Беспалов Владимир Викторович. Финансовые риски российского фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Волгоград, 2006 210 с. РГБ ОД, 61:06-8/3451

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Финансовые риски и их проявление в экономике России 9

1.1 Финансовый рынок как многоплановое понятие 9

1.2 Риск и неопределенность 14

1.3 Финансовые риски и их классификация 31

1.4 Особенности проявления финансовых рисков в экономике России 46

1.5 Рискообразующие факторы: характеристика и влияние на риски 63

Глава 2: Методика оценки финансовых рисков 71

2.1 Основы оценки и управления финансовыми рисками . 71

2.2 VAR-методы оценки финансовых рисков 94

Глава 3 Портфельный подход к оценке финансовых рисков 115

3.1 Генезис моделей оценки финансовых активов: этапы развития портфельной теории 115

3.2 Модель САРМ (Capital Assets Pricing Model) 145

3.3 Анализ предпосылок САРМ 159

3.4 Модель САРМ в предположении об отсутствии безрискового актива 168

3.5 Модель арбитражного ценообразования и многофакторные модели 173

Заключение 183

Список литературы: 196

**Введение к работе**

Теории развития финансовых рынков и моделей оценки финансовых активов являются одной из самых динамичных и перспективных сфер научного знания, а их структурные и институциональные преобразования в контексте финансовой глобализации выдвигаются в число приоритетных направлений экономической науки.

Развитие фондового рынка является одним из необходимых условий преобразований экономических отношений в России, поскольку стабилизация экономического роста страны во многом зависит от скорости обработки информации о предпочтениях инвесторов и рисках активов и от возможности оценки и перераспределения не только рисков проекта, но и макроэкономических рисков.

В связи с этим модели оценки финансовых рисков на фондовом рынке являются неотъемлемой частью развития экономики страны. Развитие финансовых рынков и наличие спекулятивного капитала стимулирует переход экономики к более высоким ступеням развития, так как его наличие свидетельствует о возможности оценки рисков на уровне всей экономики, а не только отдельных ее субъектов. Применение широко известных в мировой практике методических подходов к выбору инвестиционных стратегий финансовых вложений оказались невозможны, поскольку они не адаптированы на российском фондовом рынке.

Таким образом, актуальность темы диссертационного исследования обусловлена необходимостью дальнейшего всестороннего научного анализа стратегий и моделей оценки рисков финансовых вложений на российском финансовом рынке, который позволит, во-первых, определить его системные характеристики, влияющие на эффективность вложений, во-вторых, конкретизировать методические основы выбора и обоснования рациональной инвестиционной стратегии финансовых вложений на

российском фондовом рынке, которая способствовала бы усилению его информационной эффективности.

Исследование институциональных особенностей рыночной экономики позволяет понять логику, основной тренд, принципы и базовые элементы экономического развития. Поскольку экономическое развитие определяется во многом характеристиками институциональной среды, то важным направлением исследования является анализ рынка ценных бумаг, процессов ценообразования на нем и моделей оценки рисков активов обращающихся на рынке. Реализация ключевой стратегии управления рисками в российских условиях должна быть основана на использовании информационных технологий и внедрении систем поддержки принятия решений, что необходимо для количественной оценки и качественного моделирования рисков на уровне, как отдельных подразделений, так и финансовых институтов в целом. Особенностью применения систем поддержки принятия решений является неэффективность использования стандартных программ вследствие отсутствия репрезентативной информации и единых методологических стандартов, что вызывает необходимость разработки специфических программ, учитывающих особенности конкретных субъектов.

В условиях становления рыночного регулирования хозяйственных отношений финансовые менеджеры российских предприятий принимают инвестиционные и финансовые решения в условиях действия многих факторов риска, свойственных как классической рыночной экономике, так и экономике переходного типа.

На основе этого и возникает необходимость исследования закономерностей формализации финансового риска как объекта финансового управления в тесной взаимосвязи с тенденциями развития фондового рынка в краткосрочном и долгосрочном аспектах.

Теоретические и практические аспекты инвестирования на фондовом рынке, обоснование выбора инвестиционных стратегий управления капиталом и оценка эффективности управления рисковыми портфелями ценных бумаг рассматриваются в трудах таких известных зарубежных ученых, как Г. Александер, 3. Боди, Р. Брейли, Э. Брэдли, Р. Гитман, М. Джонк, А. Кейн, Р. Линг, Ченг Ф. Ли, С. Майерс, А. Маркус, Р Мертон, М. Миллер, Джозеф И. Финнерти, У. Шарп, А. Дамодоран.

С различной степенью полноты вопросы теории инвестиций на отечественном фондовом рынке были разработаны в трудах отечественных специалистов: М. Ю. Алексеева, Л. П. Белых, И. Ю. Беляевой, Т. Б. Бердниковой, Г. В. Булычевой, С. В. Валдайцева, Д. Н. Владиславлева, В. В. Григорьева, А. Г. Грязновой, Т. Г. Долгопятовой, В. Е. Есипова, Р. И. Капелюшникова, Е. В. Ленского, Я. М. Миркина, Д. Н. Михайлова, А. Д. Радыгина, Б. Б. Рубцова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндарова и др.

Несмотря на большое количество работ, посвященных вопросам формирования и развития рынка ценных бумаг, существует необходимость всестороннего изучения моделей оценки рисков финансовых активов с позиции их функционирования в условиях российской экономики и определения на этой основе рекомендаций по выбору инвестиционных стратегий на отечественном фондовом рынке. Вместе с тем, уже полученные результаты научных исследований большинства перечисленных ученых послужили базой для более глубокого изучения вопросов разработки темы диссертационного исследования.

Недостаточная изученность, актуальность, теоретическая и практическая значимость проблем выбора моделей оценки рисков финансовых активов обусловили тему, цель исследования и его задачи.

Целью исследования является теоретическое обоснование специфики и функций различных моделей оценки риска и разработка

методического инструментария выбора рациональной инвестиционной стратегии поведения на отечественном фондовом рынке.

В соответствии с указанной целью в диссертационной работе поставлены следующие задачи:

Уточнить содержание финансового риска как формы экономических рисков, на основе анализа классификаций специфики и функций;

Системно представить рискообразующие факторы и их влияние на финансовые риски;

Выделить и систематизировать основные подходы к оценке и управлению финансовыми рисками;

**Предметом исследования**являются модели оценки и управления финансовыми рисками на фондовом рынке.

**Объект исследования**риски финансовых активов.

**Методологической и теоретической основой**исследования послужили современные теории финансов: эффективных рынков капитала, оценки финансовых активов, риска и доходности опционного ценообразования и др.

В работе были использованы следующие методы исследования: системный подход, метод научной абстракции, единства объективного и субъективно, методы экономико-статистического анализа, финансовой математики, финансового анализа, экспертных оценок.

Научная новизна исследования состоит в теоретическом обосновании сущности понятия финансового риска, а также разработки практических методик диагностики и управления финансовыми рисками в краткосрочном и долгосрочном аспектах.

**Информационно-эмпирической базой**исследования явились экономические факты, установленные на основе анализа данных статистических и финансово-экономических изданий России и других

стран; материалы научных семинаров и конференций; законодательные и  
нормативные акты, регламентирующие деятельность российского  
фондового рынка, оценки ценных бумаг, техническому и

фундаментальному анализам; данные Федеральной службы государственной статистики, РТС, ММВБ, Минфина РФ, ФСФР, Центрального банка РФ, компании ФИНАМ, периодической печати.

**Теоретическая**и практическая значимость диссертационного исследования определяется рассмотрением моделей оценки рисков финансовых активов с позиций системного подхода и выделением особенностей формирования инвестиционных стратегий индивидуальных и институциональных инвесторов. Указанные положения развивают теоретические основы финансовой теории, дополняют предметную область исследования проблем портфельной политики в области ценных бумаг.

**Практическая значимость**диссертационного исследования состоит в разработке методических основ выбора наиболее рациональной инвестиционной стратегии на фондовом рынке. Материалы диссертации могут использоваться в практической деятельности финансовых менеджеров корпораций, консалтинговых и оценочных фирм, при преподавании финансовых дисциплин «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг

**Апробация результатов исследования.**Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на научно-практической конференции « Мировая экономика и финансы» (г. Волгоград 2004г.), и на научной конференции посвященной проблеме Финансового контроля и качества управления бюджетом. Результаты диссертационного исследования использованы при работе на российском фондовом рынке при помощи финансового брокера Ittrade.

**«і**

Публикации по проблематике диссертационного исследования автором опубликовано 3 научные статьи и препринт диссертации (авторский вклад 1,75 п. л. )

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений. Общий объем диссертации 214 страниц.

\* Во введении обосновывается актуальность темы исследования,  
формулируются цели, задачи, теоретическая и практическая значимость  
исследования, его предмет и объект, теоретические и методологические  
основы работы и ее научная новизна, выделяются основные положения,  
выносимые на защиту.

В первой главе - «Финансовые риски и их проявление в экономике России» - уточнено содержание категории финансовый риск, выделены его сущностные характеристики, определены функции, классификация и

\* описано их проявление в экономике России.

Во второй главе - «Методики оценки финансовых рисков» -уточнены основные подходы к оценки рисков финансовых активов, описана методика управление рисками.

В третьей главе - «Портфельный подход к оценке финансовых

рисков» - предложена система показателей, определяющих выбор

инвестиционных стратегий при формировании инвестиционного портфеля,

k и разработана методика выбора финансовых активов и оценки их рисков

при работе на фондовом рынке.

В заключении обобщены результаты исследования, сформулированы выводы и предложения научного и практического характера.

**%**

## Финансовый рынок как многоплановое понятие

Объектом настоящего исследования является финансовый рынок и финансовые риски. Не преследуя здесь цели подробного описания структуры финансового рынка и теоретических основ функционирования рыночных механизмов, попробуем дать краткую характеристику современной финансовой среды.

Финансовый рынок является многоплановым понятием. В широком смысле следует говорить о рынке как об инвестиционной среде, в которой осуществляется воздействие на экономическую систему различных агентов. В данной работе термин "финансовый рынок" будет использоваться для обозначения механизмов и инфраструктуры, посредством которых проявляются спрос и предложение на финансовые активы1.

Спектр финансовых инструментов чрезвычайно широк. В первую очередь это денежные средства, обращающиеся в форме мировых валют, ценные бумаги, драгоценные металлы. Перечисленные активы принято называть основными или базисными, т.к. их цена определяется непосредственно экономическими факторами. Производные (сложные) финансовые инструменты, называемые также деривативами, обращаются на основе уже имеющихся базисных активов, при этом цена последних является одним из факторов, формирующих стоимость производных инструментов. Примерами производных инструментов являются форвардные и фьючерсные контракты, свопы, опционы, конвертируемые облигации.

## Основы оценки и управления финансовыми рисками

Управление рисками является важной стратегической составляющей в деятельности любой организации, ориентированной на получение стабильных прибылей и эффективную работу. Администраторы по управлению рисками, то есть те, кто направляет и/или координирует работу по учету множественных факторов риска и принятию адекватных управленческих решений. — профессия новая, находящаяся в процессе становления. Для того чтобы понять, в чем состоит управление риском и каковы функции руководящих работников, занятых в этой области, необходимо ознакомиться с этапами эволюции понимания роли управления в современных условиях.

В качестве прикладной науки управление рисками стало восприниматься относительно недавно, и. являясь одной из самых молодых экономических дисциплин, пока еще заметно страдает от отсутствия устоявшей терминологии. И хотя указанная проблема зачастую замалчивается, о её серьезности говорит хотя бы широчайший разброс во мнениях относительно того, что именно следует относить к области управления рисками.

Как самостоятельная область знаний управление рисками получило развитие лишь в XX столетии, когда мировая рыночная экономика неоднократно переживала серьезные преобразования. Это привело к тому, что из вспомогательной — и зачастую необязательной - составляющей организационной экономической политики управление рисками превратилось в неотъемлемый компонент коммерческой деятельности любой организации.

Следует отметить, что истоки управления рисками можно отыскать еще в конце прошлого столетия, когда особую популярность получило страхование от возможных убытков. К тридцатым годам нынешнего века практически в каждой компании существовала должность «страхователя».

Страхователь занимался приобретением для своей компании страховых полисов на случай неожиданных убытков (в результате пожаров, наводнений и т. п.). Сам страхователь являлся, по сути, простым покупателем страховки, не особенно сведущим в страховых делах, своего рода «страховым секретарем» своей компании, и при заключении страховых договоров вынужден был всецело полагаться на советы страхового агента относительно типов и условий предлагаемых страховок. Учитывая, что страховой агент получал комиссионные с продажи страховых полисов, конфликт интересов оказывался потенциально неизбежным.

В качестве ответной реакции на указанное противоречие интересов штатные страхователи постепенно превратились в знатоков страхового дела и стали именоваться «страховыми управляющими». Страховые управляющие играли всё ту же роль делопроизводителей, что и страхователи, однако были досконально осведомлены в вопросах существующих расценок и условий, предлагаемых страховщиками услуг.

Страховые управляющие, в полном соответствии с номенклатурным наименованием их должности, по-прежнему занимались исключительно вопросами страхования.

## Генезис моделей оценки финансовых активов: этапы развития портфельной теории

Рассмотрим одну из самых актуальных задач современного финансового управления, а именно портфельный менеджмент. Портфельный менеджмент, т. е. формирование инвестиционного портфеля ценных бумаг, берет свое начало примерно с тех времен, когда появились сами ценные бумаги, и является следствием естественного нежелания инвестора полностью связать свое финансовое благополучие с судьбой только одной компании. Методология же инвестиционного менеджмента начала складываться в двадцатые годы с появлением понятия "истинной" цены (fair price) акции. Задача инвестора состояла в том, чтобы приобрести недооцененные акции, чья рыночная цена на момент покупки ниже истинной, и избавиться от переоцененных бумаг и тем самым получить в перспективе максимальную прибыль. Эта цель не менее актуальна и сейчас.

Речь пойдет, прежде всего, о "западной классической" теории инвестиций, т. е. о теории, которая возникла и развивалась исходя из потребностей экономических агентов стран с развитой рыночной экономикой. За сравнительно короткий период, начиная с 50-х гг. этого столетия, она получила столь значительное распространение среди экономистов, что обычно говорят о ее революционном развитии.

В последние десятилетия рынки капитала претерпели значительные изменения. Соответствующим образом изменилось и управление финансами в начале 1960-х годов термин «распределение активов» еще не существовал. Традиционный подход заключался в том, чтобы «не складывать все яйца в одну корзину». Инвестирование средств в различные активы повышает вероятность того, что вы не выиграете и не проиграете на всех одновременно. Тем самым преимущество диверсификации состоит в меньшем количестве вариантов возможных последствий.

Среди финансовых менеджеров и в научных кругах уже долгое время идут споры о степени эффективности «рынка капитала»44. Эти дискуссии не беспредметны. Ведь чем неэффективнее рынок, тем больше у его участников возможностей проявить свои таланты и получить прибыль выше среднего уровня. Существование различного рода рыночных аномалий вроде бы указывает на то, что рынки капитала недостаточно эффективны. Прогресс в сфере информационных технологий, несомненно, должен повысить эффективность рынка.

Впечатляющий рост использования индексных фондов служит явным доказательством того, что эта проблема представляет не только научный интерес. На эффективном рынке капитала можно ожидать, что активное управление, которое стоит денег, снизит со временем эффективность ниже среднего уровня.

По проблемам портфельных инвестиций выпущены академические учебники, читаются курсы во всех ведущих экономических вузах мира, проводятся научные разработки и защищаются диссертации. Вместе с тем, анализ генезиса развития теории портфельных инвестиций позволяет сделать важные выводы и о макроэкономических тенденциях стран с переходной экономикой, к которым относится и Россия.