Филинов Сергей Викторович. Инвестиционные риски на рынке ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1998 139 c. РГБ ОД, 61:99-8/430-0

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Инвестиционный риск: понятие и сущность и классификация 11

1.1. Инвестиционный риск: понятие и сущность 11

1.2. Классификация инвестиционных рисков как фактор развития теории инвестиционного риска 18

Глава 2. Оценка инвестиционного риска на рынке акций 49

2.1. Подходы к разрешению проблемы оценки инвестиционного риска ... 49

2.2. Некоторые показатели риска используемые на Российском рынке акций... 85

2.3. Метод оценки риска на основе сопоставления ценных бумаг 100

Заключение 123

Библиографический список использованной литературы 127

**Введение к работе**

С момента зарождения и по сегодняшний день российский рынок ценных бумаг характеризуется как высокорискованный и доказательством того является нынешний кризис, который парализовал всю финансовую систему.

В результате этого кризиса пострадали тысячи профессиональных институциональных инвесторов, которые, осуществляя инвестиции, несомненно учитывали особенности российского рынка ценных бумаг и влияющие на уровень инвестиционного риска такие факторы, как: политическая и экономическая нестабильность, отсутствие на рынке достаточной информации об эмитентах ценных бумаг, слабость правовой защиты инвесторов, незавершенность формирования инфраструктуры рынка. Тем не менее для многих из них начало кризиса оказалось неожиданным. Даже крупные инвестиционные институты не смогли своевременно хеджировать риски. Глобальный характер финансового кризиса свидетельствует, что не только отечественный рынок ценных бумаг подвержен инвестиционным рискам.

Исследование инвестиционного риска имеет высокую социальную значимость. В первой половине 90-х годов существовало множество компаний, инвестиции в которые не были защищены, и миллионы людей потеряли средства во вкладах. Инвесторы, в массе своей не имевшие рыночного опыта, не придавали должного внимания анализу риска и поэтому понесли значительные

убытки. В ходе последнего финансового кризиса пострадало большее число

инвесторов, что указывает на необходимость углубления исследований

сущности и содержания инвестиционного риска, а также методов его оценки.

Оценка инвестиционного риска является сложным процессом как с точки зрения теории, так и с практической. Существует несколько подходов к оценке инвестиционного риска, каждый из которых имеет собственные недостатки и преимущества, в связи с чем особую важность приобретает исследование особенностей этих подходов, их систематизация, а также разработки новых подходов с учетом особенностей российского рынка ценных бумаг.

Невнимание к проблеме инвестиционных рисков для отечественной теории и практики обуславливает недостаток научных исследований в этой области. На этапе формирования рынка ценных бумаг преобладала либо переводная литература, либо небольшие статьи и брошюры, в которых авторы пытались осмыслить и описать зарубежный опыт.

Стоит отметить, что уже в первых работах особое место занимают вопросы рисков на рынке ценных бумаг, авторы обращают внимание на их сущность, виды и классификации. К примеру, в наиболее фундаментальном труде этого периода - в работе Я.М. Миркина « Ценные бумаги и фондовый рынок» дается определение финансового риска, его видов и классификация.

Исследованиям риска также посвящает несколько работ И.Т. Балабанов. Приведенная им общая классификация рисков получила достаточно широкое

распространение.

Классификации рисков представлены в некоторых учебниках по рынку ценных бумаг. Так, в учебнике «Рынок ценных бумаг», изданном при Российской Экономической Академии им. Плеханова под редакцией В.А. Галанова, отражена сложность определения природы риска.

Значительно глубже исследована проблема классификации и оценки инвестиционных рисков в зарубежной экономической литературе. Классикой инвестиционного анализа считаются теории X. Марковича, Дж. Тобина и У. Шарпа, - основоположников современной теории портфеля, которые в своих работах затрагивали проблему риска, однако, она не являлась основной целью их исследований. В зарубежной практике существует ряд показателей, по которым оценивается инвестиционный риск, но их применение в условиях российского рынка ценных бумаг вызывает затруднения.

Ни отечественная, ни тем более переводная литература не учитывают особенностей российского рынка ценных бумаг, хотя отдельные российские авторы пытаются осмыслить механизм воздействия различных факторов на инвестиционный риск.

Один из путей решения проблемы оценки инвестиционного риска был дан в диссертации P.P. Хасамова, где он предложил метод комплексной оценки риска.

В целом существующие работы, в которых анализируется инвестиционный риск, свидетельствуют о недостаточном понимании его сущности, критериев

классификации и методов оценки. Настоящая диссертационная работа преследует следующую цель: Исследование сущности инвестиционного риска на рынке ценных бумаг и методов его оценки для выработки теоретических предложений по дальнейшему совершенствованию классификаций инвестиционного риска и разработки метода оценки инвестиционного риска с учетом особенностей российского рынка ценных бумаг. Достижение поставленной цели потребовало решения следующих задач:

• выявления сущности инвестиционного риска и уточнение понятийного апарата;

• проведения анализа поэтапного развития теории инвестиционного риска:

- по трактовкам содержания инвестиционного риска,

- по критериям классификаций;

- по видам рисков в составе инвестиционного риска;

• определения тенденции развития теории инвестиционного риска;

• выявления нерешенных проблем, имеющих принципиальное значение в теории инвестиционного риска;

• обоснования требований к названиям видов риска и выявление целей и задач классификации инвестиционных рисков;

• выявления и анализ этапов эволюции теории инвестиционного риска

с целью совершенствования методов его оценки;

• систематизации существующих подходов к оценке инвестиционного риска;

• проведения анализа некоторых показателей риска, используемых на Российском рынке акций;

• разработки критериев оценки показателей риска;

• обоснования нового подхода к оценке инвестиционного риска с учетом особенностей российского рынка ценных бумаг;

• рассмотрения возможности практического применения предлагаемого подхода к оценке риска.

Объектом исследования являются инвестиционные риски на российском рынке ценных бумаг.

Предметом исследования выступают представленные в литературе трактовки сущности и содержания инвестистиционного риска и наиболее известные подходы к оценке риска.

Теоретическая и методологическая основа исследования

Методологическими источниками данного исследования явились труды ведущих отечественных ученых: Я.М. Миркина, И.Т. Балабанова, Е.В. Семенковой, а также зарубежных ученых: X. Марковича, У. Шарпа, Д. Фишера, Дж. Франциса.

Решению поставленных в диссертации задач способствовал анализ

публикаций в периодической печати по проблемам инвестиционного риска и

Российского рынка ценных бумаг.

Более всего при работе над диссертацией автор использовал такие методы научного познания как дедукция, индукция, моделирование, а также методы математического и статистического анализа.

В работе использованы следующие теории и методы: факторный анализ, теория вероятностей, САРМ (модель оценки финансовых активов), APT (теория арбитражного ценообразования) и др.

Информационной базой работы явились бюллетени информационно -аналитических агенств «АК&М», «Росбизнесконсалтинг», «Финмаркет», а также информационно - аналитические материалы журналов «Эксперт», «Рынок ценных бумаг», «Коммерсант», «Бухгалтерский учет», «Деньги», газет «Рейтинг», «Бизнес и банки» и различные публикации в периодической печати о рынке ценных бумаг.

Новые научные результаты, полученные автором в ходе исследования:

/ впервые сформулированы цели и задачи составления классификации

инвестиционных рисков, учитывающие особенности природы

инвестиционных рисков, что позволяет преодолеть недостатки

широкоизвестных классификаций инвестиционных рисков на отечественном

рынке ценных бумаг;

разработаны требования к формулировке наименования видов

инвестиционного риска, на основании которых были уточнены названия некоторых видов риска,что позволило более полно и четко раскрыть их сущность;

3 выявлены критерии оценки показателей инвестиционного риска: такие как четкость, объективность данных и практичность применения, которые позволяют, раскрыть сущность показателя и судить о его эффективности;

4 проведен поэтапный анализ наиболее распространненых подходов к оценке инвестиционного риска, на основании которого были выделены преимущества и обоснованы недостатки каждого подхода в отдельности, а также осуществлена систематизация этих подходов;

5 предложен метод оценки риска на основе сопоставления рыночных характеристик ценных бумаг, учитывающий специфику отечественного фондового рынка.

Практическая значимость работы заключается в том, что теоретические и методологические выводы доведены до практических рекомендаций в оценке риска по различным ценным бумагам на основе их сопоставления. Использование этих методологических выводов возможно при принятии инвестиционных решений, а также при управлении конкретным портфелем ценных бумаг.

В работе проведена систематизация имеющихся в экономической литературе

и финансовой практике подходов к оценке инвестиционного риска,

включающих приемы и методы расчета показателей риска.

Результаты диссертационого исследования могут применяться в учебном процессе в курсах по инвестированию и инвестиционному анализу в аспекте проблем инвестиционного менеджмента и риск - менеджмента.

Апробация работы Материалы диссертационного исследования обсуждены на кафедре "Бизнеса, финансов и банковского дела" МЭСИ. Некоторые аспекты работы были изложены в выступлении автора на научно - практической конференции в 1997 году , а также в печатных работах общим объемом в 3,75 п.л.

Логика и структура работы. Данная диссертационная работа состоит из введения, двух глав, заключения, библиографического списка использованной литературы. Работа содержит 126 стр. машинописного текста. Список литературы включает 65 наименования работ на русском языке и 54 источника на английском языке. Работа содержит 3 рисунка, 7 схем, 22 таблицы и 23 математические формулы.

## Инвестиционный риск: понятие и сущность

Каждое инвестиционное решение подвержено риску. Принимая инвестиционное решение, необходимо оценивать ожидаемый результат. Как известно, не всегда можно гарантировать, что ожидаемый результат будет совпадать с действительным. Причины этого заключаются в отсутствии контроля за такими процессами, как неблагоприятные явления природы (стихийные бедствия) и волеизъявление отдельных людей и групп ( их желания, поведение и влияние на других людей и группы и т.д.).

Риск при инвестировании (инвестиционный риск) напрямую связан с экономическим результатом от инвестиций, что позволяет рассматривать его как экономическое явление: "Как экономическая категория риск представляет собой событие, которое может либо произойти, либо не произойти. В случае совершения такого события возможны три экономических результата: отрицательный (проигрыш, ущерб, убыток), нулевой, положительный (выигрыш, выгода, прибыль)."1 Интересно отметить, что данная трактовка риска выделяет последствия принятого риска, не исключая положительного результата, - выигрыш, выгода, прибыль, хотя в общепринятом понимании под риском подразумевают опасность или ущерб - отрицательный результат, а положительный результат обозначается понятием «шанс». В литературе существует немало определений риска, наиболее существенные из них представлены в таблице 1. Исходя из вышеприведенных определений видно, что ключевыми словами при определении риска являются возможность, неопределенность и вероятность. Все эти категории несомненно можно увязать с риском, но все они имеют самостоятельное значение.

Возможность. В вышепривиденной таблице есть четыре определения риска, указывающих на возможность опасности, потерь, наступления убытков. Очевидно, что в этих определениях под возможностью понимается допустимость происхождения какого-либо рискового события, но вместе с тем предполагается наличие и других исходов.

Неопределенность. Определяя риск как неопределенность, подчеркивается отсутствие уверенности в том, что предполагаемые события будут имееть место.

Вероятность. Большинство определений риска включает понятие о вероятности, указывая на возможность потерь или несоответствия действительных доходов ожидаемым. Согласно Финансово-Банковской Энциклопедии: риск- это вероятность того, что действительные доходы с инвестиций будут отличны от ожидаемых доходов.

## Классификация инвестиционных рисков как фактор развития теории инвестиционного риска

Большинство исследований по инвестиционному риску, естественно, было проведено зарубежными учеными, поскольку у зарубежного инвестиционного рынка большая история. Развитие теории рисков включает несколько этапов. Первый этап относится к началу XX столетия, его важнейшим результатом стало разграничение понятий «риск» и «неопределенность». На протяжении нескольких следующих десятилетий не было значительных исследований в области теории инвестиционного риска. Например, в книге «Инвестиционный анализ»1, изданной в 1952 году, профессор финансов Д.Х. Прайм уделяет проблеме риска лишь несколько абзацев.

Однако в это самое время зарождается современная теория формирования портфеля, которая неизбежно затрагивала проблему риска и тем самым способствовала развитию теории инвестиционного риска, о чем более подробно будет изложено во второй главе диссертации.

В 50 - 60х годах увеличивается число исследований по инвестициям, а вопрос о содержании и сущности инвестиционного риска приобретает все большую актуальность. В 1960 году Д.Х. Белеморэ1 публикует книгу «Инвестиции: принципы, практика и анализ»2, в которой он уделяет значительное внимание проблеме риска при инвестировании. Автор показал, что по своей природе инвестиционный риск сложен и включает несколько рисков, (см. таб. 2 )

## Подходы к разрешению проблемы оценки инвестиционного риска

Риск - объективная реальность, т.к. риск присутствует при принятии любых решений. Риск, прежде всего, связан с наличием некоторого количества случайных, но возможных результатов, среди которых могут быть весьма не желательные. Присутствие риска при инвестировании является причиной зарождения и развития различных методов анализа ценных бумаг, поэтому история решения проблемы оценки инвестиционного риска начинается с появления методов анализа ценных бумаг.

Существующие методы анализа можно разделить на традиционные и на методы, основанные на современной теории формирования портфеля.

Исторически в рамках традиционных методов действовали две школы -школа технических аналитиков и школа фундаментальных аналитиков.

1) История технического, анализа началась с заметки в журнале "Wall Street Journal", написанной Чарльзом Доу в начале 1890-х годов. В этой статье Доу изложил ряд принципов, с помощью которых, по его мнению, можно было вступать в сделки купли - продажи ценных бумаг без особого риска.

К сожалению, Ч. Доу не опубликовал свои идеи отдельной книгой, а лишь написал ряд статей в том же журнале. Труды Ч. Доу были систематизированы и опубликованы лишь после его смерти. В годы Великой депресии Ральф Нельсон Эллиот разработал свою волновуютеорию, для которой он определил пути использования последовательностиФибоначчи,

Теория технического анализа получила мощный импульс в конце 70-х -начале 80-х годов благодаря усилиям талантливого аналитика Роберта Прехтера. В начале 80-х годов Джон Мерфи1, активный и известный в мире специалист технического анализа, сформулировал его классические определения и аксиомы.

Технический анализ, по мнению А. Эрлих, есть метод прогнозирования цен с помощью рассмотрения движений рынка за іфедндущие периоды времени.2 В основе техничекого анализа находятся три аксиомы: 1) движение рынка учитывает все, 2) цены двигаются направленно, 3) история повторяется.