Талалаева Наталья Сергеевна. Управление финансовыми рисками на фондовом рынке : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Талалаева Наталья Сергеевна; [Место защиты: Волгогр. гос. ун-т].- Волгоград, 2008.- 166 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/490

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Теоретические концепции финансовых рисков на фондовом рынке 12

1.1 Сущность и классификация финансовых рисков 12

1.2 Фондовый рынок как детерминант финансовых рисков 35

1.3 Методы и инструменты управления финансовыми рисками на фондовом рынке 49

Глава II. Анализ управления финансовыми рисками на фондовом рынке с применением производных финансовых инструментов 68

2.1 Стратегии поведения экономических субъектов фондового рынка в условиях финансовых рисков с привлечением производных финансовых инструментов 68

2.2 Развитие рынка производных финансовых инструментов в России 84

2.3 Влияние производных финансовых инструментов на уровень финансового риска российского фондового рынка 101

Глава III. Оценка эффективности стратегий с использованием производных финансовых инструментов на фондовом рынке 116

3.1 Модель количественной оценки эффективности стратегий с использованием производных финансовых инструментов на фондовом рынке 116

3.2 Применение модели количественной оценки эффективности стратегий с применением производных финансовых инструментов 130

Заключение 140

Список литературы 146

Приложения 162

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Каждый новый этап развития экономических отношений характеризуется расширением набора рисков финансовой деятельности. Именно финансовые риски в большей степени способны нарушить стабильность функционирования экономической структуры и снизить ее эффективность.

Среди финансовых рисков, возникающих в процессе деятельности экономического субъекта, систематические или рыночные риски представляют наибольшую опасность. Это обусловлено их особым составом и глобальным влиянием на все экономические процессы, протекающие в обществе. Подверженность рыночным рискам - валютному, процентному, ценовому и пр., приводит участников фондового рынка к поиску подходящих методов защиты в ходе управления систематическими финансовыми рисками. Значимость проблемы управления бизнесом в условиях риска возрастает параллельно со стремлением экономических субъектов повысить эффективность своей деятельности и целевой направленностью государства на достижение стабильности в обществе.

В условиях неустойчивости мировых рынков, перерастающей в финансовые кризисы, появилась необходимость не только совершенствовать механизмы управления несистематическими рисками, присущими каждому субъекту рынка, но и развивать подходы к защите от систематических риском посредством применения производных финансовых инструментов. Экономика России напрямую зависит от силы противостояния экономических субъектов финансовым рискам, которые могут быть минимизированы с помощью деривативов. В этой связи возникает проблема использования производных финансовых инструментов бумаг, в качестве основных инструментов управления финансовыми рисками на фондовом рынке, оценки их влияния на уровень волатильности рынка и эффективности стратегий с их участием.

Подобные вопросы недостаточно исследованы в аналитическом и практическом аспектах и являются в настоящее время чрезвычайно актуальными, имеющими существенное значение для экономических субъектов, осуществляющих финансовые операции в условиях увеличивающейся волатильности фондового рынка.

**Степень разработанности проблемы.**Укрепление позиций фондового рынка в российском экономическом пространстве, расширение проводимых на нем операций обусловили возрастающий интерес к проблемам функционирования экономических субъектов в условиях финансового риска.

Основы классических подходов к исследованию финансовых рисков заложены Дж. Кейнсом, Н. Луманом, Ф. Найтом, А. Пигу, П. Самуэльсоном, И. Шумпетером, К. Эрроу и др.

Работы зарубежных исследователей отличаются индивидуальностью определения финансовых рисков и их классификации. Способы управления финансовыми рисками специфицируются в зависимости от сферы, масштабов деятельности и целей экономического субъекта.

В отечественной литературе теоретические и практические исследования по проблемам связанным с \* определением, классификацией и управлением финансовыми рисками, в том числе на фондовом рынке, отражены в работах А.А. Афанасьева, В.В. Беспалова, Е.В. Владыкиной, Н.В. Клочковой, Е.А. Кондратюк, *ЯМ.*Миркина, Т.В. Никитиной, Я.В. Парамонова, В.А. Татьянникова, Д.П. Тукмаковой, СВ. Филинова, А.С. Шапкина, В.А. Шапкина и др.

Развитию рынка производных финансовых инструментов, их использованию при проведении операций и построении стратегий на фондовом рынке в условиях риска посвящены работы П.Ю. Антонова, А.Г. Бабаяна, Ю.В. Бородач, А.Н. Буренина, С.Н. Волкова, П.А. Вьюнова, А.В. Талановой, И.А. Дарушина, И.В. Дорожкина, М.А. Каневой, В.В. Рудько-Селиванова, С.А. Руденко, Т.Ю. Сафоновой, И.Г. Сергеевой, А.Ю. Скороход, Д.А. Федосеева и других, а также зарубежных экономистов:

Ф. Блэка, Д--Э. Бэстенса, Л. Галица, К.Б. Коннолли, Ю-Д. Люу, Дж.Ф. Маршалла, С. Росса, К. Рэдхэда, С. Хьюса, М. Шоулза, У. Шарпа и др.

Несмотря на то, что в современной научной литературе представлены теории, выдвинуты предположения, описаны схемы использования производных ценных бумаг как инструментов управления финансовыми рисками, не сформировано целостное представление о существовании деривативов в аспеїсге финансового риска и их использовании в финансовых стратегиях на фондовом рынке.

Выявленная актуальность, теоретическая и практическая значимость проблем функционирования и применения производных финансовых инструментов при построении финансовых стратегий на фондовом рынке в условиях риска обусловили расстановку акцентов, выбор темы и построение структуры диссертационного исследования. Научные результаты большинства перечисленных исследователей послужили основой для более глубокой разработки его вопросов.

**Целью диссертационной работы**является теоретико-методическое обоснование воздействия производных финансовых инструментов на финансовые риски фондового рынка при различных стратегиях управления рисками.

Достижение этих целей потребовало решение следующих задач:

исследовать теоретические основы существования финансовых рисков и уточнить их специфику на основе классификации;

показать возникновение и присутствие финансовых рисков на фондовом рынке;

выделить стратегии с применением производных финансовых инструментов среди основных стратегий поведения экономических субъектов на фондовом рынке;

проанализировать основные этапы развития отечественного рынка производных ценных бумаг;

— установить влияние производных финансовых инструментов на  
финансовые риски;

- разработать методические основы.оценки эффективности стратегий  
с применением-производных финансовых инструментов.

**Объектом исследования**выступают финансовые риски на современном российском фондовом рынке.

**Предметом исследования**являются стратегии управления финансовыми, рисками с использованием производных финансовых инструментов на фондовом рынке.

**Теоретической, основой работы**послужили концепция взаимосвязи уровня риска и доходности, теория рефлексивности, модель оценки опционов и другие теории, изложенные в работах отечественных и зарубежных авторов по проблемам управления финансовыми рисками и стратегического применения производных финансовых инструментов.

**Методологическую**базу **исследования**составили общенаучный формально-логический метод, приемы структурно-функционального и корреляционно-регрессионный анализа, методы обобщения, индукции и дедукции, статистические методы обработки информации (графического и табличного представления данных).

**Нормативно-правовая основа**сформирована автором исходя из проектов и действующих нормативные документов Российской Федерации, касающиеся фондового рынка и сектора производных финансовых инструментов.

**Информационно-эмпирическую**базу **исследования**составили фактические материалы биржевых и финансовых институтов, материалы научных конференций и семинаров по изучаемой тематике, информация экономического характера, опубликованная в периодической печати и размещенная в справочно-правовой системе «Гарант Платформа F1 Эксперт», информационные ресурсы официальных и тематических сайтов в сети Интернет. В качестве статистической базы использовались материалы

НП «Фондовая биржа «Российская Торговая Система».

**Основные положения работы, выносимые на защиту.**

1. Совершенствование финансово-кредитных механизмов, расширение услуг на фондовом рынке и программно-технического обеспечения, повышение эффективности деятельности экономических субъектов происходит в условиях наличия несистематических и систематических (рыночных) рисков, причем финансовые риски несистематического характера в результате совокупного и целенаправленного действия участников рынка способны провоцировать возникновение некоторых систематических рисков, вследствие чего происходят изменения на макроэкономическом уровне.
2. Управление финансовыми рисками представляет собой систему методов и инструментов, принципов разработки, принятия и реализации решений в условиях неопределенности. К методам управления финансовыми рисками относятся: идентификация и анализ рисков, оценка, элиминирование и обеспечение защиты. Содержание процесса управления характеризуется последовательным применением методов, которые соответствуют функциям управления - планированию, организации, контролю, мотивации и координации. Методы идентификации и анализа риска, оценки и элиминирование явно соответствуют функции планирования и неявно -функции организации. Метод обеспечения защиты соответствует в явном виде функциям контроля и координации, элиминирование в неявной форме обеспечивает выполнение функции контроля.
3. В условиях развития глобальной экономики, создания новых информационных технологий и финансовых инноваций, совершенствования инфраструктуры финансового рынка связь субъектов на фондовом рынке носит рекурсивный характер, что усиливает процесс рефлексивного взаимодействия, одним из факторов которого является финансовый риск. Рефлексивное поведение порождает неравновесность рынка, в силу чего возрастает необходимость использования производных финансовых

инструментов с целью управления финансовыми рисками систематического характера.

1. В развитии российского рынка производных финансовых инструментов, интенсивность которого обусловлена, в частности, усилением влияния систематических финансовых рисков на деятельность экономических субъектов, выделены следующие этапы: пореформенный (1992-1997гг.), посткризисный (1997-2000гг.), этап динамичного развития и построения инфраструктуры рынка (2000-2005гг.), технического, финансового и правового совершенствования (2005-2008гг.). Стремительное развитие рынка производных инструментов усиливает акцент исследования на проблему взаимосвязи деривативов и финансовых рисков.
2. Позитивные тенденции развития рынка производных финансовых инструментов связаны с социально-экономическими эффектами защитного механизма деривативов. Участники фондового рынка прибегают к использованию производных инструментов не только в защитных, но и в спекулятивных целях, что усиливает положительную динамику развития рынка производных финансовых инструментов. Вследствие этого объем российского рынка производных финансовых инструментов значительно превышает объем рынка базовых активов, что идентифицирует рост волатильности фондового рынка, которая отражает величину систематического финансового риска.
3. Среди основных характеристик опционного контракта, используемого на российском рынке не только при хеджировании, но и в стратегиях, создающих прибыль вне зависимости от направления движения цены акции или фьючерса, величина, отражающая ускорение изменения стоимости опциона, является индикатором получения дохода и рассматривается как показатель эффективности таких стратегий.

**Научная новизна исследований**заключается в следующем: - уточнена сущность систематического (рыночного) риска как вероятности потерь или приобретений, возникающих вследствие обмена

несистематическими рисками между экономическими субъектами фондового рынка, что позволяет преодолеть ограниченное понимание рыночного риска как вероятности потерь, связанных с неблагоприятными изменениями финансовых рынков;

систематизированы функции управления, соответствующие им методы и инструменты управления финансовыми рисками, что позволило определить место и роль производных финансовых инструментов в процессе управления финансовыми рисками на фондовом рынке;

разработана модель взаимодействия субъектов фондового рынка, основанная на рефлексивном поведении участников и рекурсивной связи их состояний, что позволило обосновать необходимость использования производных финансовых инструментов как специфичного инструментария управления финансовыми рисками, обеспечивающего повышение эффективности деятельности субъектов фондового рынка;

выделены этапы развития рынка производных финансовых инструментов в России, определяемые общим состоянием фондового рынка, степенью развития его законодательной базы, уровнем организации торговли деривативами и целевой направленностью стратегий участников производного рынка, что позволило выявить приоритеты и вектор эволюционного развития рынка производных инструментов в условиях экономических преобразований;

установлено, что волатильность фондового рынка может выражаться через показатель соотношения общего объема торгов производными финансовыми инструментами и объема торгов базовыми активами; показано, что с ростом этого показателя волатильность фондового рынка может как увеличиваться, так и уменьшаться, что оказывает влияние на устойчивость экономических субъектов фондового рынка;

разработаны рекомендации по повышению эффективности использования субъектами фондового рынка производных финансовых инструментов на основе количественной оценки и интерпретации показателя,

отражающего ускорение изменения цены опциона относительно цены базового актива, что позволяет участнику фондового рынка повышать размер накопленной прибыли **с**учетом волатильности рынка.

**Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования**состоит в расширении научного представления о привлекательности использования производных финансовых инструментов на российском фондовом рынке и выявлении проблемы увеличения уровня финансового риска из-за увеличения спекулятивных стратегий с участием деривативов и значительного превышения объемов производных финансовых инструментов над объемами основных активов, что служит обоснованием необходимости повышения внимания государственных и финансовых структур к методам управления финансовыми рисками посредством производных финансовых инструментов при долгосрочном прогнозе, в связи с неоднозначностью их действия.

Сформулированные в диссертационной работе положения и выводы развивают и дополняют ряд аспектов теории фондовых рынков, теории управления рисками в условиях повышения его волатильности, и могут служить теоретической основой для разработки концепций и стратегий развития систем управления экономических субъектов, совершенствования методов и инструментов управления рисками, а также могут быть использованы при разработке соответствующими органами нормативных актов и рекомендаций по развитию фондового рынка в Российской Федерации. Отдельные положения диссертации могут быть использованы в учебном процессе при преподавании курсов «Финансовый менеджмент», «Финансовые риски», «Финансовая инженерия».

**Апробация результатов исследования.**Основные положения и выводы диссертации докладывались на международных и региональных научно-практических конференциях в Волгограде, Пензе в 2007 - 2008 гг.

**Публикации.**На основе материалов исследования опубликовано 7 работ общим объемом авторского вклада 2,5 п.л., в том числе одна в издании,

рекомендованном ВАК.

**Структура и содержание диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих 8 параграфов, заключения, списка использованных источников и литературы, приложений. Объем диссертации составляет 166 страниц.

**1. Теоретические концепции возникновения и развития финансовых рисков на фондовом рынке *1.1 Сущность и классификация финансовых рисков***

Любая хозяйственная деятельность всегда несет в себе элементы риска. Однако в литературе до сих пор отсутствует единый подход к определению данного понятия. Отсутствие единого определения риска обусловлено многоаспектностью, сложностью и противоречивостью этого явления. Николас Луман утверждал, что подробных исследований по истории слова и понятия «риск» нет, поскольку оно появляется поначалу относительно редко и в очень разных предметных областях, но мореплаванье и морская торговля являлись важными сферами его применения.1 Наиболее активно стали изучать различные аспекты риска в конце XIX - в начале XX века, тогда трактовка риска в экономической науке коснулась отделения понятия «риск» от понятия «неопределенности».

Если риск характерен для производственно-экономических систем с массовыми событиями, то неопределенность существует, как правило, в тех случаях, когда вероятности последствий приходится определять субъективно из-за отсутствия статистических данных за предшествующие периоды. Такой подход к интерпретации категорий риска и неопределенности принят неокейнсианской школой, позицию которой отражает Фрэнк Найт, указывая на практическую разницу между рассматриваемыми понятиями, состоящую в том, что «в первом случае распределение результатов в группе известно (что достигается путем априорных вычислений или изучения статистики предшествующего опыта), а во втором - нет». . С позиции неоклассической школы, представителями которой являлись А. Маршалл, А. Пигу, Т. Бачкаи, Д. Мессена и др., понятия риска и неопределенности тождественны.

В современном мире неопределенность во многом связана с

1 Луман, Н. Понятие риска /Н. Луман // Thesis. - 1994. - вып.5. - с. 141

2 Найт, Ф. Понятия риска и неопределенности /Ф. Найт // Thesis. - 1994. - вып.5. - с. 10

отсутствием достаточной информации при принятии оптимального решения, либо ее избытком, приводящим к затруднению при выборе подходящего решения. Неопределенность может возникать при невозможности охвата полного информационного потока внешней среды, при невозможности четкой постановки целей или определения действий. При проведении финансовых операций информационная неопределенность приводит к временной неопределенности, то есть неопределенности, касающейся продолжительности операции, времени поступления информационного сигнала, например, времени покупки или продажи актива, изменения характеристик потоков платежей и т.д.

Субъект может изменить состояние неопределенности, приступив к действию, тогда состояние неопределенности переходит в риск, отсрочив действие, тем самым, отсрочив подобный переход либо вообще отказавшись от его реализации, исключив риск. B.C. Романов, считая риск сложным понятием, имеющим своей причиной неопределенность и тесно связанным с вероятностными процессами, связывает его с «деятельностью предприятия, вне зависимости от того, является ли она активной или пассивной».3Будучи неразрывно связанным с действием, риск, по сути, является некоторой прогностической оценкой возможности или последствий его осуществления. Очевидно, что подобная оценка должна предварять действие.

Первым исследователем, сделавшим попытку привести неопределенность и риск к экономическому знаменателю, является Ф. Найт, который выдвинул положение о том, что вся подлинная прибыль связана с неопределенностью. П. Самуэльсон поясняет: «Неопределенность порождает несоответствие между тем, чего люди ожидают, и тем, что действительно происходит. Количественным выражением этого несоответствия и является прибыль (или убыток)».4 Восприятие риска как неопределенности экономической деятельности основывается на выборе проекта для

3 Романов, B.C. Понятие рисков в экономической деятельности / B.C. Романов. - Интернет-ресурс:

: по состоянию на 12.11.2006г.

4См: Самуэльсон, П. Экономика / П. Самуэльсон. - М.: МГП «Алгон» ВНИИСИ, 1993. - 120с.

реализации при условии его обоснованности (выполнения критерия «затраты-выгоды»). Поведение экономического субъекта становится подобным поведению хеджера, целью которого является сокращение разрывов между ожидаемым и действительным исходами. В рамках данной концепции о риске говорят, когда возникает отклонения между фактическим и прогнозируемым результатом, которые имеют место в силу большого числа неопределенных факторов. Причем, при неблагоприятном результате имеет место отрицательное отклонение, положительное - если фактический результат благоприятнее, чем ожидалось.

Финансисты склонны определять риск через «опасность потерь», поскольку любая финансовая операция производится, прежде всего, с целью получения прибыли, всегда существует опасность не достичь этой цели и еще хуже - понести потери. Трактовка риска как опасности переросла в концепцию. Сначала Н. Луман отделил понятия «риск» и «опасность» и объяснил: «Различение предполагает, что существует неуверенность относительно будущего ущерба. Либо возможный ущерб рассматривается как следствие решения. Тогда мы говорим о риске решения. Либо же считается, что причины такового ущерба находятся вовне, т.е. вменяются окружающему миру. Тогда мы говорим об опасности».5 Позднее концепция риска как опасности, характеризующаяся сосредоточенностью на традициях, приводящей к оборонительной линии поведения, получила широкую сферу применения: природа, техносфера, общество, экономика.

Источником опасности является действие, совершаемое субъектом и переводящее неопределенность в риск, которое В.А. Акимов определяет как «...ограниченный в некоторой сфере деятельности процесс, деятельность или состояние определенного объема окружающей организацию среды, способные привести к ее реализации в той или иной форме, сопровождающиеся возникновением негативных воздействий, потерями, формированием неблагоприятных условий для организации и в окружающей

5 Луман, Н. Понятие риска / II. Луман // Thesis. - 1994. - вып.5. - с.150

ее среде».6 Снижение опасности сопряжено с распределением ресурсов для сокращения вероятности негативных событий. Так как риск чаще всего связывают с негативными ситуациями, являющимися опасными, показателем риска в рамках указанной концепции является произведение вероятности негативного события на ущерб от него, а уменьшение этих составляющих является одной из задач управления риском.

Связь риска и прибыли послужила основой концепции восприятия риска как возможности. Риск во имя прибыли приводит к желанию инвестировать и к агрессивному поведению, целью которого является быстрое достижение позитивных результатов. А. Смит отмечал, что «достижение даже обычной нормы прибыли всегда связано с большим или меньшим риском». П. Хейне пояснял: «...прибыль возникает по причине неопределенности, в отсутствии которой все, относящееся к получению прибыли, было бы широко известно, все возможности ее получения были бы полностью использованы, следовательно, прибыли везде равнялись бы нулю».8 В силу существования возможности приобретения дополнительного дохода наряду с риском потерь, экономический субъект проявляет готовность идти на риск в условиях неопределенности. И. Шумпетер отмечал, что если риски не учитываются в хозяйственном плане, тогда они становятся источником, с одной стороны, убытков, а с другой - прибыли.9

Современная экономика, имеющая ускоренные темпы изменений, порождает огромное количество сложных рисков, которые существенно влияют на функционирование экономических институтов. Е.Н. Николаева отмечает: «Настоящий период развития российской экономики характеризуется нарастанием факторов неопределенности: неустойчивость производственных связей, инфляция, высокие процентные ставки по

6Акимов, В.А. Риски в природе, техносфере, обществе и экономике / B.A. Акимов, В.В. Лесных, Н.Н. Радаев. - М.: Деловой экспресс, 2004. - с. 151

7 Смит, А. Исследования о природе и причинах богатства народов (книги І-ІП) / А. Смит. - М: Наука, 1992. -  
с.234

8 Акимов, В.А. Риски в природе, техносфере, обществе и экономике / В.А. Акимов, В.В. Лесных, Н.Н.  
Радаев. - М.: Деловой экспресс, 2004. - с. 150

9 Шумпетер, И. Теория экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, капитала,  
процента и цикла конъюнктуры) / И. Шумпетер. — М.: Прогресс, 1982. — с.21

кредитам, диспаритет цен и многие другие»:10 Зарубежные экономисты выделяют следующие факторы неопределенности в условиях. «НОВОЙ' экономики», которые стимулируют значительные преобразования, а также создают рискованную атмосферу бизнеса:

технологии и Интернет;

растущая глобальная;конкуренция;:

увеличение свободы торговлии инвестиций в мировом масштабе;

применение; сложных финансовых инструментов;

ослабление государственного регулирования в основных отраслях экономики;'

изменение организационных структур- в; результате сокращения, реинжениринга и слияния;

растущие ожидания потребителей продукции и услуг;

рост количества слияний:11 . \*

Указанные факторы присущи и экономике России: Отметим? особую значимость трех из них:

1. отсутствие законодательства; регулирующего виды, деятельности с использованием новых, финансовых; инструментов, является основным фактором неразвитости отечественного финансового сектора экономики в условиях повышающегося риска проведения\*финансовых операций;
2. появление новых финансовых инструментов происходит, на фоне низкой капитализации" институтов: инфраструктуры в условиях высокой волатильности финансового рынка; России в целом,, что отражается на ситуации их использования;
3. возникновение неопределенных ситуаций нового, типа с расширением интернет технологий сопряжено с ^сформировавшейся

10 Николаева, Н.Ю. О проблемах анализа риска и; неопределенности в экономических и социальных  
системах // H.KX Николаева // Математические методы и информационные технологии в экономике,.  
социологии и образовании: сб.статей. — Пенза: Пензенская гос. технолог, академия, 2007. — с.262

11 Бартон, Т. Комплексный подход к риск-менеджменту: стоит ли этим заниматься: пер. с англ. / Т. Бартон,  
Уил. Шенкир, П. Уокер. - М.: Издательский дом «Вильяме», 2003. - с. 12-13

структурой проведения финансовых операций посредством виртуальной сети, с их слабой защитой и безопасностью.

Процесс развития финансовых институтов в России происходит параллельно с зарождением различных способов поведения. Доминирование одного из них в тот или иной период времени обусловлено институциональными отношениями, структурой финансовых связей и особенностями развития экономики. Поиск приемлемых схем поведения, сопряженных с неопределенностью, приводит к появлению нестабильности финансовых процессов, немаловажную роль при этом играет время. Акцент на фактор времени и неопределенности отражен в гипотезе финансовой нестабильности X. Мински. Согласно этой гипотезе «финансовому капитализму присущ фундаментальный недостаток: любой успех в ограничении развития кризиса приводит к дальнейшему увеличению рисков. В свою очередь, этот недостаток является следствием усложнения финансового устройства экономики, в которой капитальные активы характеризуются устойчивой тенденцией к расширению».12 Рисковое покрытие области финансовой деятельности является неотъемлемой частью рыночных отношений.

В условиях реформирования финансовых отношений экономическим субъектам необходимо изменить отношение к рискам, воспринимая их ни как дополнительные трудности в предпринимательской деятельности, а как результат нормального функционирования экономики, требующий разработки новых методов принятия решений и управления финансовой деятельностью. Следствием концепции восприятия риска как возможности является общественный прогресс, а в инновационной сфере — научно-технический прогресс, так как риск ориентируется на поиск новых способов получения значимых результатов. Тем самым он позволяет преодолевать консерватизм, догматизм, косность, психологические барьеры, препятствующие внедрению новых, перспективных видов деятельности,

12 Несветайлова, А. Экономическое наследие Хаймана Мински / Л. Несветайлова // Вопросы экономики. -2005. -№3.- с. 101

стереотипы, выступающие тормозом общественного развития, и обеспечивать осуществление инициатив, новаторских идей, социальных экспериментов, направленных на достижение успеха. С другой стороны, риск ведет к авантюризму, волюнтаризму, субъективизму, торможению социального прогресса, к тем или иным социально-экономическим и моральным издержкам, если в условиях неполной исходной информации, ситуации риска альтернатива выбирается без должного учета объективных закономерностей развития явления, по отношению к которому принимается решение. Разнонаправленные следствия восприятия риска как возможности раскрывают его дополнительную черту — противоречивость.

Природа человека такова, что все его усилия направлены на сбережение своей жизни, достижений и накоплений, преумножение позитивного, и как противоположность, существует чувство опасности потери всех благ. Опасность как субъективное чувство возникает в процессе принятия или непринятия решения, либо когда сложившиеся обстоятельства могут ухудшить финансовое состояние субъекта. Риск же существует как на стадии выбора решения, так и на стадии его реализации. Н. Луман утверждал, что «свободного от риска поведения не существует». При осуществлении финансовых операций решение принимается в пользу одной из альтернатив, как правило, противоположных по сути или противоречивых. Альтернативность предполагает необходимость выбора из двух или нескольких возможных вариантов решений, направлений, действий. Отсутствие возможности выбора снимает вопрос о риске. Там, где нет выбора, не возникает рискованная ситуация и, следовательно, не будет риска. В зависимости от конкретного содержания ситуации риска альтернативность обладает различной степенью сложности и решается различными способами. Если в простых ситуациях выбор осуществляется, как правило, на основании прошлого опыта и интуиции, то в сложных ситуациях необходимо дополнительно использовать специальные методы и методики. Заметим, что

13 Луман, Н. Понятие риска/ Н. Луман // Thesis. - 1994. - вып.5. - с.155

степень рискованности зависит в большей мере от субъекта, принимающего решение, ибо люди неодинаково воспринимают одну и ту же величину экономического риска в силу различия нравственных, психологических, идеологических принципов и установок.

Неопределенность, противоречивость и альтернативность являются основными свойствами риска. Причем акцент на первые два свойства встречается в работах многих отечественных и зарубежных авторов, а «альтернативность как свойство риска» ' отмечают всего несколько ученых (А.П. Альгин, Г.Б. Клейнер). Хотя, по мнению автора, альтернативность — это немаловажное свойство риска, выступающее основой различных управленческих процессов.

На финансовом рынке негативное отношение субъекта к риску, как к событию, приносящему ущерб, смягчается возможностью получения финансовой удовлетворенности. Человек, «готовый рискнуть», проводя какие-либо финансовые операции, руководствуется, прежде всего, желанием обогатиться, а уж затем рассматривает возможность негативных последствий. Между тем, переход общества к новым экономическим формациям приводит к усложнению механизмов устройства функционирования финансовых отношений. Динамически развивающееся общество с высокой степенью информатизации и технического обеспечения обуславливает необходимость новых подходов к осознанию риска и отношению к нему. Эмоциональное отношение субъекта к слову «риск» в современном обществе имеет негативный оттенок. Человек, на первый взгляд, интерпретирует «риск», в первую очередь, как наступление обстоятельств, несущих какой-либо ущерб, но существует иная сторона риска — возможность получения дополнительного источника средств.

В процессе деятельности субъект экономических отношений сталкивается с различными видами рисков, которые различаются между собой по месту и времени возникновения, совокупности внешних и

14 Куроптев, Н. Уточнение к понятийному аппарату / Н. Куроптев // РИСК. - 2004. - №4. - с.31

внутренних факторов, влияющих на их уровень, а, следовательно, по способу их анализа и методам их описания. Четко определить место каждого риска в их множестве позволяет научно обоснованная классификация рисков. Целью классифицирования рисков является попытка их разделения для упрощения исследования и анализа, а также разработки эффективных механизмов управления. Процедура классификации рисков сопряжена со сложной проблемой классификации рискообразующих факторов, поскольку именно они обуславливают особенности конкретного вида деятельности и специфические черты неопределенности, в условиях которой осуществляется эта деятельность.

В современной теории существует большое количество классификаций рисков в зависимости от специфики экономической деятельности. Отдельно классифицируются инвестиционные риски, риски на рынке недвижимости, производственные риски и пр. Структура классификации рисков, как систематизации их множества на основании признаков и критериев, позволяющих объединить подмножества рисков в общие понятия, зависит от мотивации субъекта, ее проводящего. Наиболее важными элементами, положенными в основу классификации рисков, на наш взгляд, являются: основные факторы возникновения и характер последствий.

*По факторам возникновения*риски подразделяются на политические, природно-естественные, экологические, транспортные, имущественные, производственные, финансовые. Последняя тройка рисков образует класс коммерческих или предпринимательских рисков, представляющих собой опасность потерь в процессе финансово-хозяйственной деятельности и являющиеся основной частью экономических рисков.

*По характеру последствий*риски подразделяются на чистые и спекулятивные. Чистые риски предполагают возможность только негативных отклонений в экономической деятельности. Причинами чистых рисков могут быть стихийные бедствия, войны, несчастные случаи, преступные действия, недееспособность организации и др. Спекулятивные риски — это те, в

которых возможно отклонение от результата как в лучшую (получение выгоды), так и в худшую (понесение ущерба) сторону. Причинами спекулятивных рисков могут быть изменение конъюнктуры рынка, изменение курсов валют, изменение налогового законодательства и т.п.

Поскольку финансовую деятельность любого экономического субъекта сопровождают многочисленные риски, которые существенно влияют на результаты его деятельности, то изучению финансовых рисков должно уделяться первостепенное внимание, так как обеспечение стабильного финансового состояния является главной задачей любой экономической структуры.

Исследователи в области теории риска определяют «финансовый риск» в зависимости от области его возникновения:

как вероятность потерь финансовых ресурсов (т.е. денежных средств);15

как возможность невыполнения фирмой своих финансовых обязательств перед инвестором в результате использования для финансирования деятельности фирмы долга;16

как возникновение расходов у некоммерческих организаций и физических лиц в процессе осуществления ими какой-либо деятельности или заключения единичных сделок, не направленных на систематическое получение прибыли;

как вероятность потерь в будущем в результате проведения каких-либо операций в финансовой сфере сегодня;18

как неопределенность результатов будущих прибылей и убытков в инвестиционной или торговой деятельности, заложенная в самой природе финансовых операций;19

15 Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / Е.С. Стоянова, Т.Б. Крылова, И.Т. Балабанова и др.; под ред. Е.С. Стояновой. - М.: шд-во «Перспектива», 1998. - с.442

1 Грабовый, П. Риски в современном бизнесе / П. Грабовый, С. Петрова, С. Полтавцев, К. Романова, Б. Хрусталев, С. Яровенко. - М.: изд-во «Алане», 1994. - с. 58

17 Гульченко, А. Страхование финансовых рисков / А. Гульченко // Финансовый директор. - 2003. - №2(12).  
-Интернет-ресурс: : по состоянию на 10.06.2005г.

18 Бардаева, П. Финансовые риски на российском рынке акций / П. Бардаева. - Интернет-ресурс:  
: по состоянию на 15.07.2005 г.

как вероятность наступления ущерба в результате проведения каких-либо операций в финансово-кредитной и биржевой сферах, совершения операций с фондовыми ценностями, то есть риск, вытекающий из природы этих операции;

как вероятность (угроза) возникновения в связи с неопределенностью в движении финансовых потоков, неблагоприятных, по сравнению с прогнозируемым вариантом, финансовых последствий (убытка, ущерба) или получения дополнительной выгоды (дохода, прибыли), которая может привести к большим финансовым потерям в будущем.21

В большинстве случаев «финансовый риск» определяется либо как «вероятность», которая является, по нашему мнению, количественной мерой риска, либо как «потери», которые логично считать следствием риска. По нашему мнению, финансовый риск, применительно к любому виду деятельности - это, прежде всего, ситуация: а) возникающая при совершении экономическим субъектом целенаправленных действий, сопровождаемых принятием решений; б) исход которой сопряжен с приобретением или потерей некоторой денежной суммы; в) угрожающая нарушением организованных денежных отношений, в процессе которых осуществляется формирование и использование средств для решения экономических, социальных и политических задач.

Вопросы классификации многообразия финансовых рисков подробно изучены в современной экономической литературе. Так аудиторская группа Coopers & Lybrand разработала и изложила в «Общепринятых принципах управления рисками» (Generally Accepted Risk Principles - GARP) обобщенную классификацию финансовых рисков, разделяя их на кредитные,

Беспалов, В.В. Финансовые риски Российского фондового рынка: дне. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Беспалов Владимир Викторович. - Волгоград, 2006. - с.ЗЗ

20 Никитина, Т. Страхование коммерческих и финансовых рисков / Т. Никитина. - СПб.: Питер, 2002. - с.20

21 Парамонов, Я.В. Финансовые риски корпораций: дне. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Парамонов Ярослав  
Викторович. - Москва, 2005. - с.45

операционные и рыночные риски. Каждый из выделенных классов включает следующие виды финансовых рисков: рыночные риски -корреляционный риск, риск по ценным бумагам, процентный риск и валютный риск; кредитные риски — прямой (дефолт или риск контрагента) и внебалансовый риск; операционные риски — риск персонала, риск операционного контроля, риск упущенной выгоды, риск системы и транзакционный риск. Базельский Комитет по надзору за банковской деятельностью, при первом приближении, выделяет следующие риски: рыночный риск, кредитный риск, операционный риск, риск процентных ставок, риск ликвидности, страновой риск, правовой риск, риск деловой репутации.23

Д.П. Тукмакова представляет подробнейшую классификацию коммерческих рисков предпринимательской деятельности, включая в нее и финансовые риски,24 систематизацию которых производят В.В. Беспалов23 и П.Ю. Соловьёв. М.А. Канева уточняет принципы группирования финансовых рисков с учетом перехода к международным стандартам финансовой отчетности и классификации экономических публикаций Американской экономической ассоциации, *ЯЗ.*Парамонов вводит новый признак классификации - организационно-правовая форма субъекта экономических отношений.28 Н.В. Клочкова отмечает специфику западного разделения рисков, заключающуюся в том, что «...в этих странах существует устойчивая банковская система, а также развитые валютный и фондовый рынки. Большинство работ, посвященных вопросам риска, неразрывно

22 Энциклопедия финансового риск-менеджмента / А. Лобанов, А. Чугунов и др.: под ред. А. Лобанова, А.  
Чугунова. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1996. - с.213

23 Core Principles for Effective Banking Supervision. -BCBS, September 199. - p. 12.2

24 Тукмакова, Д.П. Финансовые риски и их страхование: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Дарья Павловна  
Тукмакова. - Казань, 2002. - с.27

25 Беспалов, В.В. Финансовые риски Российского фондового рынка: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 /  
Беспалов Владимир Викторович. - Волгоград, 2006. - с.41-42

26 Соловьёв, П.Ю. Биржевой рынок производных финансовых инструментов: система управления рисками  
и ликвидностью: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Соловьёв Павел Юрьевич. - Москва, 2004. - с.224-226

27 Канева, М.А. Экзотические опционы в управлении финансовыми рисками: дис. ... канд. экон. наук:  
08.00.10 / Канева Мария Александровна. - Новосибирск, 2007. - с. 12-27

28 См.: Парамонов, Я.В. Финансовые риски корпораций: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Парамонов  
Ярослав Викторович. - Москва, 2005. - 153с.

связано с указанными институтами, а также организациями их регулирующими».29 Аналогичная тенденция просматривается и в России, зачастую классификации финансовых рисков привязывают к банковской деятельности, как наиболее развитой и весомой части денежно-кредитной политики, подобное отражено в работах Т.В. Бут30 и Е.А. Кондратюк.

Большая часть исследователей в области финансовых рисков делает акцент на основные виды рисков, признанные в международной практике: кредитный, процентный, рыночный, операционный риски и риск ликвидности.32 Хотя в экономической литературе отсутствует единая классификации финансовых рисков, что затрудняет принятие решений по их оптимизации и требует углубленного анализа состава этих рисков, все же существует всеобщее мнение о разделении финансовых рисков на систематические и несистематические. Такая дифференциация упоминается в большинстве работ лишь как элемент конкретной классификации без подробного определения и взаимосвязи этих рисков. Необходимость тщательного рассмотрения классификации финансовых рисков в разрезе их деления на систематические и несистематические обусловлена тем фактом, что такое дифференцирование «является одной из важных исходных предпосылок теории управления рисками».33

По нашему мнению, исходя из сущности финансового риска, можно утверждать, что его возникновение связано с целенаправленными действиями экономических субъектов, каждый из которых одновременно

Клочкова, Н.В. Управление финансовыми рисками как инструмент управления финансовыми ресурсами энергетических компаний / H.B. Клочкова // Финансы и кредит. - 2007. - №22. - с.46

30 Бут, T.B. Развитие интеграции страхового и банковского бизнеса: автореф. дис. ... к-та экон. наук:  
08.00.10 / Бут Татьяна Викторовна. - Ставрополь, 2007. - с.8

31 Кондратюк, Е.А. Рыночные риски коммерческого банка: методы оценки и управления: дис. ... канд. экон.  
наук: 08.00.10 / Кондратюк Елена Александровна. - М., 2005. - с.34

32 Мнркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и  
механизм развития: дис.... докт. экон. наук: 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. - Москва, 2003. - с.404  
Вьюков, В.Л. Управление портфельными рисками в России / В.Л. Вьюков, С.Н. Ермошин. - Интернет-  
ресурс: : по состоянию на 22.09.2006 г.

Бровчак, СВ. Анализ рисков, возникающих при работе с НПФ / СВ. Бровчак // Управление в страховой компании. — 2007. - №2. - Справочная правовая система «Гарант Платформа F1 Эксперт»: по состоянию на 12.02.2008 г.

33 Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: В 2 т. // И.А. Бланк. - Т.2. - Киев: Эльга: Ника-Центр,

генерирует несистематические и принимает, систематические финансовые риски. Заметим, что определение финансового риска, как ситуации, данное ранее, соответствует несистематическому риску, связанному с функционированием на рынке конкретного единичного экономического субъекта. Что касается - систематических рисков, то в экономической литературе они рассматриваются лишь в структуре классификаций финансовых рисков «по источникам возникновения» без уточнения определения, где под источником понимается единичный объект рынка или система - рынок в целом. Сравнение несистематического и систематического рисков по трем характеристикам (таблица 1) позволяет дать следующее детальное определение последнего. Систематический (рыночный) риск — это ситуация, а) возникающая при осуществлении совокупной деятельности экономических субъектов рынка; б) сопровождающаяся обменом несистематическими рисками; в) приводящая к изменениям на макроэкономическом уровне; г) количественно характеризующаяся вероятностью потерь или приобретений.

**Таблица 1 — Сравнительная характеристика систематических и несистематических финансовых рисков**

Данное определение позволяет расширить основание классификации финансовых рисков на несистематические и систематические — «по источникам (факторам) возникновения», дополнив его количественным составом участников рынка, единичные или множественные действия которых определяют данные риски и их последствия. Рассматривая экономический субъект как рыночную единицу, совершающую определенный набор внутренних и внешних по отношению к другим субъектам . операций, отметим, что только массовая генерация

несистематических рисков этих единиц определяет частичный или полный набор систематических рисков. В этой связи заметим, некорректность тезиса Д.А. Федосеева о процессе полной замены частных рисков системными, так как «замена» с нашей точки зрения подразумевает исчезновение частных рисков, что не соответствует действительности. Но согласимся с его мыслью о бесконечном перераспределении рисков в направлении большей эффективности экономики, которое движется «по направлению к абсолютному оптимальному распределению».34

Несистематические риски - риски, специфические для конкретного рыночного субъекта. Они могут быть связаны с неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковым (агрессивным) финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления ими. Исходя из вида финансового риска как основного классификационного параметра их дифференциации в процессе управления, к несистематическим рискам относятся: риск снижения финансовой устойчивости, риск неплатежеспособности (ликвидности), инвестиционный, кредитный и операционные риски, криминогенный риск и прочие риски, наименее значимые по вероятности возникновения и уровню финансовых потерь.

Рыночные риски - риски, возникающие при смене отдельных стадий экономического цикла, изменений конъюнктуры финансового рынка и в ряде других аналогичных случаях, на которые не может повлиять единичный экономический субъект. К основным систематическим финансовым рискам относятся следующие виды: инфляционный и дефляционный риски, процентный, ценовой и валютный риски.

Взаимодействуя друг с другом, образуя движение финансовых

34 Федосеев, Д.А. Влияние рынка производных финансовых инструментов на риски российской экономики: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Федосеев Дмитрий Александрович. - Владивосток, 2006. - с.61

ресурсов, объекты вырабатывают индивидуальные стратегии поведения на рынке. Рыночные риски зарождаются вследствие соединения, пересечения различных по цели линий поведения и стратегий ведения бизнеса, то есть их источником является совокупное целенаправленное действие всех экономических субъектов. Эти виды рисков отражаются на финансовой деятельности всех участников и всех видах финансовых операций, причем обострение несистематических рисков отчасти является причиной увеличения колебаний на финансовом рынке.

Проследим связь несистематических и систематических рисков на примере рецессии в США конца 2007 начала 2008 гг. Главным событием, приведшим к спаду экономической активности, был ипотечный кризис, субъектами которого в основном являлись домашние хозяйства и коммерческие банки. Для ипотечного кредитования особо важными являются риск потерь доходов в результате изменения процентных ставок и кредитный риск, на этот факт также указывают Л.Ю. Грудцына и А.А. Спектор.35

Долгое время на рынке американской недвижимости наблюдался постоянный рост стоимости его объектов, приводящий к сокращению спроса. Параллельно, банки выдавали субстандартные кредиты (subprime mortgages) - без проверки кредитной истории заемщиков и доходов, без первоначальных взносов. Негативные последствия реализации ценового риска привели к череде цепных реакций снижения финансовой устойчивости участников рынка, а именно: резкое падение цен на недвижимость стало причиной несостоятельности заемщиков, так как сумма ипотечного долга превышала стоимость самого дома. Массовые невозвраты привели к реализации кредитных рисков для каждой финансовой корпорации, специализирующейся на ипотечном кредитовании, несмотря на попытки компенсировать многомиллиардные убытки рыночной стоимостью изъятого

35 Грудцына, Л.Ю. Постатейный научно-практический комментарий к Федеральному закону «Об ипотеке (залоге недвижимости)» / Л.Ю. Грудцына, А.А. Спектор // Деловой двор. — 2007. - Справочная правовая система «Гарант Платформа F1 Эксперт»: по состоянию на 02.02.2008г.

ЗбСиротин, А. Кредитный кризис в Америке / А. Сиротин. - Интернет-ресурс: : по состоянию на 04.02.2008 г.

жилья. Усугубил положение заемщиков и тот факт, что кредиты выдавались под плавающую ставку, что прямо указывает на наличие процентного риска.

Американские банки прекратили выдачу новых кредитов по причине невозврата денег по старым. Как следствие, стали занимать друг у друга, и внутренний показатель LIBOR (London Interbank Offered Rate)37вырос. Закладные, которые оформляют при выдаче ипотечного кредита, являлись обеспечением ценных бумаг, на фондовом рынке с ростом риска их перестали покупать, то есть фондовый рынок отреагировал на реализацию совокупности несистематических рисков падением котировок. Как было замечено Д. Фреинк: «... крупнейшие инвестиционные и брокерские фирмы начали подробный аудит и пересмотр своих кредитных портфелей».39Инвестиционные организации всего мира, начиная от BNP Paribus до Bank of China, констатировали миллиардные вложения в инструменты, подкрепленные низкокачественной ипотекой, тем самым, повышая риск потери собственной финансовой устойчивости.

Таким образом, рыночные риски — ценовой (в секторе недвижимости) и процентный (в кредитном секторе) отрицательно повлияли на ряд несистематических рисков каждого субъекта финансового рынка: 1) на домашние хозяйства - усилив риск неплатежеспособности; 2) на коммерческие банки - усилив кредитный риск, риск снижения финансовой устойчивости; 3) на прочие экономические субъекты - усилив риск снижения финансовой устойчивости. В свою очередь, следствием обращения несистематических рисков этих участников явилась реализация части ценовых рисков фондового сектора, являющихся подвидом рыночных. То есть, некоторые виды рыночного риска послужили импульсом для движения несистематических рисков между различными субъектами финансового рынка с последующим цепным переходом повторно в рыночный риск.

37 Средневзвешенная процентная ставка по межбанковским кредитам, предоставляемым банками,

выступающим на лондонском межбанковском рынке с предложением средств в разных валютах на разные

сроки.

38Родпонов, Р. Ипотечный кризис в Америке / Р. Родионов. - Интернет-ресурс:

: по состоянию на 24.10.2007 г.

39 Фреинк, Д. Кризис США глазами очевидцев / Д. Фреинк. - Финанс. - №4. -2008. - с.Зб

Заметим, что несистематические риски подвергаются локализации в рамках функционирования конкретного субъекта, рыночные риски же носят глобальный характер. Изменения цен, процентных ставок и валютных курсов отражаются на состоянии каждого отдельного субъекта, тем самым, превращая его в «приемник» систематических рисков. Потери, вызываемые действием финансовых рисков, могут быть весьма существенными для субъекта, которые зачастую не проводят интегральных оценок, анализа, мониторинга указанных рисков, что приводит к повышению степени уязвимости при их воздействии.

Исследования, связанные с рыночными рисками, стали приоритетными в последнее десятилетие. Не последнюю роль в активации изучения рыночных рисков сыграли события на фондовом рынке 1997 года. Мировой фондовый кризис привел к скачкам доходности государственных и корпоративных ценных бумаг в размере 10-20%. Именно рыночный риск был источником значительных потерь для целого ряда организаций. Утверждение А. Зубакова о том, что «рыночный риск, как правило, непосредственно не связан с микроэкономическим положением предприятия и определяется: изменением цен на драгоценные металлы и недвижимость; дивидендной политикой и размером процентной ставки; биржевой спекуляцией; результатами выборов»,40 подтверждает факт всеохватывающего воздействия рыночного риска, на основе широчайших рискообразующих факторов. В современном динамичном экономическом пространстве рыночные риски являются наиболее серьезными, с низкой возможностью снижения и высокой трудностью предсказания - эти факты только повышают исследовательский интерес к нему.

Различия между темпами экономического роста разных стран во второй половине XX века привели к необходимости замены системы фиксированных курсов на валютном рынке на систему плавающих обменных курсов. Переход к новой системе увеличил значимость валютного риска,

40 Зубаков, А. Страхование инвестиций / А. Зубаков // Финансы. -2003. - №8. - с.50

возникающего под влиянием изменений курсов валют, поражаемым рядом факторов. Основными такими факторами являются: состояние платежного баланса, уровень инфляции, межотраслевая миграция краткосрочных капиталов, соотношение спроса и предложения каждой валюты, а также политические факторы. Субъекты валютного рынка вынуждены активизировать действия в области управления риском, связанным с валютными запасами, так как непредвиденные колебания валютного курса от соотношений покупательной способности усиливают напряженность в валютно-финансовой сфере, нарушают международный обмен. В масштабах страны валютный курс определяет конкурентоспособность на мировых рынках и внешнеэкономическую деятельность в целом.

Являясь элементами финансового рынка, долговые обязательства образовали свое операционное поле - денежный рынок. Цена выпуска или продажи долгового инструмента зависит от множества факторов, включая-процентную ставку. Колебания процентных ставок, которые происходят быстро и резко, создают неопределенность для заемщиков и кредиторов, влияют на стоимость финансовых активов. На фондовом рынке процентный риск выражается колебаниями доходности ценных бумаг отдельных классов и видов. Следовательно, курсовая стоимость активов, в свою очередь, связана с величиной рыночного процента. Он колеблется в зависимости от .изменений среднерыночного уровня процентных ставок по облигациям и сертификатам, учетных процентов, процентов по векселям, дивидендов по акциям и, соответственно спроса и предложения на эти ценные бумаги на рынке. А.В. Суворов указывает, что изменения процентных ставок «чаще рассматривают, как риск краха, чем благоприятную возможность для получения прибыли».41 Задача любой хозяйственной единицы, занимающей или вкладывающей капитал, состоит в разработке методов управления риском процентных ставок, которые также служат основой для управления рисками ценных бумаг на фондовом рынке.

41 Суворов, А.В. Иммунизационные стратегии поведения инвестора на рынке финансовых обязательств: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.13 / Суворов Антон Владимирович. - Воронеж, 2000. - с.8

Ценовой риск связан с изменениями рыночной цены товара или финансового инструмента независимо от того, вызваны ли эти изменения факторами, специфичными для конкретного товара, или факторами, влияющими на все товары, обращаемые на рынке.

Повышенное внимание к проблеме рыночных рисков обусловлено тенденцией усиления уязвимости финансовых институтов и нефинансовых компаний со стороны их многообразия. С точки зрения практической значимости, процедуры определения, ранжирования, оценки рыночных рисков должны лежать в основании главной цели экономического субъекта -построения оптимальной стратегии поведения на финансовом рынке в условиях неопределенности, поскольку усложнение происходит за счет того, что риски на различных уровнях экономики находятся в неявной взаимосвязи, и изменения в одном из них могут вызывать изменения в других.

Количественной характеристикой учета неопределенности, сопутствующей динамичному развитию финансового рынка, является волатильность. Волатильность — это изменчивость таких параметров рынка, как процентные ставки, курсы валют, акций, товаров или других финансовых инструментов. Волатильность есть отклонение относительно среднего значения и представляет собой основную меру риска рыночного финансового инструмента.

Согласно теории, волатильность доходности фондовых активов может рассматриваться в качестве оценки риска.42 Величина волатильности связана с риском убытков и шансом на прибыль прямой зависимостью: чем выше волатильность, тем выше величина риска и шанса. Мера волатильности зависит от специфики применения вероятностно-математических моделей. Наиболее простой характеристикой волатильности является «равновзвешенное скользящее среднеквадратическое отклонение»:

Финансовые рынки в переходной экономике: некоторые проблемы развития / авт. колл. P.M. Энтов, О.В. Луговой, С.А. Пащенко, Д.И. Полевой, Д.Б. Скрипкин. - М.: ИЭПП, 2003. - с.71

где *at -*волатильность в период времени *t;*

*- N*- глубина периода расчета;

*г, -*финансовый результат инструмента в период времени *t;*

*г*- математическое ожидание финансового результата инструмента за период *N.*

Принятия решений о покупке или продаже тех или иных финансовых инструментов влияют на движения финансового рынка и приводят к изменениям рыночных цен от одного момента времени к другому. Волатильность отражает уровень колебаний доходности. Высокий уровень волатильности означает, что доходность изменяется в широком диапазоне. Низкий уровень волатильности актива говорит о том, что его доходность изменяется несущественно. Активы с более низким уровнем волатильности являются менее рискованными, чем активы с высоким уровнем волатильности. Растущая волатильность актива, как правило, ассоциируется с его падающей стоимостью, однако рост волатильности рыночного индекса соответствует падению цен на входящие в него акции и т.д. Но рост волатильности может быть вызван не только падением цен. Растущий рынок также может иметь высокий уровень волатильности.

Человеческие эмоции, такие как страх, паника или оптимизм, могут быть причиной роста или падения цены отдельной акции или рынка в целом и соответственно влиять на уровень волатильности. Волатильность имеет тенденцию к росту, когда какая-либо важная, значимая информация появляется на рынке. Чем неожиданнее информация для инвесторов, чем больше ее относительная важность, тем большее влияние она оказывает на цену акции и соответственно на ее волатильность.

Подводя итоги рассмотрения вопроса о сущности и классификации

"Романов, B.C. Волатильность как характеристика изменчивости финансово-экономических переменных / B.C. Романов // Теория и практика реструктуризации предприятий: сб. науч. тр. - Пенза, 2001. - с. 147

финансовых рисков, заметим, что в России, как и во многих странах с переходной экономикой, проблема финансовых рисков стоит чрезвычайно остро. Долгое время финансовые риски во многом благодаря государственной политике «замораживания» экономики находились в «латентном» состоянии. В настоящее время они проявились в полной мере и стали неотъемлемым элементом рыночной экономики. Развиваясь, рыночные отношения формируют всё более многочисленные, сложные по взаимосвязям риски, что делает актуальной проблему функционирования экономических субъектов в условиях неопределенности, порождающей риск. В этой связи основой при изучении финансовых рисков является определение сущности риска вообще через его свойства и анализ возможных классификаций:

1. Сущность финансового риска экономического субъекта проявляется в сочетании свойств неопределенности, противоречивости и альтернативности, подкрепленном возможностью вероятностной оценки ожидаемых результатов действий экономического субъекта, совершаемых с целью получения прибыли при наличии опасности потерь. Природа риска раскрывается в единстве субъективного и объективного, так как его возникновение связано с субъективными отношениями.
2. Классификация финансовых рисков как форма их структуризации является одним из главных элементов системы управления, при этом базовой дифференциацией является разделение финансовых рисков на несистематические и систематические риски. Основными видами несистематических рисков являются риск снижения финансовой устойчивости, риск неплатежеспособности (ликвидности), инвестиционный, кредитный и операционный риски. К основным систематическим рискам относятся инфляционный и дефляционный риски, процентный, ценовой и валютный риски. Функционирование экономических субъектов в рыночной системе, сочетающее индивидуальные наборы несистематических рисков, может определять некоторые систематические финансовые риски.
3. Расширение сферы влияния финансовых рисков на

экономическую деятельность субъектов определяет необходимость разработки методов управления ими с учетом того, что несистематические риски носят локальный и, в некоторой мере, субъективный характер, поэтому структура управления ими строится в рамках деятельности конкретного экономического агента. Систематические риски отличаются непредсказуемостью, глобальностью влияния и сложностью анализа, поэтому методы управления ими должны носить универсальный характер и быть действенными как на микро-, так и на макроуровне.

***1.2 Фондовый рынок как детерминант финансовых рисков***

Рыночная система, органично вырастающая из реформируемой российской экономики, включает в себя финансовую сферу деятельности. Механизм перераспределения капитала между экономическими агентами на основе спроса и предложения есть финансовый рынок, который наряду с рынком труда, продовольствия, жилья и т.д. образует рыночную экономику как совокупность различных рынков и как замечает К.А. Иванова, «выступает исходным звеном процесса воспроизводства, обеспечивая аккумуляцию финансовых ресурсов для инвестирования».44

Д.А. Пумпянский определяет финансовый рынок как «совокупность различных структурных составляющих, обеспечивающих свободное обращение финансовых ресурсов и финансовых инструментов, формирование и регулирование финансовых потоков в целях сбалансированного развития различных отраслей народного хозяйства и эффективного функционирования отдельных предприятий и организаций».45И.Т. Бабунашвили характеризует финансовый рынок как «специфическую систему экономических отношений, складывающихся между поставщиками и покупателями финансовых ресурсов и финансовых инструментов в процессе их рыночного общения, которая обеспечивает эффективное распределение финансовых ресурсов в экономике на основе преодоления неопределенности результата инвестирования, снижения риска вложений и увеличения числа альтернативных видов финансовых инструментов».46

Финансовый рынок любой страны разделяется на денежный рынок и рынок капитала, который состоит из кредитного и фондового рынков. В экономической литературе большинство авторов оперируют терминами

44 Иванов, К.А. Стратегия управления рисками на срочном рынке производных финансовых инструментов в  
условиях глобализации: автореф. дис. ... к-та экон. наук: 08.00.10 / Иванов Константин Александрович. —  
Ростов-на-Дону, 2005. - с. 13

45 Пумпянский, Д.А. Фондовый рынок в России / Д.А. Пумпянский - М.: «АСАОЕМ1А»-«Рандеву-АМ»,

4бБабунашвили, И.Т. Факторы и принципы развития регионального финансового рынка: автореф. дис. ... к-та экон. наук: 08.00.10 / Бабунашвили Илья Тимурович. - Краснодар, 2006. - с.13

«фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» как синонимами. В узком смысле под фондовым рынком понимают только рынок классических долгосрочных биржевых ценных бумаг - акций и облигаций. Вследствие этого под рынком ценных бумаг следует понимать систему отношений и институтов, реализующую механизм обмена финансовыми активами (ценными бумагами).

Функционирование фондового рынка дает возможность инвестировать денежные средства в производство и накапливать ресурсный потенциал; обеспечивать развитие предприятий, дающих максимальную прибыль инвесторам; посредством перелива капиталов способствовать рыночным преобразованиям. В обществе с развитыми рыночными отношениями основная задача и назначение фондового рынка заключается в аккумулировании временно свободных денежных ресурсов и направлении на развитие перспективных отраслей экономики. Данные задачи в рамках регионов уточняет О.Ю. Красильников: «Сегодня главная цель развития фондового рынка в России не покрытие дефицита региональных и местных бюджетов и перераспределение собственности, а создание эффективного инвестиционного механизма обновления производственной сферы и решение социально-экономических задач регионов».48СВ. Матросов же выделяет следующие проблемы, стоящие на пути формирования эффективного и ликвидного фондового рынка в России: «эффективное регулирование и вопрос целесообразности внедрения мегарегулятора в качестве основного ее аспекта; защиты инвесторов; налоговое стимулирование инвестиций; демутуализация российских бирж».49

Фондовые рынки стран с переходной экономикой имеют некоторые

47 См: Добрынина, Л.Н. Фондовый рынок и биржевая торговля: учеб.-метод. пособие / Л.Н. Добрынина, Л.В.  
Малявина. - М.: «Экзамен», 2005. - 288с; Татьянников, B.A. Риски инвесторов в условиях повышенной  
неопределенности российского фондового рынка: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 /Татьянников Василии  
Аркадьевич. - Екатеринбург, 2001. - с. 17; Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учеб.  
пособие / Т.Б. Бердникова. - М.: ИНФРА-М, 2004. - 270с; Берзон, Н.И. Фондовый рынок: учеб. пособие /  
Н.И. Берзон, Е.Л. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Галенко; под. ред. Н.И. Берзона. - М.: Вита-Пресс, 1999.  
-с.8

48 Красильников, О.Ю. Риски развития регионального рынка ценных бумаг / О.Ю. Красильников // Риски в  
национальной экономике. - Саратов: Изд-во «Лотос», 2003. - с.35

49 Мотросов, СВ. Европейский фондовый рынок / СВ. Мотросов. - М.: Экзамен, 2002. - с. 167-168

особенности. В настоящее время для них существуют большие возможности привлечения внешнего капитала и информации об опыте других стран, чем в период формирования финансовых рынков развитых стран в прошлом, а процессы на новых рынках характеризуются резкими колебаниями и более быстрыми темпом развития.

Как и любой другой рынок, фондовый рынок представляет собой сложную организационно-правовую систему, включающую следующие элементы: ценные бумаги и их производные, являющиеся предметом торговли; участников и регулирующие структуры. К обращению на фондовом рынке России допущены следующие виды ценных бумаг: государственные облигации, облигации, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, простые и двойные складские свидетельства (и каждая их часть), коносаменты, акции и приватизационные ценные бумаги, жилищные сертификаты.50

Участниками фондового рынка являются эмитенты, инвесторы и профессиональные участники (таблица 2). На 1.09.2006г. в Российской Федерации было зафиксировано 1370 кредитных организаций, из них 1317 банков и 53 небанковских кредитных организаций. На 01.01.2006г. в государственном реестре страховщиков было зарегистрировано 1075 страховых организаций. На 01.09.2006г. 1402 организации имели лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности, 1410 - на осуществление дилерской деятельности, 1048 — на осуществление деятельности по доверительному управлению, 9 -лицензию клиринговой организации на рынке ценных бумаг, 748 -

депозитарную лицензию, 5 — организаторов торговли и 6 — фондовых бирж. Регулирование фондового рынка России осуществляют: президент РФ,

50 Добрынина, Л.Н. Фондовый рынок и биржевая торговля: учеб.-метод. пособие / Л.Н. Добрынина, Л.В.  
Малявина. - М.: «Экзамен», 2005. - с. 19

51 Совершенствование надзора на финансовом рынке России: европейский опыт и российские реалии //  
Финансы и кредит. - 2007. - №11. — с.З

52 Там же, с.4

Совет Федерации, Государственная Дума, Правительство РФ, Федеральная служба по финансовому рынку, Министерство финансов РФ, Российский федеральный фонд имущества (РФФИ), Федеральная антимонопольная служба (ФАС), Центральный банк РФ, Федеральное казначейство, краевые и областные Думы и иные территориальные законодательные и исполнительные органы, администрации автономных республик, краев, областей, городов и районов.

**Таблица 2**- **Участники фондового рынка**

Деятельность всех субъектов фондового рынка происходит в условиях риска. Совокупность финансовых рисков участника фондового рынка условно можно разделить на «собственные финансовые риски» и финансовые риски, «связанные с ценной бумагой», так как риск является фундаментальным ее свойством. Посредством ценных бумаг на фондовом рынке происходит перераспределение рисков между экономическими субъектами, за счет их участия в фондовых операциях, связанных с размещением новых выпусков ценных бумаг эмитентами на первичном сегменте и обращением ценных бумаг на вторичном.

Расширение линейки финансовых рисков участника фондового рынка требует совершенствования методов и процедур управления этими рисками, что связано с уровнем профессионализма и квалификации экономического субъекта в области технологий торговли финансовыми активами. Чем выше уровень подготовки, тем больше возможности получить положительный результат от операций с ценными бумагами и эффективней управление

финансовыми рисками, а как следствие меньше нестабильности на фондовом рынке и в экономике в целом. Неэффективное управление субъекта фондового рынка финансовыми рисками может привести к полной или частичной трансформации финансовых рисков, «связанных с ценной бумагой» в «собственные финансовые риски».

Ситуация на фондовом рынке отражает состояние экономики страны и определяет вектор ее экономического движения. Финансово-экономическая сфера как производная от реального производства более чувствительна к изменениям вероятностного характера. Аккумулируя финансовые риски экономических субъектов, расширяя их спектр вследствие появления специфических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг, фондовый рынок выступает детерминантом финансовых рисков, с позиции системы, определяющей и оказывающей влияние на их уровень в микро и макро масштабах.

Эмитенты с целью формирования и увеличения собственного капитала, привлечения заемного капитала производят эмиссионные операции, которые осуществляются через эмиссию ценных бумаг. Исходя из этого, финансовый риск эмитента определяется как ситуация, возникающая при реализации процедур эмиссии и первичного размещения, исход которой связан с уменьшением или увеличением капитала. Экономический субъект, выступая в роли эмитента:

1) увеличивает возможности реализации ряда собственных  
несистематических финансовых рисков: риска неплатежеспособности,  
кредитного риска, риска финансовых потерь, прочих коммерческих рисков, к  
основным фактором которых относятся: уровень платежеспособности,  
финансовой устойчивости и качества управления, степень  
информированности инвестора и коммутативности посредника;

2) приобретает следующие основные несистематические риски:

- риск неразмещения всего выпуска или его части на первичном рынке;

5"' Классификация рисков с точки зрения их отображения в модели рисков. — Интернет-ресурс: www. : по состоянию на 05.01.2008г.

риск ликвидности, связанный с возможностью потерь при реализации актива на вторичном рынке;

временной риск — риск выпуска финансового инструмента в неподходящее время;

операционный риск связан с сервисным обслуживанием операций эмиссии, с непрофессионализмом технического персонала, несовершенствованием программных продуктов, нарушениями в технологии операций с ценными бумагами, а также сбоями в технических системах;

кредитный риск - риск возможных полных или частичных потерь из-за неспособности контрагента выполнить свои обязательства.

3) усиливает свою подверженность рыночным рискам, в особенности ценовым, за счет расширения деятельности на макроуровне, поскольку цены фондовых инструментов зависят от общего состояния экономической конъюнктуры, цен на нефть, золото, политической ситуации и пр.

Инвесторы с целью получения дохода, прибыли вкладывают собственные и привлеченные финансовые ресурсы в фондовые ценности, приобретая их на фондовой бирже и на внебиржевом рынке, проводя тем самым инвестиционные операции, определяющие риски инвестиционных процессов фондового рынка. Действия экономического субъекта как инвестора определяют ряд несистематических финансовых рисков, которые разделяются на два типа (таблица 3):

1. финансовые риски инвестиционного состояния, определяемые экономическим положением конкретного эмитента или бизнес-риски, выражаемые в неспособности фирмы-эмитента поддерживать свои экономические позиции на прежнем уровне;54
2. финансовые риски инвестиционного процесса, определяемые действиями самого инвестора, как оператора фондовых активов.

Риски первого типа передаются через ценные бумаги от эмитента к инвестору и оказывают влияние на состояние инвестора, выбор

54 Руководство по операциям с ценными бумагами (Как «играть» на бирже). - М.: ИНФРАМ, 1993. - с.15

инвестиционной линии, формирование портфеля. Риски второго типа происходят от поэтапных операций, производимых самим инвестором: ведения инвестиционной деятельности, анализа рынка, комплектации и пересмотра портфеля. Под инвестиционным риском на фондовом рынке будем понимать, во-первых, риск инвестиционного процесса или процесса оперирования ценными бумагами, во-вторых, отождествлять его с портфельным риском, в-третьих, определять, как ситуацию, возникающую в процессе вложения экономическим субъектом средств в фондовые активы, исход которой связан с их потерей, нулевым или положительным приращением. Подобные риски возникают в связи с непредвиденными изменениями спроса и предложения и потерями экономического субъекта из-за переоценки их стоимости. Снижение доходности, прямые финансовые потери или упущенная выгода возникают в операциях с ценными бумагами в связи с множественностью факторов, воздействующих на финансово-хозяйственную деятельность эмитентов ценных бумаг.

**Таблица 3 — Несистематические финансовые риски инвестора на**

**фондовом рынке**

В рамках рассматриваемого сегмента финансового рынка

систематический риск характеризуется риском падения рынка ценных бумаг в целом и является непонижаемым и недифференцируемым

(недиверсифицируемым). Несистематический риск связан с

инвестиционными качествами конкретной ценной бумаги, является понижаемым и дифференцируемым. Степень риска определяется количеством ценных бумаг, соответствием их международным стандартам, доходностью бумаг, составом портфеля ценных бумаг.55

Профессиональные участники являются неотъемлемым элементом инфраструктуры фондового рынка, обеспечивающей его эффективное функционирование, путем проведения клиентских операций, заключающихся в обеспечении «обязательств субъекта операций перед клиентами в отношении ценных бумаг или обязательств клиента, связанных с ценными бумагами».5 Профессиональные участники - это специализированные организации, осуществляющие следующие виды деятельности, установленные Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»: брокерская, дилерская, по управлению ценными бумагами, по определению взаимных обязательств (клиринг), депозитарная, по ведению реестров владельцев ценных бумаг, по организации торговли на рынке ценных бумаг.57

Деятельность брокеров, дилеров, депозитариев, реестродержателей и прочих профессиональных участников сопряжена со следующими видами несистематических рисков:

1. операционным риском - ситуацией, возникающей при осуществлении деятельности конкретного участника, исход которой зависит как от уровня профессионализма проделанной работы, так и от использования информационно-технического обеспечения;
2. риск урегулирования расчетов может быть обусловлен неразвитостью депозитарной, клиринговой, регистраторской систем эмитента;

55 Масленченков, Ю.С. Экономика банка. Разработка по управлению финансовой деятельностью банка //  
Ю.С. Масленченков, А.П. Дубанков. - "БДЦ-пресс", 2003. - Справочная правовая система «Гарант  
Платформа F1 Эксперт»: по состоянию на 12.02.2008г.

56 Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учеб. пособие / Т.Б. Бердникова. - М.: ИНФРА-М,

*51*Федеральный закон от 22.04.1996г. №39-Ф3 «О рынке ценных бумаг» // Справочная правовая система «Гарант Платформа F1 Эксперт»: по состоянию на 12.02.2008г.

3) риск финансовых потерь обслуживаемых клиентов, который передается от инвестора в форме возможного лишения комиссионных вознаграждений, взносов и оплат за услуги.

Как получение доходности, так и потери в результате реализации рисков некоторых клиентских операций переходят частично или в полной мере в потери клиентов-инвесторов.

Углубление степени воздействия финансовых рисков на процессы  
российского фондового рынка происходит за счет глобализации  
экономической деятельности. Усилилась интернационализация

инструментов, обращающихся на фондовых рынках. Их новейшая техническая и технологическая база открывает возможность для работы на том или ином рынке из любой точки мира, независимо от ее удаленности. Оптические каналы связи, современные структурные решения позволяют существенно расширить масштабы биржевой торговли, повысить ее надежность. Возросла конкуренция между ведущими фондовыми центрами мира, сильнейший тот, кто торгует финансовыми инструментами широкого спектра.

Негативным моментом изменений, характеризующихся процессами, обозначаемыми как глобализация, секьютиризация, инновация и копьютеризация, является появление новых финансовых рисков, латентность их проявления, повышение нестабильности финансовых процессов за счет цепного действия и т.п. Финансовая глобализация обусловила не только тесную взаимосвязь национальных финансовых систем, их совместное движение к интеграции в безграничный, общепланетарный, виртуальный рынок, но и объективную взаимосвязь финансовых рисков, в особенности рыночных.

Проследим глобальное влияние финансовых рисков США на примере ипотечного кризиса конца 2007 начала 2008 годов. Процесс движения финансовых рисков на внутреннем рынке этой страны был рассмотрен ранее. Передача финансовых рисков на финансовые, и как следствие фондовые

рынки других стран, в том числе и России, происходила за счет перепродажи закладных иностранным банкам и хедж-фондам, выпускающим долговые инструменты, обеспечением по которым выступали закладные. Финансовые риски равномерно распределялись по мировой финансовой системе, так как большая часть финансово-кредитных учреждений в глобальном масштабе оказалась «завязанной» на американскую ипотеку.58 Следствиями активизации рисков американского финансового рынка стали не только потери, но и кризис недоверия банков друг к другу, который перерос в кризис ликвидности. Для российского фондового рынка это вылилось в невозможность дешевых займов зарубежом и многочисленные отложенные IPO. Падение американских индексов Dow Jones и NASDAQ привело к снижающейся тенденции азиатских рынков, а затем и российского. 22.01.2008 г. японский Nikkei показал максимальное двухдневное снижение за 17 лет, в Индии были приостановлены биржевые торги из-за падения индикаторов на 10%,59 обвал индекса РТС до 1900 пунктов привел к вынужденным закрытиям большого числа маржинальных позиций.

Еще одним примером, иллюстрирующим перемещение фондовых рисков, является финансовый кризис Юго-Восточной Азии конца 90-х годов. Обвал фондового рынка в регионе усилил риск финансовых потерь филиалов американских и европейских банков, инвестиционных, страховых и торговых компаний. В свою очередь это привело к тому, что владельцы ценных бумаг названных компаний начали избавляться от них с целью сбережения собственного капитала. Как следствие, усиление ценового риска в первой половине августа 1998 года привело к снижению общего объема рыночной капитализации на Нью-Йоркской, Лондонской, Токийской, других фондовых биржах.

Помимо перераспределения и трансформации финансовых рисков на фондовом рынке внутри стран наблюдается внешняя частичная или полная передача рыночных рисков от одного государства другому, обеспеченная

53 Денисов, Д. Последний привет / Д. Денисов, А. Белых, И. Данилкин // Бизнес журнал. - 2008. - №2. - с.9 59 Индекс РТС: история падения // Финанс. - 2008. - №4. - с.52

процессами глобализации. Фондовые рынки при этом являются центрами,  
определяющими большую часть систематических рисков. Движение рисков  
происходит по каналам взаимодействия страновых фондовых рынков,  
выделенными М.М. Кудиновой: каналу, обусловленному

макроэкономическими связями между странами; каналу, связанному с деятельностью международных инвесторов; «чистым» каналам взаимодействия фондовых рынков. Поток рыночных рисков характеризует интенсивность, определяемая нами, как сила воздействия изменений показателей одного фондового рынка на другой. Интенсивность потока систематических рисков фондового рынка определяется следующими основными факторами: степенью развитости финансового рынка; эффективностью управления финансовыми рисками; масштабами интеграции одного национального рынка в другой. Повышению интенсивности потока способствует общее расстройство государственной финансовой системы, являющееся следствием напряженного состояния государственных финансов из-за дефицита бюджета, неэффективной налоговой политики, высокой доли «теневой» экономики, значительного объема внутренней и внешней задолженности, роста дефицита платежного баланса, требующего постоянного притока иностранного капитала для поддержания относительной устойчивости валютного курса, нестабильности банковских структур, обремененных крупными долгами предприятий, неразвитости инфраструктуры рынков.

Одним из источников интернационализации фондовых рынков, а значит и рисков, по мнению М. Кастельса, является «спекулятивные

*л.*61

передвижения финансовых потоков», в результате чего, усиливается изменчивость рынков, то есть повышается волатильность. В такой обстановке финансовые организации, первоначально созданные в целях противостояния риску стали основным орудием глобальной интеграции,

60 Кудинова, М.М. Российские н зарубежные рынки ценных бумаг: проблемы взаимодействия: дне. ... канд.  
экон. наук: 08.00.10 / Кудинова Мария Михайловна. - М., 2005. - с.31-34

61 Кастельс, М. Глобальный капитализм / М. Кастельс // Экономические стратегии. - 2000. - №5-6. - с. 17

спекуляции и финансовой нестабильности. Глобализация меняет и структуру финансовой сферы, данный факт подтверждает В.В. Чашкин: «Если раньше финансовые рынки обслуживали, прежде всего, реальный сектор экономики (платежи за товары и услуги, экспортные кредиты, инвестиции), то с середины 80-ых годов доминирующими на них стали спекулятивные и страховые операции».62Независимость фондового рынка и реального сектора с доминированием первого отмечает и А. Скоробогатов, данный факт «...способствует распространению на всю экономику характерной для фондового рынка краткосрочной ориентации при выборе инвестиционных проектов».63

Наиболее драматичным образом последствия возрастающей глобализации сказываются на развивающихся фондовых рынках, к которым относится и российский рынок ценных бумаг. Следует отметить, что развитые и развивающиеся рынки отличаются по своим характеристикам. Среди дифференциальных признаков последних можно назвать следующие: низкая капитализация, сравнимая с капитализацией крупных европейских или американских компаний, малое количество ликвидных активов, избыточная волатильность, т.е. более высокие риски и более высокая доходность. Дополнительная волатильность, создаваемая иностранными инвесторами, часто служит аргументом в пользу задержки либерализационного процесса.64 Все эти факты приводят к необходимости беспрерывного совершенствования стратегий управления финансовыми рисками экономических субъектов. Е.Н. Чекмарева подтверждает первостепенную значимость «функции управления и перераспределения рисков»65 в условиях глобализации финансовых рынков и роста зависимости национального рынка от внешних условий для поддержания финансовой

62 Чашкин, В.В. Глобализация мировых финансовых рынков и проблемы регулирования международных расчетов / В.В. Чашкин // Внешнеэкономический бюллетень. — 2002. - №12. - с.29

*ь3*Скоробогатов, А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики / А. Скоробогатов // Вопросы экономики. - 2006. - №12. - с.97

64 Финансовые рынки в переходной экономике: некоторые проблемы развития / авт. колл. P.M. Энтов, О.В.  
Луговой, С.А. Пащенко, Д.И. Полевой, Д.Б. Скрипкин. - М.: ИЭГШ, 2003. - с.21

65 Чекмарева, Е.Н. Финансовый рынок и экономический рост / Е.Н. Чекмарева, О.А. Лакшина, И.Л.  
Меркурьев // Деньги и кредит.—2004. - №8. - с.15

стабильности.

Положительной тенденцией процесса глобализации является появление новых финансовых инструментов управления финансовыми рисками, благодаря которым развивается финансовый инжиниринг, что приводит к значительному улучшению техники управления финансовыми рисками. Так, в 2006 году в рамках проекта по развитию системы управления рисками (СУР) на срочном рынке ММВБ разработана концепция новой СУР, одобренная Советом Секции срочного рынка (стандартные контракты) ММВБ. Данной концепцией, по словам П. Соловьева, предусмотрено поэтапное внедрение прогрессивных элементов СУР, соответствующих мировой практике и международным стандартам. «Реализация СУР создает предпосылки для дальнейшего развития срочного рынка ММВБ - за счет повышения его надежности, удешевления операций и расширения круга торгуемых инструментов».6 В. Береговой отмечает преимущества финансовой глобализации в «углублении денежно-кредитных связей между странами, либеризации цен и инвестиционных потоков, создании глобальных транснациональных групп и финансовых центров, рост конкуренции среди участников финансового рынка». О.В. Хмыз видит в глобализации мировой экономики «потенциальную возможность пользоваться преимуществом международного инвестирования, получать прибыль на рынках разных стран».68

Таким образом, усложнение механизмов перераспределения капитала, научно-технические достижения, совершенствование законодательной базы, благоприятный инвестиционный климат и прочие процессы экономики переходного периода под влиянием глобализации приводят к расширению, как возможностей финансовой деятельности, так и рисковых факторов последней. Рассмотрение фондового рынка, являющегося индикатором

66 Соловьев, П. Срочный рынок ММВБ в 2006 году и перспективы развития / П. Соловьев // Биржевое  
обозрение. -2007. - №3. - с.20

67 Береговой, В.А. Инновации на финансовых рынках в условиях глобализации экономики / В.А. Береговой  
// Инновации. - 2005. - №2. - с.37

68 Хмыз, О.В. Инвестиции взаимных фондов на финансовом рынке (зарубежный опыт) / О.В. Хмыз //  
Ценные бумаги. - 2006. - №10. - с.ЗЗ

экономического развития страны, как сегмента финансового рынка, обуславливающего большинство финансовых рисков, позволяет сделать следующие выводы:

1. Деятельность эмитентов, инвесторов и профессиональных  
участников фондового рынка, взятая в отдельности, определяет ряд  
несистематических финансовых рисков, которые условно разделяются на  
«приобретенные» конкретным агентом и «полученные» от других  
участников на основании наличия связующего звена в виде объекта  
отношений — финансового актива. Активность экономических субъектов  
определяет не только индивидуально-стационарные финансовые риски, но и  
динамику их перераспределения между а) участниками финансового рынка;  
б) участниками и финансовым рынком; в) финансовыми рынками разных  
стран.

1. Экономическая глобализация обуславливает как отрицательные, так и положительные тенденции на фондовых рынках. Главным негативным следствием является увеличение масштабов и скорости распространения последствий реализации финансовых рисков. Позитивные моменты просматриваются в части разработок инструментов и методов управления финансовыми рисками, а также внедрения новых технологий на фондовых рынках.
2. Являясь детерминантом финансовых рисков, фондовый рынок через институциональные элементы формирует инструменты управления рисками на уровне государства, биржи, эмитентов и инвесторов, на каждом из которых разрабатываются общие или индивидуальные стратегии поведения в условиях возрастающего риска.

***1.3 Методы и инструменты управления финансовыми рисками на фондовом рынке***

Среди всех ресурсов экономического субъекта, направленных на  
минимизацию или устранение финансовых рисков, важнейшее значение  
имеет управление финансовыми рисками, то есть способность и умение  
вырабатывать цели, определять ценности, координировать выполнение задач  
и функций, подбирать и обучать специализированный

высокопрофессиональный персонал.

Управление финансовыми рисками — сложный вид деятельности, связанный с многоаспектностью и многообразием проявления финансовых рисков, имеющих множество несовпадающих, а иногда противоположных реальных основ. Н.В. Солабуто и СВ. Дорогавцев ставят вопрос управления рисками как один из важных вопросов финансового менеджмента: «Принятие грамотного управленческого решения не может происходить на основе интуиции. Применение современных теорий, знание математических законов и природы рисков позволяют минимизировать вероятность управленческой ошибки». 9 Л.Ю. Андреева определяет управление рисками, как «процесс выявления уровня неопределенности (отклонений в прогнозируемом результате) принятия и реализации решений, позволяющих предотвратить или уменьшить отрицательное воздействие на ожидаемые результаты стохастических факторов и увеличить доходы в неопределенной хозяйственной ситуации».70 Отметим наиболее важные свойства процесса управления финансовыми рисками:

1. Управление финансовыми рисками носит системный характер. Это свойство подразумевает целостность рассмотрения совокупности финансовых рисков, комплексность их учета, включая взаимосвязь между

69Солабуто, Н.В. Обзор моделей управления рисками / Н.В. Солабуто, СВ. Дорогавцев // Финансовый менеджмент в страховой компании. - 2007. - №1. - Справочно-правовая система «Гарант Платформа F1»: по состоянию на 28.10.2007г.

70 Андреева, Л.Ю. Российский страховой рынок в системе мирового страхового хозяйства / Л.Ю. Андреева. - Ростов н/Д: Изд-во НМЦ «Логос», 2004. - с.95

рисками, всевозможные проявления рисков и особенности влияния предлагаемых процедур управления на финансовые риски. Поскольку экономическая среда порождает все новые и новые финансовые риски, то система управления должна обладать способностью интегрировать новые элементы, то есть гибко реагировать на появление новых рисков.

1. Сложность системы управления финансовыми рисками основывается на значительной неоднородности совокупности финансовых рисков и фактическим функционированием на различных рынках. В рамках свойства сложности структуры при управлении финансовыми рисками необходимо учитывать следующие общие аспекты, выделенные Г.В. Черновой и А.А. Кудрявцевым: 1) многофункциональность и универсальность, то есть способность бороться с качественно различными финансовыми рисками; 2) модульность - возможность использования различных сочетаний процедур управления в разных ситуациях, что позволяет учесть специфику конкретной ситуации и при необходимости настроить указанную систему на решение индивидуальных потребностей пользователя; 3) многоуровневость — обеспечение оптимальной иерархической структуры принятия решений, которая формирует-адекватное распределение полномочий и ответственности.
2. Результативность системы управления финансовыми рисками. Указанное свойство должно обеспечивать: 1) адекватность, выражающуюся в способности оперативно выделять все ресурсы, необходимые для достижения поставленных целей; 2) эффективность - в виде способности преодолевать последствия возникновения неблагоприятных ситуаций при минимальном объеме ресурсов.

Функции, методы и инструменты управления финансовыми рисками должны соответствовать целям и задачам управления, определение которых есть важнейший шаг в правильной организации защиты от рисков. Главной целью управления финансовыми рисками является обеспечение успешного

71 Чернова, Г.В. Управление рисками / Г.В. Чернова, А.А. Кудрявцев. - М.: TK Велби, из-во Проспект, 2007. -С.46

функционирования экономического субъекта в условиях риска. Данный факт означает, что при получении наихудшего финансового результата система управления должна скорректировать деятельность субъекта в направление стабильности и устойчивости. Более развернутые цели риск-менеджмента для компании определяет В.В. Омельченко, указывая на его направление в сторону увеличения стоимости предприятия сразу в нескольких отношениях: «...он должен сокращать вероятность финансового краха компании, снижать риск, который угрожает менеджерам, вложившим в компанию (в виде вложений в ценные бумаги и товары/услуги) большую часть своих средств, он должен повышать эффективность компании. Риск-менеджмент должен увеличить заемные возможности компании, поддерживать уровень риска на постоянном уровне, помогая инвесторам оценить деятельность компании».72

Состав и содержание прочих целей зависти от специфики защищаемого бизнеса и мероприятий по управлению финансовыми рисками. Вспомогательные цели все же должны обеспечивать эффективность производимых операций и быть законными. Задачи управления финансовыми рисками конкретизируют поставленные цели. Они более тесно связаны со спецификой риска и методами управления им.

Управление рисками проявляется в виде множества взаимосвязанных между собой функций. Функции управления рисками - это последовательные специфические виды деятельности по подготовке, формированию, выработке, обоснованию, принятию, корректировке и выполнению управленческих решений в условиях риска (рисунок 1). Результатом подобных действий является ситуационный план, который содержит конкретные предписания действий для каждого участника финансовых отношений и описания их последствий, что дает возможность быстро действовать в непредвиденных обстоятельствах, уменьшая тем самым риск принятия необдуманных решений.

72 Омельченко, В.В. Построение корпоративной системы управления финансовыми рисками / B.B. Омельченко // Финансовый менеджмент в страховой компании. — 2006. - №3. - Справочно-правовая система «Гарант Платформа F1»: по состоянию на 28.10.2007г.

Управление финансовыми рисками

\*\* идентификация и анализ оценка

"\*\* планирование

обеспечение защиты

"\*" организация

"\*\* контроль

мотивация

функции

~\* координация

методы

**Рисунок 1 - Схема управления финансовыми рисками**

Безусловно, функции управления финансовыми рисками на фондовом рынке совпадают в полной мере или частично с общепринятыми функциями управления, выделяемыми большинством исследователей в области управления: планирование, организация, контроль, мотивация, координация. Функции управления финансовыми рисками реализуются через определенные методы, которые традиционно рассматриваются как инструкции для управления предприятием с процессом производства товаров или услуг.74

Необходимость *идентификации и анализа риска*возникает после формирования новой рисковой ситуации при осуществлении финансовых операций. Нельзя работать с риском, если не знаешь, что он вообще существует. И. Крюков и А. Шадрин определяют анализ риска, как «систематическое использование информации для определения источников

73 Мосейко, В.О. Управление по изменениям. Концепция внутрифирменного управления в структурах  
среднего и малого бизнеса / В.О. Мосейко. - Волгоград: изд-во ВолГУ, 2001. - с.91

Основы теории управления: учеб. пособ / под ред. В.Н. Парахиной, Л.И. Ушвицкого. - М.: Финансы и статистика, 2003. — с.268

74 Андреева, Л.Ю. Российский страховой рынок в системе мирового страхового хозяйства / Л.Ю. Андреева.  
- Ростов н/Д: Изд-во НМЦ «Логос», 2004. - с.95

риска». Необходимо выяснить, каким образом может наступить рисковый случай, какова форма реализации риска, а также размер реального ущерба, который будет причинен при наступлении этого случая. Определение рисков - процесс, осуществляемый в первую очередь и затем сопровождающий управление до самого окончания.

Идентификация и анализ финансового риска на фондовом рынке состоит в выделении в составе финансовых операций факторов неопределенности развития событий, приводящих к неопределенности финансового результата. В качестве примеров операций, относящихся к данной совокупности, можно привести операции с фиксированной доходностью, не совпадающие по сроку, операции с акциями, финансовыми инструментами, валютой и т.д.

Следующим методом является *оценка риска*с точки зрения вреда, который он несет субъекту в случае наступления. А.С. Шапкин и А.В. Шапкин отмечают, что количественная оценка степени риска, возможность построения интервалов по известной вероятности позволяет с большей надежностью воздействовать на рассматриваемый экономический процесс с целью увеличения прибыли и снижения риска. Риск не является постоянной величиной, это случайное событие, которое наступает вопреки воле человека. Он изменяется под влиянием разных факторов. Для отслеживания развития риска ведётся соответствующий статистический учёт, анализ и обработка собранной информации. Использование методов математической статистики зависит от сферы отрасли вида деятельности. Исходя из полученной информации о возможном развитии риска, необходимо произвести его оценку, которая заключается в анализе всех рисковых обстоятельств, характеризующих параметры риска. Оценка риска — это оценка вероятности (частоты) наступления опасности, прогнозирование вероятности уровня потерь и определение их стоимостной величины.

75 Крюков, И. Менеджмент риска как инструмент постоянного улучшения / И. Крюков, Л. Шадрин //  
Стандарт и качество. -2006. - №2. - с.74

76 Шапкин, А.С. Теория риска и моделирование рисковых ситуаций // А.С. Шапкин, В.А. Шапкин. - М.:  
«Дашков И К», 2007. - с.33-34

Насколько точно оценивается вероятность наступления события, настолько объективно может быть оценен размер риска.

Оценка рыночного риска предполагает определение суммы, которую финансовый субъект может потерять в результате совершения совокупности вышеназванных операций. Такой оценкой может быть предел потерь за определенный период, выраженный в денежных единицах. Для измерения финансовых рисков систематического характера, помимо аппарата классической теории портфеля финансовых активов, используются также специальные вероятностные модели, наиболее распространенной из которых является методология Value-at-Risk - «рисковая стоимость» (сокращенно VAR). Так как концепция рисковой стоимости является фундаментом современной теории финансового риск-менеджмента, рассмотрим ее подробнее.

Необходимость единой, оперативной и общепонятной оценки возможных потерь стоимости портфеля активов на определенный период времени обусловила появление показателя рисковой стоимости, как отвечающего всем этим требованиям. Его популярность среди крупнейших участников финансового рынка объяснялась тем, что благодаря известной упрощенности, он был доступен для понимания руководителей на всех уровнях управления. Впоследствии показатель рисковой стоимости стал полноценным стандартом информации о риске экономического института, который мог использоваться как внутри субъекта, так и указываться в отчетах для инвесторов и регулирующих органов. VAR - это статистическая оценка максимальных потерь по выбранному инструменту (портфелю) при заданном распределении рыночных факторов за выбранный период времени с высоким уровнем вероятности. Проинтерпретируем VAR следующим предложением: существует уверенность на Х% (с вероятностью Х%), что потери не превысят Y денежных единиц в течение N следующих дней. В данном предложении неизвестная величина Y и есть VAR. Очевидно, что базовой информацией, необходимой для определения величины VAR,

является зависимость между размерами прибылей и убытков и вероятностями их появления, выражающимся в вероятностном распределении рыночных факторов, которое на практике далеко от нормального гауссовского закона распределения и период поддержания позиции, на котором оцениваются потери. Выбор временного периода зависит от частоты производимых сделок с рассматриваемыми активами, а также от их ликвидности. Для экономических субъектов, ведущих активные операции на рынках капитала, типичным периодом расчета является один день, в то время как стратегические инвесторы и нефинансовые компании могут использовать и большие периоды времени. При выборе временного периода следует учитывать наличие статистики по распределению прибылей и убытков для желаемого интервала времени. С ростом периода возрастает и показатель рисковой стоимости.

И. Готовчиков поясняет особенности использования VAR: «Он (VAR) всего лишь помогает представить, являются ли риски, которым подвержена компания, теми рисками, которые она хотела бы на себя принять или думает, что она на себя приняла. VAR не может сказать управляющему компанией, «сколько риска надо взять», а может только сказать, «сколько риска уже взято».77 Показатель рисковой стоимости, не является единственным и универсальным инструментом оценки рисков. Как правило, расчет рисковой стоимости сопровождается детальным анализом нескольких возможных сценариев, моделированием эмпирических распределений вероятностей и тестированием портфеля на устойчивость к изменениям основных параметров, как замечает P.M. Мельников, «использование новых математических методов позволило уточнить и улучшить решения старых научных проблем, а также открыть принципиально новые направления исследования». Величина рисковой стоимости как обобщающая оценка рыночного риска нужна в первую очередь для принятия оперативных

77 Готовчиков, И. Финансовые риски / И. Готовчиков // РИСК. — 2004. - №4. - с.23

78 Мельников, P.M. Управление процентным риском портфеля ГКО-ОФЗ в посткризисный период: дис. ...  
канд. экон. наук: 08.00.10,08.00.13 / Мельников Роман Михайлович. -М., 2001. - с.41

решений.

В практике оценки рисков существует метод экспертных оценок, с  
оговоркой об их субъективности и ненадежности. Е.А. Кондратюк отмечает,  
что экспертный метод имеет право на жизнь, «однако сфера его применения  
обычно ограничена комплексными разовыми проектами».79 Достоверность,  
полученных оценок, обобщающих мнения экспертов, по формулировке  
Л.Н. Коршуновой, «зависит от квалифицированности экспертов,  
независимости их суждений, а также метода обеспечения проведения  
экспертизы».80 Как замечают М.Н. Павленков и Л.С. Маева, «характеристики  
групп экспертов определяются на основе индивидуальных характеристик  
экспертов: компетентности, креативности, отношения к экспертизе,  
конформизма, конструктивности мышления, коллективизма,

самокритичности».81

Если факт финансового риска имеет место, то существует и возможность избежать или отклонить его реализацию. На третьем этапе подключаются методы *элгашнирования*риска, который включает способы снижения вероятности наступления рискового события, исключения риска, а также уменьшения потенциальных убытков в случае его наступления (таблица 4). Методы снижению финансовых рисков на фондовом рынке во многом схожи с методами, используемыми в других секторах экономики.

Наиболее простой способ предупреждения финансового риска — это его избежание, то есть отказ финансового субъекта проводить рисковые финансовые операции. Приемы уклонения от риска связаны либо со снижением числа принимаемых рисковых решений или вообще с их исключением из практики конкретного бизнеса, либо с заведомым выбором решений, характеризующихся относительно малым уровнем риска. Но

79Кондратюк, Е.А Рыночные риски коммерческого банка: методы оценки и управления: автореф. дис. ... к-та экон. наук: 08.00.10 / Кондратюк Елена Александровна. - М., 2005. - 71 с.

80 Коршунова, Л.Н. Оценка и анализ рисков / Л.Н. Коршунова, Н.А. Проданова. - Ростов н/Д: Феникс, 2007.  
-С.15

81 Павленков, М.Н. Экспертные методы оценки рисков // М.Н. Павленков, Л.С. Маева // Математические  
методы и информационные технологии в экономике, социологии и образовании: сб.статей. - Пенза:  
Пензенская гос. технолог, академия, 2007. — с.259

рассмотренные выше стратегии поведения не свойственны участникам фондового рынка, нацеленным на получение прибыли.

**Таблица 4 - Инструменты снижения финансовых рисков**

**(элиминирования)**

Наиболее распространенным инструментом риск-менеджмента

является система ограничений (лимитов), позволяющая существенно повысить уровень финансовой безопасности. Суть лимитирования состоит в ограничении подверженности сознательно принимаемому риску определенной величиной. Если речь идет, предположим, об управлении собственной позицией по портфелю финансовых инструментов, то в этом случае возможно установление лимитов на объем портфеля, структуру портфеля в разрезе рынков, инструментов, эмитентов, максимальные размер убытков (точку закрытия позиции) как по портфелю в целом, так и по отдельным бумагам и др.

Классическое страхование заключается в создании страхового (резервного) фонда, платежи в который существенно меньше размера компенсационной выплаты в случае реализации неблагоприятной ситуации. Такой метод снижения рисков не пригоден для систематических рисков, процесс минимизации которых реализуется иными механизмами, отличными от классического страхования. Страхование выступает как средство прямой

передачи рисков третьему лицу. В данном случае переходит передача большей доли риска от экономического субъекта - страхователя страховщику. Д. Маршалл четко определяет две проблемы использования страхования при снижении риска: «Во-первых, появление посредника -страховщика — предполагает, что стоимость страхования будет превышать ожидаемую денежную стоимость. Во-вторых, не все риски страхуемы». Для большего сокращения финансовых рисков экономический субъект может создать собственный резервный фонд на покрытие непредвиденных расходов, вследствие проявления риска. Но не страхование, не резервирование не нацелены на уменьшение вероятности наступления рискового события, а лишь только реализуют возмещение материального ущерба, чаще используются в процессе управления несистематическими рисками. Наиболее общими методами, позволяющими снизить ряд финансовых рисков как несистематического, так и систематического характера, являются хеджирование и диверсификация.

Хеджирование - это форма защиты от возможных потерь путем заключения уравновешивающей сделки, которая является, по словам Т.В. Никитиной «прямым методом страхования из биржевых стратегий».83С. Росс определяет хеджирование как метод страхования от потерь и «снижение зависимости фирмы от колебаний цен или процентных ставок».84В связи с тем, что субъекты рыночных отношений не могут полностью исключать действие фактора постоянного риска потерь вследствие изменения конъюнктуры рынка, они вынуждены пытаться прогнозировать развитие будущих ситуаций и хеджировать свои действия всевозможными способами. Если цель страхования - это нейтрализация возможных негативных колебаний конъюнктуры рынка для инвестора или потребителя того или иного актива, то цель хеджирования заключается в переносе риска

82 Маршалл, Джон Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: пер.с

англ. / Джон Ф. Маршалл, Випул К. Бансал. - М.: ИНФРА-М, 1998. - с. 188

^Никитина, Т.В. Страхование коммерческих и финансовых рисков / Т.В. Никитина. - СПб.: Питер, 2002. -

с.190

84Росс, С. Основы корпоративных финансов: пер.с англ./ С. Росс и др. - М.: Лаборатория Базовых Знаний,

изменения цены с одного участника рынка на другого. Инструментами, наиболее широко используемыми для хеджирования, являются фьючерсные контракты, форвардные контракты, опционные контракты и свопы, то есть производные финансовые инструменты.

Возникновение потребности в хеджировании связано с процессами проведения доходных операций, сопряженных с нежелательными рисками. Например, банк, работающий с кредитами в рублях, может эффективно финансировать их пассивами в иностранной валюте, но этот факт незамедлительно порождает неблагоприятный валютный риск. Участники фондового рынка вынуждены принимать в течение всей своей деятельности большое количество рыночных рисков (ценовых, валютных), способных существенно ухудшить финансовые результаты и т.д.

Под хеджированием также можно понимать и процесс формирования сложной позиции, чувствительной только к отдельным составляющим изменения цен финансовых инструментов, из которых (изменений) предполагается извлечь доход. Например, возможно приобретение акций некоторого эмитента, на основе прогноза о росте данных акций по сравнению с рынком в целом (акции эмитента недооценены), при этом существует риск снижения всего рынка акций, который может быть захеджирован за счет формирования короткой позиции в фондовом индексе (продажа фьючерса на индекс).

Другим инструментом управления рисками является диверсификация как способ уменьшения совокупной подверженности риску за счет распределения средств между различными активами, цены которых не коррелированы или слабо коррелированы между собой. Диверсификация позволяет снизить максимально возможные потери за одно событие, однако при этом одновременно возрастает количество видов риска, которые необходимо контролировать. Диверсификация является одним из наиболее популярных механизмов такого несистематического виды риска как кредитного при формировании портфеля финансовых активов, портфелей

банковских ссуд и пассивов соответственно. Диверсификация эффективна только для уменьшения несистематического риска, в то время как систематические риски не могут быть уменьшены путем изменения структуры портфеля. Разумеется, диверсификацию нужно понимать в широком смысле - как стратегический подход к управлению бизнесом в целом, что означает диверсификацию направлений деятельности, рынков, клиентской базы и др.

Исходя из общей классификации рисков с разделением на систематические и несистематические риски, заметим, что такие подходы к снижению финансовых рисков как избежание, локализация, страхование и диссипация используются в большей мере в процессе управления финансовыми рисками несистематического характера. Компенсация, отражающая хеджирование с привлечением производных финансовых инструментов, применима к систематическим финансовым рискам.

Некоторые риски могут быть лишь снижены до допустимого уровня, что касается рисков, находящихся на недопустимом уровне, то к ним применимы методы *защиты,*главной задачей которых является снижение финансового давления в случае серьезных убытков. С этой целью субъект финансового рынка может:

1. оплачивать убытки по мере их возникновения непосредственно из средств, отведенных на текущие расходы;
2. регулярно откладывать некоторую сумму, помещая во внутренний фонд - резерв, в дальнейшем используя его для покрытия убытков;
3. переводить риски в страховые компании, реализуя все процедуры перестрахования;
4. привлекать кредитные и инвестиционные ресурсы банков и других финансовых институтов для компенсации убытков.

## Сущность и классификация финансовых рисков

Любая хозяйственная деятельность всегда несет в себе элементы риска. Однако в литературе до сих пор отсутствует единый подход к определению данного понятия. Отсутствие единого определения риска обусловлено многоаспектностью, сложностью и противоречивостью этого явления. Николас Луман утверждал, что подробных исследований по истории слова и понятия «риск» нет, поскольку оно появляется поначалу относительно редко и в очень разных предметных областях, но мореплаванье и морская торговля являлись важными сферами его применения.1 Наиболее активно стали изучать различные аспекты риска в конце XIX - в начале XX века, тогда трактовка риска в экономической науке коснулась отделения понятия «риск» от понятия «неопределенности».

Если риск характерен для производственно-экономических систем с массовыми событиями, то неопределенность существует, как правило, в тех случаях, когда вероятности последствий приходится определять субъективно из-за отсутствия статистических данных за предшествующие периоды. Такой подход к интерпретации категорий риска и неопределенности принят неокейнсианской школой, позицию которой отражает Фрэнк Найт, указывая на практическую разницу между рассматриваемыми понятиями, состоящую в том, что «в первом случае распределение результатов в группе известно (что достигается путем априорных вычислений или изучения статистики предшествующего опыта), а во втором - нет». . С позиции неоклассической школы, представителями которой являлись А. Маршалл, А. Пигу, Т. Бачкаи, Д. Мессена и др., понятия риска и неопределенности тождественны отсутствием достаточной информации при принятии оптимального решения, либо ее избытком, приводящим к затруднению при выборе подходящего решения. Неопределенность может возникать при невозможности охвата полного информационного потока внешней среды, при невозможности четкой постановки целей или определения действий. При проведении финансовых операций информационная неопределенность приводит к временной неопределенности, то есть неопределенности, касающейся продолжительности операции, времени поступления информационного сигнала, например, времени покупки или продажи актива, изменения характеристик потоков платежей и т.д.

## Стратегии поведения экономических субъектов фондового рынка в условиях финансовых рисков с привлечением производных финансовых инструментов

Функциональное состояние субъектов рынка зависит от ряда факторов и тенденций отечественной экономики, к которым можно отнести: несоответствие уровня нормативно-правовой базы и правоприменительной практики, силу и формы вмешательства государства в экономическую деятельность, обострение конкуренции, поток иностранных инвестиций, устойчивость национальной валюты и т.д. Несмотря на все трудности ведения бизнеса в России все больше экономических субъектов вовлекается в проведение операций с ценными бумагами на фоне роста фондового рынка. Экономический аспект таких операций связан с целевыми направлениями деятельности, которые разделяются следующим образом:

1) привлечение средств, формирование и увеличение капитала обеспечиваются эмиссией и выпуском различных ценных бумаг;

2) получение прибыли от инвестиций в ценные бумаги за счет проведения инвестиционных (формирование портфеля), спекулятивных или арбитражных операций.

Такие задачи фондового рынка, как мобилизация временно свободных финансовых ресурсов для осуществления конкретных инвестиций, развитие вторичного рынка ценных бумаг, формирование портфельных стратегий, развитие ценообразования позволяют сделать вывод о приоритетности инвестиционных операций среди всех прочих операций, производимых на фондовом рынке. Вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов является основной массовой и перспективной формой рынка создают импульсы, в виде изменения своего спроса на фондовый актив, усиленные рекурсивной зависимостью состояний, что неизбежно приводит к финансовому риску систематического характера. В этой связи субъектам фондового рынка необходимо использовать методы и инструменты, позволяющие контролировать не только финансовые риски несистематического характера, но и специфические инструменты управления систематическими финансовыми рисками, к которым относятся деривативы.

Исследования, проведенные в данном параграфе, позволяют сделать ряд выводов:

1. Осуществление грамотного управления финансовыми рисками является приоритетной задачей экономического субъекта любого масштаба и сферы деятельности. Достижение финансовой устойчивости, перспективности и признания на рынке возможны лишь при наличии четкой структуры управления, включающей: определение целей и задач, выполнение всех функций, полноценную реализацию методов и гибкое использование современных инструментов.

2. Между функциями и методами управления устанавливается соответствие. Методы идентификации и анализа риска, оценки и элиминирования непосредственно используются для обеспечения функции планирования и неявно — для организации и контроля соответственно. Методы обеспечения защиты соответствуют в явной форме функциям контроля и координации. Для мотивации не требуется каких-либо особых методов, поскольку достижение финансовой стабильности с минимальными потерями при рациональном использовании людских, материальных и финансовых ресурсов является главным стимулирующим фактором.

## Модель количественной оценки эффективности стратегий с использованием производных финансовых инструментов на фондовом рынке

Современный российский срочный рынок представляет широкие возможности использования форвардов, фьючерсов и опционов при проведении хеджирующих и высокодоходных спекулятивных операций, арбитража и управления портфелями ценных бумаг. Среди всех производных финансовых инструментов опционы являются более гибкими, что связано с особенностью их ценообразования в части нелинейной зависимости их цены от цен базовых активов. Благодаря такой отличительной характеристике существуют широкие возможности для построения сложносотавных и высокодоходных стратегий и варьирования эффективностью опционных операций. Кроме того, опцион является более привлекательным для участников рынка с точки зрения надежности, как классический биржевой инструмент имеет достаточно невысокий риск контрагента. Быстрый рост опционных сделок - особенность производного рынка последних лет. Такая тенденция имеет место, несмотря на то, что опционы, какправило, обходятся дороже, чем фьючерсы и форвардные контракты. Они представляют собой один из важных классов финансовых инструментов, а теория оценки их стоимости рассматривается как наиболее успешная в финансах и экономике.

Отметим следующие преимущества опционов по сравнению с другими финансовыми инструментами:

- наиболее удобный инструмент управления рисками, в том числе как инструмент для хеджирования;

- возможность получения неограниченного дохода при ограниченном риске (покупка опционов); - построение синтетических позиций, с заданными параметрами «риск-доходность»;

- извлечение прибыли, исходя из изменения волатильности на рынке, а не на основе прогноза движения цен в какую-либо сторону;

- возможность оптимизировать затраты на операции со срочными контрактами;

- широчайшие возможности для инвестирования.

На основе всего вышеизложенного здесь и далее будем проводить исследования опционных стратегий. Существует два основных типа опционов:

- опцион на покупку («колл») дает своему владельцу право, не порождая обязательства, купить определенное количество базового актива по определенной цене в течение определенного периода времени; такой опцион служит страховкой от падения цены базового актива;

- опцион на продажу («пут») дает своему владельцу право, не порождая обязательства, продать определенное количество базовых ценных бумаг по определенной цене в течение определенного периода времени, и страхует от потерь при росте цены базового актива.

Выписывая опцион, продавец открывает по данной сделке короткую позицию, а покупатель - длинную. Соответственно понятия короткий колл или пут означают продажу опциона колл или пут, а длинный - их покупку. Чаще всего покупка опциона осуществляется не с целью его исполнения и приобретения базового актива, а ради его продажи и выигрыша, получаемого в случае роста цены опциона. Продажа опционов осуществляется чаще всего через гарантийный счет с покрытием или без него.