



В. М. МАКАРОВА
Кандидат экон. наук,
доцент департамента
финансов Националь-
ного исследователь-
ского университета
«Высшая школа
экономики». Область
научных интересов:
корпоративный риск-
менеджмент, корпо-
ративное управление,
первичное публичное
предложение акций,
внешнее финансирова-
ние развития бизнеса.

E-mail:
vmakarova@hse.ru

УДК 346.26:004(045)

Принятие решений относительно сотрудничества с той или иной компанией требует достаточно глубокого анализа привлекательности и перспектив такого сотрудничества. Стандартные методы анализа: анализ хозяйственной деятельности, инвестиционной привлекательности и эффективности инвестиционных проектов, несомненно, остаются основными при организации взаимодействия, однако в силу того, что большинство компаний отходят от нормативных значений деятельности и при этом остаются достаточно привлекательными для сотрудничества, анализ эффективности внутрифирменных корпоративных процессов приобретает все большую популярность. Огромное разнообразие методов управления рисками, как и невозможность получить достоверные сведения об используемых методах внутри фирмы, заставляет стейкхолдеров обращать внимание на косвенные сигналы оценки эффективности. В процессе исследования было выдвинуто предположение о том, что стейкхолдеры обладают собственным суждением об эффективности внутрикорпоративных процессов управления, отличающимся от распространенных методик оценки, и мы провели собственное исследование. На основе данных опроса, проведенного с представителями высшего менеджмента различных секторов экономики, был получен список релевантных критериев эффективности внутрифирменного корпоративного управления рисками. Использование статистических методов анализа и методов научного познания позволило разработать математическую методику оценки данных критериев, а эмпирические данные 88 российских компаний нефинансового сектора были использованы в качестве базы для расчета контрольных точек для применения на практике. Теоретическую значимость составляют выявление точек контроля эффективности риск-менеджмента с позиции стейкхолдеров, практическую значимость отражает инструментарий для сравнения исследуемой компании с лучшими практиками.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

бенчмаркинг, корпоративный риск-менеджмент, показатели эффективности.

Стейкхолдерский ПОДХОД при бенчмаркинге корпоративного РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА

Введение

В настоящее время в России проблема оценки и оптимизации риска приобрела особое значение в области управления бизнесом. Управление риском непосредственно влияет на процесс принятия и реализации решений хозяйствующего субъекта. Внутрикорпоративное управление рисками 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 со-

временное 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 изменения состава собственников публичных компаний посредством сделок купли-продажи акций на открытом рынке приводят к тому, что менеджмент компании вынужден принимать сиюминутные решения с целью снизить текущую волатильность курса акций. В долгосрочной перспективе такие решения дают

противоположный эффект: инвестиционная привлекательность снижается, высший менеджмент не заинтересован в длительном сотрудничестве, а инвесторы – в стратегическом партнерстве. В целом можно ожидать, что чаще будут иметь место кризисные ситуации на рынке, будут расти ставки дисконтирования длительных инвестиционных проектов, станет короче горизонт планирования.

Общая характеристика и виды бенчмаркинга

Одним из наиболее распространенных методов оценки эффективности является метод сравнения системы ERM (enterprise-wideriskmanagement, корпоративный риск-менеджмент) компании с лучшими практиками на рынке управления рисками (бенчмаркинг).

Бенчмаркинг – инструмент, применяющийся для оценок таких систем, структура которых не позволяет оценить их прямыми методами. Основная суть бенчмаркинга заключается в сравнении контрольных точек исследуемой системы с лучшими практиками. Зачастую бенчмаркинг понимается как обычное сравнение показателей либо анализ конкуренции. При простом сравнении показателей компании сравниваются те данные, которые относятся к одной временной точке, а бенчмаркинг проводят в течение конкретного периода времени. При помощи бенчмаркинга удается выяснить, какое именно предприятие занимает ведущую позицию в конкретной отрасли и каким способом ему это удалось. Соответствующие процессы и действия компании-лидера внедряются потом на своем собственном предприятии. Суть бенчмаркинга заключается в выборе тех контрольных точек, которые показывают эффективность изучаемых процессов и учитывают специфику компании или отрасли.

В течение нескольких последних десятилетий бенчмаркинг стал чрезвычайно популярен. В условиях глобальной конкуренции компании начинают понимать, почему им нужно детально изучить и в дальнейшем использовать лучшие достижения других предприятий ради собственных успехов в будущем. Вне зависимости от сферы деятельности и размера компании необходимо постоянно изучать передовую мировую опыт во всех сферах деловой активности, внедрять у себя эффективные технологии.

С целью оценить эффективность корпоративного риск-менеджмента разработан целый ряд методик, которые показывают, какую добавленную стоимость приносят компании управленческие меры (Hilson D., Murray-Webster R., 2005; Jaspal S., 2011; Basova M., Michelsky A., 2012;

Segal S., 2011; Бадалова А.Г., Пантелеев П.А., 2010; Дамодаран А., 2007). Все предлагаемые методики опираются на уже существующие показатели эффективности деятельности компании в качестве меры оценки эффективности.

Риск-менеджмент является в первую очередь процессом, поэтому статичные методы оценки эффективности к нему применимы не в полной мере. Бенчмаркинг позволяет использовать как раз динамические меры оценки, в полной мере применяемые к оценке процессов, результат которых не всегда становится очевидным.

В оценке риск-менеджмента наибольшей проблемой является предвзятость мнения или ошибочность суждений (Talbot J., Jakeman M., 2012), которая заключается в применении привычной, но уже неактуальной трактовке известных сигналов. Например, для сокращения производственных травм на предприятии не всегда требуется внедрять новые элементы системы безопасности, иногда достаточно пересмотреть старую систему и уделить внимание превентивным мерам.

Принято считать, что родиной термина «бенчмаркинг» являются Соединенные Штаты Америки. Однако исторические сведения утверждают о более раннем начале использования данного понятия. Фактически концепция бенчмаркинга сформулирована в 1972 году в Институте стратегического планирования (Кембридж, США). На базе данного института исследовательская и консалтинговая организация, известная своей программой совершенствования рыночной стратегии Profit Impact of Market Strategy Program (PIMS), впервые показала, что для того, чтобы найти эффективное решение в условиях конкуренции, необходимо изучать, знать и использовать опыт лучших предприятий, добившихся успехов в различных видах деятельности. (Князев Е.А., Евдокимова Я.Ш., 2006).

В 1979 году американская компания Хехо приступила к проекту «Бенчмаркинг конкурентоспособности», чтобы провести анализ затрат и качества своих продуктов по сравнению с японскими, и достигла колоссального успеха. Затем бенчмаркинг взяли на вооружение специалисты других американских фирм. На предприятиях Hewlett Packard, Dupont, Motorola, Chase стали больше доверять сравнительному анализу и обмену знаниями с другими компаниями.

Как методу сравнительного анализа, бенчмаркингу присущи определенные недостатки. Среди них основным считается субъективность сравнительной оценки. Если большинство аналогичных компаний не имеют высоких результатов, сравнительный анализ даст отличный итог: исследуемая компания не будет отличаться от остальных. Мы

делаем акцент на формулировке «в соответствии с лучшими практиками риск-менеджмента» при формировании основных теоретических положений, поскольку в ведущих компаниях отрасли рекомендации по внутрикорпоративному риск-менеджменту давно внедрены и применяются, процесс принятия решений является риск-ориентированным, а сам риск допускает как положительное, так и отрицательное отклонение от поставленных заранее целей.

Процесс становления бенчмаркинга похож на классическую модель «перехода от искусства к науке»:

- первый этап (до 1979) – реинжиниринг, переосмысление процессов либо ретроспективное проведение анализа продукта;
- второй этап (1976–1986) – бенчмаркинг конкурентоспособности, который развивался благодаря деятельности американской корпорации Хегох;
- третий этап (1982–1986) – компании – лидеры по качеству осознают, что ориентация на знания предприятий вне собственной сферы деятельности как более простой метод вместо исследования конкурентов;
- четвертый этап (1986 – настоящее время) – стратегический бенчмаркинг как систематическая оценка различных альтернатив, реализация стратегий и улучшение характеристик производительности за счет изучения успешных стратегий внешних организаций партнеров;
- пятый этап (2007 – настоящее время) – глобальный бенчмаркинг как инструмент организации международных обменов с учетом культурных и национальных процессов всей организации производства в будущем.

В основном бенчмаркинг применяют организации, стремящиеся к совершенствованию своей деятельности. Бенчмаркинг позволяет сравнить результаты деятельности своей компании с результатами лидеров, определить собственные недостатки и найти методы для их преодоления. В проектах «6 сигм» бенчмаркинг может быть использован с целью сравнить ключевые показатели эффективности своей компании и лидеров отрасли и найти и принять решения по улучшению внутренних процессов.

Бенчмаркинг осуществляется в рамках конкурентного анализа, по сравнению с ним представляет собой более детализированную, формализованную и упорядоченную функцию.

Независимо от конкретного стандарта риск-менеджмента в компании во время бенчмаркинга нужно ответить на следующие вопросы:

- Каковы цели бенчмаркинга на данном этапе?

- Каковы ключевые показатели эффективности, критические факторы успеха, ключевые области результатов?
- Какова причинно-следственная связь между рисками и целями организации?
- Какова разница между показателями, основанными на данных прошлых лет, и показателями, характеризующими ситуацию в будущем?
- Как измерить эффективность с помощью различных инструментов?
- Методы, применяемые для разработки пользовательских ключевых показателей эффективности?

Бенчмаркинг дает возможность применить в собственной компании лучшие практики и достижения лидеров. Бенчмарк-анализ может обеспечить не только целевое повышение эффективности деятельности, но и колоссальные изменения в компании, вплоть до опережения лидера.

Выделяют десять наиболее распространенных видов бенчмаркинга:

- Процессный бенчмаркинг нацелен на оценку успешных фирм и исследование их процессов для выявления передового опыта и новшеств, проводится с целью узнать оптимальные показатели затрат и эффективности на единицу измерения.
- Финансовый бенчмаркинг ориентирован на сравнительный анализ финансовой отчетности с использованием инструментов финансового анализа для выявления конкурентоспособности и эффективности организации, является одним из самых популярных видов бенчмаркинга благодаря относительной полноте и открытости информации предприятий.
- Инвестиционный бенчмаркинг проводится с целью выявить похожие между собой компании, которые могут выступать в качестве потенциальных инвестиционных проектов, отвечает прежде всего интересам инвесторов.
- Бенчмаркинг эффективности нацелен на выявление конкурентного преимущества компании посредством сравнения продуктов или услуг своей компании и компаний-конкурентов.
- Продуктовый бенчмаркинг проводится для разработки новых или усовершенствования существующих продуктов или услуг, допускает элементы копирования аналогичных продуктов, для того чтобы определить недостатки изделий конкурентов.
- Стратегический бенчмаркинг, как самый масштабный анализ, изучает компании

не только в смежных, но и в других отраслях, не ограничен сектором экономики, в котором функционирует предприятие – инициатор анализа.

- Функциональный бенчмаркинг изучает лишь одну функцию, нуждающуюся в значительной модификации. Это самый узкий вид анализа, отличающийся огромным количеством уникальных характеристик.
- Бенчмаркинг лидеров отрасли изучает лучшего в индустрии конкурента, превосходящего остальных в использовании определенной функции.
- Операционный бенчмаркинг делает акцент на базовых операционных процессах, охватывает больше процессов, чем функциональный бенчмаркинг.
- Энергетический бенчмаркинг изучает уровень энергопотребления и энергозатрат на единицу продукции в своей компании из-за удорожания энергетических ресурсов, проводится в отраслях с высоким уровнем конкурентного давления, в отраслях, находящихся под пристальным вниманием государства и общественности (Макарова В. А. 2016).

Стандартный процесс бенчмаркинга

Алгоритм проведения бенчмаркинга не имеет строгого регламента. Разные источники рекомендуют проводить от четырех до двадцати этапов анализа и более. Для всех видов бенчмаркинга существуют одни и те же этапы, объекты и направления могут быть разными.

Основные этапы бенчмаркинга

- Определение, анализ и детализация объекта бенчмаркинга. Объектом может быть какой-либо процесс, услуга или продукт компании. Необходимо понять, сколько ресурсов и как много усилий фирма готова потратить на проведение бенчмаркинга, он может быть разовым или регулярным мероприятием.
- Выявление и определение тех характеристик, по которым организация будет проводить анализ. В качестве характеристик могут выступать необходимые потребительские свойства продукта, услуги либо параметры качества конкретного процесса.
- Формирование команды бенчмаркинга. В команду лучше включать специалистов из разных подразделений компании, тогда удастся более широко и объективно провести оценку возможностей процессов, продуктов либо

услуг не только своей компании, но и компаний-аналогов для сравнения по бенчмаркингу. Такой подбор аналога для бенчмаркинга состоит из трех этапов: первый этап (S) – беглый обзор (от англ. to skim – бегло читать, пробежать глазами) имеющихся источников информации; второй (T) – приведение в порядок (от англ. to trim – отделять, приводить в порядок), более подробное описание имеющейся информации; третий (C) – выбор лучших (от англ. to cream – снимать сливки) аналогов.

- Выбор компаний-аналогов по бенчмаркингу. Выбирают одну или несколько компаний-лидеров, которые добились успеха в приобретении интересующих характеристик. В случае внутреннего бенчмаркинга аналогами будут являться смежные подразделения, процессы, услуги или продукты, которые предоставляет сама организация.
- Сбор и анализ информации, необходимой для сравнения. В данном случае необходимо трансформировать все данные в единую систему, аналогичную той, которая используется в исследуемой компании.
- Оценка возможности компании достигнуть необходимых характеристик в сравнении с аналогом по бенчмаркингу. Используются разные способы, позволяющие оценить существующий «разрыв» между объектами сравнения в своей фирме и у аналогов.
- Определение возможных изменений существующей практики работы. Видение будущего состояния компании должно быть откорректировано с учетом результатов анализа аналогичных компаний.
- Разработка стратегических целей и планов их достижения с намерением приобрести характеристики желаемого уровня. В зависимости от масштабов изменений данные планы могут затрагивать изменение процессов, системы управления организационной системы, культуру исполнения работ и другие аспекты деятельности организации.
- Реализация запланированных изменений и непрерывный контроль за ходом преобразований в компании. Если в процессе тестирования системы появляется необходимость корректировки планов, то они выполняются на данном этапе.
- После того как реализованы планы и достигнуты поставленные цели, компания может принять решение о необходимости повторения данного цикла и реализации всех вышеперечисленных этапов бенчмаркинга в новых условиях.

Пример контрольных точек рейтинговых агентств

Таблица 2

Агентство	Контрольная точка
PWC	<ul style="list-style-type: none"> Наличие риск-ориентированного внутреннего аудита; частота коммуникаций с топ-менеджментом; использование информационных специализированных сред; наличие формализованных процедур и применение международных рекомендаций; наличие профессиональных сертификатов или профильного диплома у персонала; планируется ли повышение затрат на риск-менеджмент; принесит ли система ERM добавленную стоимость компании
Ernstand Young	<ul style="list-style-type: none"> Наиболее распространенные внешние факторы, определяющие систему ERM; планирует ли организация пройти сертификацию риск-менеджмента; особое внимание ключевым рискам и специальные инструменты их оценки; работа с операционными рисками; процесс оценки риска интегрирован с процессом принятия решений по риску; самые приоритетные риски; изменился ли объем документации и отчетов; улучшилось ли качество риск-менеджмента по сравнению с предыдущим годом, по мнению топ-менеджмента; часто ли приходится пересматривать риск-аппетит; наблюдается ли корреляция между зрелостью риск-менеджмента и показателями фирмы; какова стратегия поведения в условиях кризиса; ориентация на длительные взаимоотношения с партнерами; повышение качества работы с претензиями; управление рисками соответствует cost-benefit подходу; большое внимание уделяется комплаенсу
Эксперт РА	<ul style="list-style-type: none"> Наличие регламентирующих документов по каждому виду риска; полнота и детальность документов; следование процедурам и методикам, описанным в документах; регламентация заключения договоров; процедуры оценки клиента; наличие риск-комитетов; независимость риск-комитетов от продающих подразделений/сотрудников; арсенал методов оценки различных видов рисков; регулярность мониторинга клиентов; проработанность юридических условий договоров; соблюдение установленных внутри компании уровней принимаемого риска; уровень просроченной и проблемной задолженности; структура просроченной задолженности; уровень потерь от реализовавшихся рисков; регулярность обновления критериев одобрения финансирования на основе накопленной статистики и изменения макроэкономических условий; наличие и регламентация системы внутреннего контроля

банков, внешние эксперты в области управления рисками и корпоративного управления в целом, финансовые аналитики компаний, специалисты в области инвестиций на рынке ценных бумаг, потенциальные инвесторы и инвесторы, владеющие пакетами ценных бумаг отечественных компаний. Личные интервью были выбраны, поскольку они допускают обратную связь и внесение уточнений. В процессе анализа результатов интервью были выделены ответы, которые повторялись два раза и более. Общий перечень факторов, которые, по мнению респондентов, иллюстрируют эффективность системы риск-менеджмента, представлен в табл. 3.

Данный список факторов был положен в основу анкеты из 23 вопросов закрытого типа, шкала оценки – от 1 до 8 баллов. Респондентам было предложено классифицировать по степени важности факторы, по которым можно судить об эффективности работы системы ERM в организации. Анкета была размещена в открытом доступе, разослана в банки, финансовые и аналитические компании, а также в компании реального сектора экономики. Всего было разослано 100 анкет, поступило 18 ответов.

Анализ результатов позволил уменьшить количество факторов до девяти, т. к. по ряду факторов не была достигнута согласованность в ответах, а некоторые факторы имели слишком малую значимость для включения в систему оценки эффективности (набрали 1 или 2 балла). Критерии, использованные в повторной оценке, были уточнены и конкретизированы в связи с необходимостью избежать двойного толкования того или иного фактора. Представленные в повторной анкете критерии положительно влияют на эффективность риск-менеджмента.

Второе анкетирование с использованием сокращенного списка факторов дало следующие результаты: было разослано 100 анкет в компании, выбранные случайным образом, получено 17 анкет, содержащих достаточную для анализа информацию (табл. 4, 5). Согласованность экспертного мнения по критерию Кендалла достаточно высокая – 0,716; статистическая значимость полученных результатов – 0,050. В анкете важность критериев оценивалась в диапазоне от 1 до 8, максимальное количество баллов – 72.

С учетом распределения ответов респондентов было получено следующее уравнение оценки рейтинга эффективности корпоративного риск-менеджмента:

$$R = 0,12k_1 + 0,1k_2 + 0,11k_3 + 0,1k_4 + 0,11k_5 + 0,14k_6 + 0,12k_7 + 0,12k_8 + 0,08k_9,$$

где k_1 – диверсифицированная структура поставщиков; k_2 – более высокая рентабельность,

Критерии оценки эффективности риск-менеджмента компании

Критерий	Пояснения в процессе интервью	Эффективность риск-менеджмента
По отношению к основному виду деятельности		
Ориентация только на внутренний или на внешний рынок	Компания, ориентированная только на один из рынков, рано или поздно столкнется либо с трудностями реализации продукции на ограниченном домашнем рынке, либо с макроэкономическими колебаниями спроса, на которые она не в силах повлиять	Низкая
Узкий круг покупателей, невозможность расширить его	Компания выпускает специфическую продукцию, рынок сбыта ограничен	Низкая
Рост дебиторской задолженности, мягкая политика в отношении дебиторов	Рынок сбыта компании находится в таком состоянии, когда ужесточение политики в отношении дебиторской задолженности может привести к срывам реализации	Низкая
Рост запасов	Имеет место затоваривание рынка, политика формирования запасов меняется в сторону консервативной	Низкая
Рост кредиторской задолженности	Ликвидность и платежеспособность организации снижены	Низкая
Малый срок сотрудничества с основными поставщиками и заказчиками	Отсутствует история работы с контрагентами, высока неопределенность будущих поставок	Низкая
Более низкие показатели рентабельности и оборачиваемости по сравнению с аналогичными компаниями	Эффективность деятельности компании невелика	Низкая
Непрерывность производственного процесса	Наличие сбоев в производственной деятельности в силу управленческих причин (забастовок, срыва поставок) или же причин макроэкономического характера (снижения платежеспособного спроса на продукцию компании)	Низкая
Диверсифицированная структура поставщиков и покупателей	Компания имеет хорошую клиентскую базу и потенциал для ее расширения	Высокая
По отношению к финансовому результату		
Волатильность прибыли и убытков на протяжении нескольких лет	Нет положительной динамики основных показателей результативности бизнеса	Низкая эффективность
Получение прибыли в течение длительного периода	Инвесторы обращают внимание на успешную деятельность компании в течение трех последних лет. В течение этого периода любые два года должны быть прибыльными	Высокая
Успешная деятельность в течение длительного времени	Период активного роста или прибыльный период компании превышает три года	Высокая
Низкие показатели выручки, прибыли, капитализации	Показатели сравниваются с данными аналогичных компаний на рынке	Низкая
По отношению к источникам финансирования бизнеса и структуре капитала		
Диверсификация источников капитала	Структура капитала должна быть устойчивой и безопасной	Высокая
Отсутствие кредитной истории	Компания либо не обращалась за заемным финансированием, либо не получила его и развивается за счет собственных средств	Низкая
Высокий показатель средней взвешенной стоимости капитала (WACC) или его рост	Компания была вынуждена брать займы на невыгодных условиях в силу высоких рисков, связанных с ее платежеспособностью и надежностью как кредитора	Низкая
Нарушение сроков выплаты по кредитам	В кредитной истории отмечены факты срыва графика платежей	Низкая
Коэффициент финансовой безопасности в пределах нормы	Долговая нагрузка ограничивает возможность дальнейшего развития за счет кредитных средств	Высокая
Коэффициент покрытия процентов в пределах нормы	Фирма создает достаточный денежный поток из операционной прибыли для обслуживания процентных платежей	Высокая
Коэффициент текущей ликвидности в пределах нормы	Фирма способна погашать текущие (краткосрочные) обязательства за счет только оборотных активов	Высокая
По наличию внешних оценок и рекомендаций		
Претензии контролирующих органов и судебные иски на сумму более 10% от стоимости чистых активов	Как правило, наличие претензий свидетельствует о нарушениях законодательства	Низкая
Отсутствие данных о системе риск-менеджмента компании в СМИ или негативная информация	Компания не освещает вопросы успешного управления рисками, в то же время в СМИ встречаются новости о наступлении неблагоприятных событий, действие которых можно было предотвратить	Низкая
Наличие экспертных оценок и рейтингов	Наличие оценок и рейтингов подтверждает факт обращения компании к специалистам для оценки качества риск-менеджмента	Высокая
По отношению к управлению рисками		
Отношение к ключевым рискам	В компании применяются специальные программы управления ключевыми рисками. Работа по управлению ключевыми рисками выделена в отдельный блок	Высокая
Несчастные случаи, аварии, претензии контролирующих органов	Растущая динамика и абсолютные значения показателей: повторные случаи аварий, претензий свидетельствуют об отсутствии внимания к случившемуся со стороны руководства и риск-менеджеров	Низкая
Гибкий, неформальный подход к риск-менеджменту	Риск-менеджмент не должен мешать работе компании, т. е. компания не должна терять клиентов, выручку, прибыль из-за формальностей, связанных с ним	Высокая
Экономическая успешность управления конкретными рисками	Меры экономически оправданы, затраты соизмеримы с результатом (Макарова В. А., 2015)	Высокая
Прозрачность процедур	Существует регламент, подробно и прозрачно описывающий методы управления рисками, принятые в исследуемой компании	Высокая
Наличие профильных специалистов по видам рисков	Сотрудники компании, ответственные за риск-менеджмент, имеют соответствующее образование и квалификацию, в компании создан департамент по управлению рисками	Высокая
Упреждающие процедуры	В компании функционирует автоматизированная система антикризисного управления, осуществляется регулярный мониторинг рисков, пересмотр бизнес-процессов и лимитов на операции	Высокая
Ведение статистики и мониторинг	В компании ведется подробный отчет о выявленных и реализованных рисках	Высокая
Прочие		
Смена руководства за последние два года	Произошли замены в высшем руководстве компании. В любом случае, смена руководства, ориентированная на повышение эффективности управления компанией, влечет за собой временные, экономические и кадровые затраты, связанные с необходимостью адаптации руководства и компании в целом.	Низкая
Нерегулярные выплаты дивидендов	Компания регулярно начисляет, но не выплачивает дивиденды	Низкая

Оценка эффективности управления рисками с позиции стейкхолдеров

Основные параметры для оценки рыночной эффективности управления рисками формируются на основе предположений в теории эффективного рынка и факторов инвестиционной привлекательности. Они были получены эмпирическим путем.

Эмпирическое исследование состояло из трех частей. Прежде всего, провели 17 персональных интервью со стейкхолдерами, среди них были аналитики коммерческих и инвестиционных

Описательная статистика исследования

Показатель	Количество ответов	Среднее значение	Стандартное отклонение	Min	Max
Диверсифицированная структура поставщиков	17	4,71	1,799	2	7
Более высокие показатели рентабельности и оборачиваемости активов 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
Положительная информация в СМИ	17	4,14	1,676	1	6
Коэффициент покрытия процентов прибылью	17	4,29	1,380	3	7
Коэффициент финансовой безопасности компании	17	5,86	1,773	4	8
Коэффициент текущей ликвидности	17	5,57	1,813	3	8
Особое отношение к ключевым рискам	17	4,57	2,370	2	8
Реализация риск-менеджмента строго по стандарту	17	3,14	1,574	1	5

Таблица 4

Таблица 5
Согласованность экспертного мнения по коэффициенту конкордации Кендалла

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

чем в среднем по отрасли; k_3 – WACC (стоимость капитала компании) ниже, чем в среднем по отрасли; k_4 – положительная информация в СМИ; k_5 – коэффициент покрытия процентов; k_6 – коэффициент финансовой безопасности компании; k_7 – коэффициент текущей ликвидности; 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 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 баллов;
- удовлетворительная эффективность – от 32 до 41 балла;
- хорошая эффективность – от 36 до 63 баллов;
- отличная эффективность – от 64 до 72 баллов.

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

Методы расчета критериев эффективности риск-менеджмента

Диверсифицированная структура поставщиков. Данный фактор является характерной чертой потенциала эффективности отрасли и заключается в постоянном расширении базы поставщиков, поддержке инициативы по диверсификации поставщиков, стимуляции развития и самосовершенствования поставщиков (Mitran D., 2014).

Наиболее распространенными методами оценки структуры поставщиков являются ABC- и XYZ-анализ, а также их комбинация. Методы, основанные на критерии эффективности по Парето, обладают целым рядом недостатков, снижающих, на наш взгляд, целесообразность их применения в отношении настоящей оценки эффективности риск-менеджмента. Мы имеем в виду невозможность применять в нестабильных условиях, при поиске поставщиков и покупателей на основе конкурсов, так как любой новый поставщик или клиент попадет в малоценную категорию С или нестабильную категорию Z. ABC-анализ 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 ABC- и XYZ-анализа, как правило, являются закрытой информацией, недоступны для внешних пользователей.

Для оценки степени диверсификации поставщиков и покупателей был использован индекс + Херфиндаля – Хиршмана (ННИ). Данный инструмент разработан для оценки степени концентрации рынков и монополизации. Его допустимо

применять и при анализе рискованной структуры поставщиков: если компания ограничивается узким кругом поставщиков или покупателей, это 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. Если есть только один поставщик или покупатель, индекс Херфиндаля – Хиршмана будет равен 10 000. По значениям индексов Херфиндаля – Хиршмана выделяются три типа диверсификации поставщиков и покупателей:

- тип 1 – высокая концентрация и рискованная структура поставщиков: $1800 < \text{ННИ} < 10000$;
- тип 2 – умеренная концентрация и рискованная структура поставщиков: $1000 < \text{ННИ} < 1800$;
- тип 3 – низкая концентрация, низкая рискованная структура поставщиков: $\text{ННИ} < 1000$.

В табл. 6–15 представлена методика присвоения баллов для каждого фактора в зависимости от пороговых значений. В дальнейшем баллы будут включены в общее уравнение рейтинга эффективности корпоративного риск-менеджмента, так как результаты уравнения имеют прикладное значение, то значение фактора, характеризующее высокое качество управления конкретными рисками, имеет значение 1, низкое качество – 3.

Баллы для включения показателя диверсифицированной структуры поставщиков в уравнение распределены следующим образом (табл. 6).

Рентабельность продаж компании выше, чем в среднем по отрасли. Во время интервью респонденты делали основной акцент на показателе рентабельности основного вида деятельности в сравнении со среднеотраслевым значением. Для сравнения был выбран показатель рентабельности по видам экономической деятельности как безопасный уровень рентабельности за соответствующий год.

Общая формула для расчета данного критерия выглядит следующим образом:

$$I_{ROS} = ROS_k / ROS_{отр},$$

где I_{ROS} – отношение рентабельности компании к среднеотраслевой; ROS_k – рентабельность продаж исследуемой компании; $ROS_{отр}$ – рентабельность продаж в среднем по отрасли по данным ФНС за соответствующий налоговый период.

Для разработанной модели соотношение рентабельности определяется отношением рентабельности компании к рентабельности по видам экономической деятельности. Оценка происходит в сравнении с единицей $\pm 5\%$. Баллы для включения в индекс представлены в табл. 7.

Стоимость капитала компании (WACC) ниже, чем в среднем по отрасли, или снижение WACC после внедрения риск-менеджмента. Средняя стоимость капитала компании, взвешенная по отношению к источникам финансирования, является относительным показателем затрат ее капитала. WACC компании демонстрирует дороговизну привлекаемого капитала компании по отношению к среднему WACC по отраслям: $I_{WACC} = WACC_{отр} / WACC_k$.

В рамках предложенной модели мы используем критерий отношения среднеотраслевого WACC к частному WACC, критерий принимает положительное значение при соотношении показателей больше 1. Значение WACC для компании рассчитано по формуле:

$$WACC = R_0 * \frac{MV_0}{MV_0 + MV_d + MV_p} + R_d * \frac{MV_d}{(MV_0 + MV_d + MV_p)(1-t)} + R_p * \frac{MV_p}{MV_0 + MV_d + MV_p}$$

где: R_0 – доходность по обыкновенным акциям; MV_0 – рыночная стоимость обыкновенных акций; MV_d – рыночная стоимость долга; MV_p – рыночная стоимость привилегированных акций; t – налог на прибыль; R_d – стоимость долга; R_p – дивиденд по привилегированной акции. Баллы для включения в индекс показаны в табл. 8.

Наличие положительной информации в СМИ.

Необходимо уточнить, подвергалась ли компания проверкам, есть ли в СМИ негативная информация о ней, выдвигали ли к ней претензии контролирующие органы. 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 алгоритму: низкое качество – информация о внедрении риск-менеджмента в компании, отсутствует информация в СМИ, среднее – есть негативная информация о внедрении риск-менеджмента, высокое – есть пресс-

Таблица 6
Пороговые значения индекса Херфиндаля – Хиршмана

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	$\text{ННИ} < 1000$	1
Средняя	$1000 < \text{ННИ} < 1800$	2
Низкая	$1800 < \text{ННИ} < 10000$	3

Таблица 7
Пороговые значения фактора I_{ROS}

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	$I_{ROS} > 1,05$	1
Средняя	$0,95 < I_{ROS} < 1,05$	2
Низкая	$I_{ROS} < 0,95$	3

Таблица 8
Пороговые значения I_{WACC}

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	$I_{WACC} < 0,95$	1
Средняя	$0,95 < I_{WACC} < 1,05$	2
Низкая	$I_{WACC} > 1,05$	3

релизы об успешном внедрении. Баллы для включения в индекс представлены в табл. 9.

Таблица 9

Характеристика фактора для включения в индекс

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	Пресс-релизы об успешном внедрении	1
Средняя	Негативная информация о внедрении системы риск-менеджмента	2
Низкая	Отсутствие информации	3

Данный показатель рассчитывается по формуле:

$$ICR = EBIT / I_e$$

где ICR – коэффициент покрытия процентов; $EBIT$ – прибыль до выплаты процентов и налогов; I_e – проценты по долговому капиталу в денежном выражении.

Таблица 10

Пороговые значения коэффициента покрытия процентов

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	$ICR > 1,05$	1
Средняя	$0,95 < ICR < 1,05$	2
Низкая	$ICR < 0,95$	3

высокий показатель коэффициента говорит о слишком осторожном подходе к привлечению заемного капитала, что может привести к пониженной отдаче от собственного капитала (не используется кредитное плечо). Баллы для включения в индекс представлены в табл. 10.

Таблица 11

Пороговые значения отношения долга к EBITDA

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	$FCR < 3$	1
Средняя	$3 < FCR < 4$	2
Низкая	$4 < FCR$	3

Критическим считается коэффициент менее 1 ($EBIT$ превышает проценты к уплате). Приток денежных средств недостаточен для выплаты процентов кредиторам. Чем выше коэффициент покрытия процентов, тем устойчивее финансовое положение компании. Очень

Коэффициент покрытия процентов. Коэффициент покрытия процентов ($InterestCoverageRatio, ICR$) отражает способность компании обслуживать свои долговые обязательства. Коэффициент позволяет сравнить прибыль до уплаты процентов и налогов ($EBIT$) за конкретный период времени и проценты по долговому обязательствам за тот же период.

Критическим считается коэффициент менее 1 ($EBIT$ превышает проценты к уплате). Приток денежных средств недостаточен для выплаты процентов кредиторам. Чем выше коэффициент покрытия процентов, тем устойчивее финансовое положение компании. Очень

Коэффициент финансовой безопасности компании. Коэффициент финансовой безопасности является мерой возможности компании платить по долгам и дает инвестору примерное понимание ее способностей погашать имеющиеся обязательства. Коэффициент часто используется менеджментом и инвесторами, в том числе при оценке котирующихся на бирже публичных компаний. Коэффициент определяется по формуле:

$$FSR = Debt / EBITDA,$$

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

Коэффициент очищен от влияния неденежных статей (амортизации), и при нормальном финансовом состоянии организации коэффициент не должно превышать 3. Если значение коэффициента выше, это говорит о слишком большой долговой нагрузке на предприятие, вероятных проблемах с погашением долгов, трудностях с привлечением дополнительных заемных средств. Как и другие подобные коэффициенты, он зависит от отраслевых особенностей, поэтому чаще сравнивается со значениями других предприятий в рамках отрасли. Кроме того, при расчете данного показателя не учитываются такие статьи расходов, как покупка нового оборудования, влияющие на отток денежных средств, сама покупка не изменяет финансовый результат организации, и амортизационные отчисления не участвуют в $EBITDA$. При оценке показателя исходят из того, что дебиторская задолженность организации исправно погашается. Если же у предприятия нарастает задолженность покупателей, это, безусловно, ухудшает его платежеспособность, но никак не отражается на коэффициенте финансовой безопасности. Баллы для включения в индекс показаны в табл. 11.

Коэффициент текущей (общей) ликвидности – финансовый коэффициент, наиболее общий и часто используемый показатель ликвидности, который рассчитывается по формуле:

$$CR = CA / CL,$$

где CA – оборотные активы за вычетом долгосрочной дебиторской задолженности; CL – краткосрочные обязательства.

Коэффициент отражает способность компании погашать текущие (краткосрочные) обязательства только за счет оборотных активов. Чем показатель больше, тем лучше платежеспособность предприятия. Нормальным считается значение 2 и более (это значение наиболее часто используется в российских нормативных актах; в мировой практике норма – от 1,5 до 2,5 в зависимости от отрасли). Значение ниже 1 говорит о высоком финансовом риске, поскольку предприятие не в состоянии стабильно оплачивать текущие счета. Значение больше 3 может свидетельствовать о нерациональной структуре капитала. Баллы для включения в индекс показаны в табл. 12.

Особое отношение к ключевым рискам. Компания ведет учет основных факторов риска, осуществляет их регулярный 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, регулярно предоставляет публичные отчеты о результатах эффективной работы с ключевыми рисками, привлекает к управлению специфическими видами рисков внешних специалистов. Баллы для включения в индекс представлены в табл. 13.

Реализация риск-менеджмента строго в соответствии с выбранным стандартом. 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. 14.

Эмпирический анализ эффективности риск-менеджмента

В качестве базы для исследования было выбрано 88 публичных компаний, работающих в разных отраслях, имеющих листинг акций на ММВБ. Компании точно имеют корпоративный риск-менеджмент. Эффективность внутрикорпоративного риск-менеджмента оценивается в соответствии с ожиданиями целевой аудитории, поэтому за основу оценки эффективности берутся данные опроса стейкхолдеров.

Для расчетов финансовых показателей использовались данные органического роста (без влияния слияний и поглощений). В выборку не включались естественные монополии, федеральные и муниципальные государственные унитарные предприятия и компании дотационных отраслей.

Средний возраст компаний – более 15 лет, форма – общества с ограниченной ответственностью, акционерные общества, входящие в состав холдингов или являющиеся отдельными экономическими единицами. Примерно в одинаковых пропорциях в выборке представлены компании на стадии роста и формализации, а также осуществляющие проекты внедрения или модернизации риск-менеджмента.

Достаточно малый размер выборки обусловлен ограниченностью и в некоторых случаях закрытостью информации о мероприятиях, связанных с управлением рисками в целом, качественными оценками мероприятий по управлению рисками самой компанией или средствами масс-медиа. Сбор подобной информации возможен только в режиме настоящего времени из кратких отчетов, объявлений, пресс-релизов компаний, годовых отчетов акционеров.

На основании полученных данных было рас-

считано среднее значение точек контроля в соответствии с поставленными целями (табл. 15).

Дополнительно был проведен регрессионный анализ влияния факторов на рентабельность первоначальных инвестиций в корпоративный риск-менеджмент. Статистическая значимость

Таблица 13

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

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	По каждому из ключевых рисков разработаны отдельные рекомендации	1
Средняя	Компания использует ограниченный перечень методов управления рисками	2
Низкая	Информация об управлении рисками отсутствует или негативна	3

Таблица 14

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

Эффективность риск-менеджмента	Пороговое значение	Балл
Высокая	Да, все разделы стандарта тщательно изучены и адаптированы к конкретной организации	1
Средняя	Да, но ряд положений стандарта используется формально	2
Низкая	Компания формально соблюдает стандарт или не придерживается стандарта	3

Таблица 15

Значения сигналов эффективности риск-менеджмента

Показатель	Значение
Рентабельность продаж выше, чем в среднем по отрасли	7,2
Коэффициент покрытия процентов прибылью	3,5
Коэффициент финансовой безопасности компании	7,5
Коэффициент текущей ликвидности	1,8
WACC ниже, чем в среднем по отрасли	1,5
Положительная информация в СМИ	2,0
Особое отношение к ключевым рискам	1,7
Реализация риск-менеджмента строго по стандарту	1,6
Диверсифицированная структура поставщиков	359,5

была выявлена только для 23% выборки, что свидетельствует о том, что два года – слишком короткий срок для оценки эффективности риск-менеджмента на стратегическом уровне.

Анализ влияния факторов на WACC показал, что по состоянию на 2016 год значимыми являются ICR и $WACC_{отр}$ (отраслевое значение WACC). На основе имеющихся данных регрессионное уравнение любой анализируемой компании принимает вид:

$y = 0,022 + 0,04 ICR + 0,011 WACC_{отр}$
 Для сравнения: аналогичное исследование тех же компаний по итогам 2014 года дало:
 $y = 11,068 - 0,007 CR + 1,702 WACC_{отр} - 0,17 ROS + 0,007 NHI - 0,007 FSR - 4,497 I_e - 4,437 I_w$,
 где I_e – индекс, демонстрирующий положительную информацию о качестве управления рисками; I_w – индекс, демонстрирующий роль международных стандартов управления риска-

ми. Существенная разница результатов указывает на низкую эффективность управления валютными рисками рыночными методами.

Сравнительный анализ с существующими методиками

Предлагаемая нами методология позволяет оценить результат внутрикорпоративного риск-менеджмента без привлечения специфичных для риск-менеджера знаний. Современная теория корпоративного управления гласит, что главной целью управления бизнесом является создание стоимости для акционеров. Это верно и для отдельных областей корпоративного управления, например для риск-менеджмента. Сущность бенчмаркинга заключается в отображении усредненных показателей, свидетельствующих о практике риск-менеджмента внутри компании. В этом отношении очень важно выбрать те показатели, которые наиболее полно отвечают целям оценки. Именно поэтому рейтинговые и аналитические компании выбирают показатели, свидетельствующие о фактических действиях и характеристиках корпоративного риск менеджмента (табл. 16), а стейкхолдеры заинтересованы в результативно-

сти этих действий. По этим данным невозможно сделать каких-либо выводов об эффективности управления рисками, однако они дают представление о том, на что стоит обратить внимание при сотрудничестве с компанией.

Заключение

Эффективный риск-менеджмент призван улучшать общее качество корпоративного управления. Предприниматель стремится к минимизации рисков, однако полностью исключить их не в состоянии.

Детальный анализ сравнительных методов оценки эффективности управления риском продемонстрировал, что в зависимости от целевой аудитории контрольные точки бенчмаркинга совершенно разные. Выделенные рейтинговыми агентствами точки не показательны, что обусловило необходимость дальнейшего исследования.

На базе опроса было выделено девять признаков эффективности, которые легли в основу настоящего исследования и обосновали выбор методики их расчета. На базе данных 88 компаний были сформированы значения контрольных точек, которые характеризуют лучшие практики по мне-

нию стейкхолдеров, была оценена зависимость влияния данных сигналов на результаты деятельности компаний. Около 50% выборки составили убыточные компании, что объясняется событиями 2014–2015 годов на российском финансовом рынке. Большинство компаний, использующих в повседневной операционной деятельности валютные средства, потерпели убытки. Предложенная методика оценки эффективности не содержит оценку эффективности рыночных методов управления. Показатели ICR и средневзвешенная стоимость капитала являются наиболее показательными в оценке эффективности риск-менеджмента в течение одного операционного периода.

Таким образом, предложенная методика позволяет оценить эффективность внутрикорпоративного риск-менеджмента и дать рекомендации к ведению внутрифирменных процессов управления, однако она не охватывает рыночные методы управления риском. В качестве направления для дальнейшего исследования можно выделить изучение эффективности управления рисками, попадающего под компетенцию стандартов отдельно от рыночных механизмов управления рисками.

Таблица 16

Контрольные точки риск-менеджмента по методике Ferma

Контрольная точка	2012	2014	2016
Возраст, лет	—	В среднем 45 лет и более	46–55
Страховое покрытие в случае кибер-атак на предприятие, %	—	37	—
Пол и возраст сотрудников (менеджеров и управленцев рисками)	—	Мужчины в возрасте 50 лет (80,5% среди всех респондентов)	Мужчины в возрасте до 55 лет (73% 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

Список литературы

1. Бадалова А. Г., Пантелеев П. А. (2011) Функциональная схема системы стратегического управления риском предприятия авиационно-промышленного комплекса на основе стоимостного подхода // Вестник ЮРГТУ (НПИ). № 5. С. 21–29.
2. Князев Е. А., Евдокимова Я. Ш. (2006) Бенчмаркинг для вузов: Учеб.-метод. пос. М.: Университетская книга, Логос. 208 с.
3. Косорукова И. В. (2013) Стоимостно-ориентированный подход к анализу конкурентоспособности бизнеса // Современная конкуренция. № 2. С. 74–84.
4. Макарова В. А. (2015) Эффективность риск-менеджмента: оценка и ее влияние на инвестиционную привлекательность бизнеса // Управление финансовыми рисками. № 4. С. 270–287.
5. Макарова В. А., Корниенко О. Ю. (2016) Актуальные вопросы оценки эффективности корпоративного риск-менеджмента: В 2 ч. / Под ред. В. А. Макаровой. СПб.: Изд-во Политехн. ун-та. Ч. 2: Выбор ключевых показателей и минимизация последствий шорт-термизма. 206 с.
6. Скобелева И. П., Санжиева Т. В. (2013) Адаптация риск-менеджмента к современным концепциям стратегического управления компанией // Современные аспекты экономики. № 4 (188). СПб.: Инфо-да. С. 50–55.

Список литературы

7. Basova M., Michelsky A. (2012) Risk Management KPIs: Efficiency Tool or Formality? // Enterprise Risk Management Symposium. URL: <http://www.ermssymposium.org/2011/index.php>.
8. Damodaran A. (2007) Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. New York.
9. Hilson D., Murray-Webster R. (2005). Understanding and Managing Risk Attitude. Aldershot, UK: Gower.
10. Jaspal S. (2011) Metrics to Measure Risk Management Strategy Effectiveness // Sonia Jaspal's Risk Board. URL: <https://soniajaspal.wordpress.com/2011/07/28/metrics-to-measure-risk-management-strategy-effectiveness/>.
11. Mitran D. (2013). Improving Access of SMEs to the Public Procurement Markets // Internal Auditing and Risk Management / Athenaeum University of Bucharest. Vol. 2. P. 244–251.
12. Segal S. (2011). Corporate Value of Enterprise Risk Management: The Next Step in Business Management. Hoboken, N.J.: Wiley. 427 p.
13. Talbot J., Jakeman M. (2012) How to Performance Benchmark Your Risk Management: A practical guide to help you tell if your risk management is effective. New York: CreateSpace. 52 p.