



УРАЛЬСКИЙ  
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

# ФИНАНСОВЫЕ И БАНКОВСКИЕ РИСКИ

Учебник



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»



# ФИНАНСОВЫЕ И БАНКОВСКИЕ РИСКИ

Учебник

Рекомендовано

Советом по учебно-методическим вопросам и качеству образования  
Уральского государственного экономического университета  
в качестве учебника для обучающихся в высших учебных заведениях  
по направлениям подготовки УГСН 38.00.00 «Экономика и управление»

Екатеринбург  
Издательство Уральского университета  
2020

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.291.9я73

Ф59

*Серия «Современные финансы и банковское дело» основана в 2019 г.*

**Редакционная коллегия:**

*Я. П. Силин*, ректор УрГЭУ, д-р экон. наук, профессор (председатель);  
*Е. Б. Дворядкина*, проректор по научной работе УрГЭУ, д-р экон. наук, профессор (зам. председателя);  
*М. С. Марамыгин*, директор Института финансов и права, д-р экон. наук, профессор;  
*Е. Г. Князева*, проректор по дополнительному образованию  
и профориентационной работе ректората, д-р экон. наук, профессор;  
*Л. И. Юзвович*, зав. кафедрой финансов, денежного обращения и кредита, д-р экон. наук, профессор;  
*Н. А. Истомина*, профессор кафедры финансов, денежного обращения и кредита, д-р экон. наук, доцент;  
*Н. Ю. Исакова*, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;  
*Н. Н. Мокеева*, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;  
*Е. Н. Прокофьева*, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;  
*В. А. Татьянников*, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;  
*Ю. В. Куваева*, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук (секретарь)

**Авторы:**

*Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухина, В. А. Долгих, В. А. Татьянников,  
Е. В. Стрельников, Р. Ю. Луговцов, М. Н. Клименко*

**Рецензенты:**

кафедра банковского и инвестиционного менеджмента  
Уральского федерального университета имени первого Президента России Б. Н. Ельцина  
(заместитель заведующего кафедрой д-р экон. наук *А. Ю. Домников*);  
*Р. Т. Юлдашев*, д-р экон. наук, профессор кафедры управления рисками и страхования  
Московского государственного института международных отношений (университета)  
Министерства иностранных дел Российской Федерации;  
*А. Ю. Побединский*, канд. экон. наук, заместитель начальника Департамента полевых учреждений  
Центрального банка Российской Федерации

Под редакцией *Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухиной*

**Финансовые** и банковские риски : учебник / *Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухина,*  
Ф59 *Ю. А. Долгих, В. А. Татьянников, Е. В. Стрельников, Р. Ю. Луговцов, М. Н. Клименко ;*  
под ред. *Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухиной ;* Министерство науки и высшего образо-  
вания Российской Федерации, Уральский государственный экономический уни-  
верситет. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2020. – 336 с. : ил. – Библиогр.: в конце  
глав. – 100 экз. – ISBN 978-5-7996-3105-5. – Текст : непосредственный.

ISBN 978-5-7996-3105-5

В учебнике рассматривается круг вопросов, раскрывающих сущность финансовых и бан-  
ковских рисков в экономической системе. Изложен теоретический базис финансовых рисков, рас-  
смотрена методологическая система и методический инструментарий управления ими. Учебник  
знакомит с современными методами исследования систематических и несистематических финан-  
совых рисков, механизмами их нейтрализации, особенностями управления этими рисками в опера-  
ционной и инвестиционной деятельности коммерческих банков и страховых организаций. Уделе-  
но внимание рискам инвестирования на фондовом рынке и управлению портфелем ценных бумаг.

Учебник рекомендован студентам экономических и менеджериальных направлений подго-  
товки, магистрантам, аспирантам и практическим работникам финансово-кредитной сферы.

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.291.9я73

*Книга издана при финансовой поддержке ОАО «УГМК»*

ISBN 978-5-7996-3105-5

© Уральский государственный экономический университет, 2020

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие .....	5
Введение .....	7
Глава 1. РИСК КАК ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАТЕГОРИЯ. СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ .....	9
1.1. Развитие теории риска в процессе эволюции экономической мысли .....	9
1.2. Сущность риска, его факторы, признаки и функции .....	17
1.3. Классификация рисков .....	41
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	59
<i>Список рекомендуемой литературы</i> .....	60
Глава 2. ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ: ХАРАКТЕРНЫЕ ОСОБЕННОСТИ, МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ .....	62
2.1. Финансовый риск как объект управления. Виды финансовых рисков .....	62
2.2. Система управления финансовыми рисками .....	72
2.3. Методы идентификации и оценки финансовых рисков .....	79
2.4. Стратегии и методы управления финансовыми рисками .....	100
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	109
<i>Список рекомендуемой литературы</i> .....	109
Глава 3. БАНКОВСКИЕ РИСКИ .....	111
3.1. Типичные банковские риски: сущность и классификация .....	111
3.2. Кредитный риск: понятие, методология и методика определения .....	117
3.3. Операционный риск: понятие, особенности идентификации .....	125
3.4. Рыночный риск и иные риски, характерные для деятельности банка .....	135
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	155
<i>Список рекомендуемой литературы</i> .....	156
Глава 4. РИСКИ, ВОЗНИКАЮЩИЕ НА СТРАХОВОМ РЫНКЕ .....	157
4.1. Особенности функционирования субъектов страхового дела. Экономическая природа рисков страховщика .....	157
4.2. Обеспечение финансовой устойчивости как цель управления рисками страховой организации .....	165
4.3. Механизм управления рисками, связанными со страховой деятельностью ....	183
4.4. Стресс-тестирование как метод анализа и оценки финансовых рисков страховой организации .....	191
4.5. Секьюритизация страховых активов как инструмент управления инвестиционными рисками .....	200
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	210
<i>Список рекомендуемой литературы</i> .....	210
Глава 5. ФОНДОВЫЙ РЫНОК: РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ .....	214
5.1. Ценные бумаги: понятие, классификация, доходность и риск .....	214
5.2. Фондовый рынок и его участники .....	221

---

5.3. Управление портфелем ценных бумаг .....	253
<i>Вопросы для самопроверки</i> .....	284
<i>Список рекомендуемой литературы</i> .....	284
Тестовые вопросы для самоконтроля .....	287
Типовые задачи и кейсы .....	311
Глоссарий .....	323

## ПРЕДИСЛОВИЕ

«Никак не рисковать – это и есть величайший риск.  
В мире, где все меняется очень быстро, только одна стратегия  
гарантированно приведет к провалу – стремление избежать риска».

*Марк Цукерберг*

Существует достаточно много изданий, посвященных проблематике финансовых и банковских рисков, особенно актуализированной в последнее время.

Несмотря на многовариантные исследования, проводимые учеными и практиками в области изучения природы финансовых и банковских рисков, применение эффективных с экономической точки зрения способов и методов управления ими в целях обеспечения финансовой устойчивости субъектов как финансового, так и реального секторов, большинство вопросов данной сферы так и остались дискуссионными.

Предлагаемый учебник отличается тем, что помимо исследования риска как экономической категории, и финансового риска в частности, в нем углубленно рассматриваются финансовые риски, характерные для ключевых сегментов финансового рынка – кредитного, страхового и фондового.

Вторая особенность учебника заключается в том, что помимо фундаментальности данного издания представлены типовые задачи и практические кейсы, направленные на практико-ориентированную результативность знаний.

Учебник предназначен для бакалавров, магистров в рамках изучения дисциплин «Финансовые риски», «Риск-менеджмент», имеющих существенное значение в освоении и углублении общепрофессиональных и профессиональных компетенций. Перечисленные дисциплины базируются на взаимодействии со следующими дисциплинами: «Деньги, кредит, банки», «Финансы», «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент».

Учебник написан простым и доступным языком, материал логично выстроен во взаимосвязи с аналитическими данными и эволюционным развитием теории риска, что позволяет глубже изучить и понять рассматриваемые теоретические вопросы и практические механизмы управления финансовыми и банковскими рисками.

Подготовлен авторским коллективом под руководством доктора экономических наук, профессора Л. И. Юзвович; доктора экономических наук, профессора Ю. Э. Слепухиной. Соавторами отдельных глав и подразделов учебника являются преподаватели кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета: д-р экон. наук, профессор Л. И. Юзвович (предисловие; введение; гл. 1: 1.1–1.2; тестовые вопросы для самоконтроля); д-р экон. наук, профессор Ю. Э. Слепухина (гл. 4: 4.1–4.5; тестовые вопросы для самоконтроля; типовые задачи и кейсы); канд. экон. наук, доцент Ю. А. Долгих (гл. 1: 1.3; гл. 2: 2.1–2.2; тестовые вопросы для самоконтроля; типовые задачи и кейсы); канд. экон. наук, доцент В. А. Татьянников (гл. 5: 5.1–5.3; тестовые воп-

росы для самоконтроля); канд. экон. наук, доцент Е. В. Стрельников (гл. 3: 3.1–3.4; тестовые вопросы для самоконтроля); канд. экон. наук, доцент Р. Ю. Луговцов (гл. 2: 2.3–2.4); канд. экон. наук, заместитель председателя Законодательного собрания Свердловской области М. Н. Клименко (типовые задачи и кейсы). Каждый из авторов специализируется на конкретной области экономики и финансов: на корпоративных финансах, банковском деле, рынке ценных бумаг, страховании, но всех их объединяет научный и практический интерес к риск-менеджменту в области финансов.

Издание учебника продолжает серию «Современные финансы и банковское дело». В 2019 г. кафедрой финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета при поддержке представителей корпоративного сектора региональной экономики ОАО «Уральская горно-металлургическая компания» была создана эта серия. Все учебники, учебные пособия, научные издания издаются кафедрой в данной серии.

### **Благодарности**

Хотелось бы выразить благодарность своим коллегам, участвовавшим в реализации этого проекта.

Следует отметить рецензентов по учебнику, которые внесли существенный вклад в содержательный контент издания и его структуру. Принцип логического структурирования учебного материала – это высокий задел компетентностного подхода в рамках планируемых результатов обучения.

Особая благодарность – представителям финансового, банковского и корпоративного секторов экономики за предоставленные рекомендации в части взаимодействия теории и практики дисциплинарного подхода с учетом практико-ориентированных направлений, в частности, генеральному директору ОАО «УГМК» Андрею Анатольевичу Козицыну, главному бухгалтеру ОАО «УГМК» Сергею Анатольевичу Дегтяреву, директору Уральского филиала в г. Екатеринбурге Московской биржи Максиму Александровичу Костылеву.

Выражаем благодарность своим коллегам по кафедре финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета за предоставленные консультации по вопросам отдельных глав учебника.

## ВВЕДЕНИЕ

Кризисные явления в российской экономике, санкции западных стран, увеличение объемов информации, перерабатываемых в системах менеджмента современных финансовых институтов, усиление интеграционных процессов и расширение глобальных рыночных границ, а также многие другие факторы существенно повышают неопределенность внешней среды, способствуя тому, что деятельность субъектов финансового рынка, даже в краткосрочной перспективе, становится процессом трудно детерминированным и сложно прогнозируемым, что является предпосылкой возникновения различных видов финансового риска. Преодоление подобных явлений в экономике страны и дальнейшее ее развитие требуют повышения уровня устойчивости экономической системы в целом и ее важнейших элементов – финансовых институтов.

Негативным фактором, снижающим уровень устойчивости любого финансового института, является финансовый риск, исследование природы которого на сегодняшний день является актуальной научной и прикладной задачей. В рыночной среде, функционирующей на принципах свободы выбора и конкурентной борьбы, эффективная деятельность финансового института невозможна без системного риск-менеджмента, обеспечивающего достижение стратегических и тактических целей в условиях перманентного стохастического воздействия многообразных факторов финансового риска.

Необходимость адаптации финансовых институтов к новым реалиям ведения бизнеса актуализирует целесообразность глубокого и комплексного исследования финансовых рисков, обоснования теоретических и методологических положений по формированию эффективного организационно-экономического обеспечения процесса управления ими. Именно поэтому в последние годы наблюдается повышение интереса к финансовым рискам как среди ученых, так и среди финансовых менеджеров различных уровней управления.

Финансовый риск-менеджмент является универсальной областью знаний, в которой работают специалисты разных направлений – экономисты, в том числе финансисты, а также математики, управленцы, социологи и политологи. Проблематика исследования природы финансовых рисков с целью эффективного управления ими представляет собой масштабную совокупность современных и перспективных научных вопросов, аспектов для исследовательских изысканий, конкретных прикладных методик и руководств в деятельности финансовых институтов, образовательных программ различного уровня и статуса. Это объясняется тем, что категория риска – емкая и универсальная, содержащая в себе квинтэссенцию существования современного общества, которая особенно концентрируется в финансовой сфере. В современном обществе ни один из его субъектов не свободен от финансовых рисков. Угрозы потери доходов, имущества, инвестиционных вложений, вероятность возникновения незапланированных расходов, которые необходимо учесть при разработке стратегии или планировании бюджета – эти и многие



другие виды финансовых рисков характерны для любого экономического субъекта, будь то отдельный индивидуум, организация или даже государство.

В настоящем учебнике изложены классические положения теории риска, а также методологические и практические аспекты управления финансовыми рисками как в компаниях реального сектора экономики, так и в финансовых институтах, осуществляющих свою деятельность в системообразующих сегментах финансового рынка (кредитного, страхового и фондового).

Книга знакомит читателя с современными методами исследования систематических и несистематических финансовых рисков, механизмами их нейтрализации, особенностями управления этими рисками в операционной и инвестиционной деятельности.

Учебник состоит из пяти глав, комплексно охватывающих все аспекты проблематики финансовых и банковских рисков. После каждой главы приводятся вопросы для самопроверки, а также список рекомендуемой литературы.

В первой главе рассматриваются вопросы теоретического характера с использованием эволюционной парадигмы, дискуссионных фрагментов относительно сущности риска как экономической категории, его факторов, признаков, функций и классификации.

Во второй главе учебника изучаются финансовый риск и его разновидности, раскрываются методологические вопросы управления финансовыми рисками на основе использования системного и процессного подходов.

Третья глава посвящена комплексному исследованию банковских рисков в разрезе основных их видов: кредитного, рыночного и операционного. Теория банковских рисков дополняется методологическими аспектами их оценки с учетом действующей нормативно-правовой базы, регламентированной Базельским комитетом и Банком России.

В четвертой главе изучаются финансовые риски, возникающие на страховом рынке. Рассматриваются экономическая природа рисков страховщика, механизм управления рисками, связанными со страховой деятельностью через призму обеспечения финансовой устойчивости страховой организации. Основное внимание уделено стресс-тестированию как методу анализа и оценки финансовых рисков страховщика и секьюритизации страховых активов как инструменту управления инвестиционными рисками.

В пятой главе рассматриваются риски инвестиционной деятельности на фондовом рынке. Раскрываются понятие, классификация ценных бумаг, доходность и риск как их базовые характеристики. Представлено системное описание фондового рынка и его участников. Особое внимание уделено управлению портфелем ценных бумаг.

В учебнике представлен глоссарий в виде словаря терминов и понятий, включающий основные категории, используемые в финансовом риск-менеджменте. Глоссарий составлен по структуре учебника, делаются краткие пояснения по каждому термину или понятию. Также в учебнике предлагаются тестовые вопросы для самоконтроля, типовые задачи и кейсы, направленные на систематизацию полученных знаний и их применение в практической плоскости.

## Глава 1

# РИСК КАК ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАТЕГОРИЯ. СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ

### 1.1. Развитие теории риска в процессе эволюции экономической мысли

Риск как междисциплинарная категория, характеризующаяся синергетическим и мультипликативным эффектом, с ранних времен эволюции человеческого общества возникает во многих науках как естественного характера (медицина, физика, биология, химия и т. д.), так и гуманитарной направленности (социология, политология, история, теология и т. д.). Не стала исключением и экономическая наука, появление и развитие которой тесно взаимосвязано с сущностью категории «риск».

Понятие «риск» имеет древнегреческую этимологию. Изначально древнегреческое слово *rizikon* буквально обозначало скалу, утес (*riza* – подножие горы) и использовалось для обозначения опасности древними мореплавателями, огибающими на своих судах прибрежные утесы. «Рисковать» – дословно означало «лабиринт между скал». Аналогичное понятие можно найти и в итальянском языке (*risico* – посметь, отважиться). В современный обиход слово «риск» пришло из французского языка, в котором *risque* обозначает опасность.

В древнекитайском языке слово «риск» отображалось устойчивым сочетанием двух иероглифов и произносилось как «маосянь» или «фэнсянь». Первый (левый) иероглиф («мао») изначально трактовался как «шапка» (прикрывающая глаз). Также он интерпретировался как «не считаться с кем-то или чем-то», «презирать кого-то», «пренебречь чем-либо», т. е. иероглиф описывал прием защиты от воздействия некоего объекта или явления. Второй иероглиф («сянь»), имеющий в качестве основного элемента гору, связан с понятием «тяжелая проходимость». Его современные значения трактуются в негативных смыслах и могут обозначать опасную дорогу, обрыв, трудное время, неприступное место, т. е. риск ассоциируется с труднопроходимой дорогой. Если соединить эти два иероглифа, дословно получается «накрывать сложность», «окутывать неожиданность» или «преодолевать трудности». Другой перевод первого (левого) иероглифа – «ветер» («фэн»). Правый иероглиф тот же. В этом случае получается, что «фэнсянь» – это «ветер и крутые горы». По смыслу предполагается еще более опасная ситуация, которую необходимо преодолеть<sup>1</sup>.

Примечательно, что в иврите слово «риск» связано с однокоренными словами, имеющими различное значение, в частности, «нож», «хулиганство», «бандит», «опасность», а также «быть полезным», «осмелиться», «дерзкий», «наглость»<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: Солодов А. К. Основы финансового риск-менеджмента : учебник. М. : Изд-во Финан. ун-та, 2018. С. 9.

<sup>2</sup> Резниченко В. Ю., Цыганкова И. В. Управление финансовыми рисками современного банка : учеб. пособие. М. : Моск. междунар. ин-т эконометрики, информатики, финансов и права, 2003. С. 34.

В хозяйственной деятельности практика учета фактора риска была известна с древнейших времен и, как правило, связана со страхованием имущественных ценностей. Первые контракты на предмет компенсации убытков, связанных с риском гибели или повреждения морских судов при перевозке товарных грузов, были зафиксированы еще в III тысячелетии до н. э. в Финикии. Аналогичные договоры, составляемые собственниками перегоняемого скота на случай его гибели или кражи, были характерны для торговых сделок в Древней Палестине. Во II тысячелетии до н. э. в Вавилоне также активно развивалась практика заключения договоров между участниками торговых сделок на предмет возмещения убытков, связанных с риском грабежа торговых караванов<sup>3</sup>.

Несмотря на древнейшую историческую практику учета фактора риска при осуществлении торговых операций, теоретические основы данной категории стали объектом научного исследования лишь в XVII в. Генезис формирования целостного научного знания о риске соотносится с появлением теории вероятности, разработанной Б. Паскалем (1623–1662) и П. де Ферма (1601–1665). В 1654 г. французский философ, математик и изобретатель Б. Паскаль, исследуя игру в кости, обратился за помощью к математику П. де Ферма. Результатом их сотрудничества стала теория вероятности, позволяющая давать количественные прогнозы будущего и представляющая собой математическую основу теории риска. Позже, в 1730 г., математик А. де Муавр (1667–1754) внес свой вклад в развитие рискологии, предложив структуру нормального распределения и меру риска (стандартное отклонение).

Немаловажную роль в развитии научного знания о риске сыграл и швейцарский математик Я. Бернулли (1654–1705), который открыл закон больших чисел, разработал методы статистической выборки и сформулировал гипотезу полезности риска. Позже его племянник Д. Бернулли (1700–1782), будучи также блестящим математиком, впервые описал процесс выбора и принятия решений с учетом фактора риска.

Нельзя не отметить также труды Р. Кантильона (1680–1734) – экономиста и предпринимателя из Ирландии, который в своем эссе «О природе торговли в общем плане» обосновал, что риск является одним из необходимых факторов в определении заработной платы трудящегося работника. Р. Кантильон определял предпринимателя как человека, действующего в условиях неопределенности и, как следствие, подверженного риску. Он впервые заявил о том, что предприниматели вынуждены принимать решения в условиях неопределенности среды.

Таким образом, к концу XVIII в. начинают формироваться основные положения теории рисков. К этому времени ученые-математики разработали практически все методологические инструменты измерения риска, которые используются и в настоящее время: статистическую выборку и уровень статистической значимости; основные постулаты теории вероятности в разных областях науки; нор-

<sup>3</sup> См.: Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. Киев : Ника-Центр, 2005. С. 10.

мальное распределение и среднеквадратическое отклонение. Сформированный методологический инструментарий способствовал дальнейшему исследованию риска в экономической и юридической плоскостях.

Проблематика риска как экономической категории фундаментально была исследована А. Смитом (1723–1790), основоположником классической политэкономии. В своем труде «Исследование о природе и причинах богатства народов» (1784) он изучил природу предпринимательских рисков на примерах оплаты труда наемных работников, функционирования лотерей, практики страхового дела. А. Смит одним из первых обосновал тот факт, что риск имеет не только экономическую, но и психофизическую природу, подкрепляя свои выводы реальными примерами из практик лотерей и страхового бизнеса, демонстрирующими «излишнюю любовь некоторых людей к риску». Также А. Смит пришел к ключевому утверждению о том, что профессии с высоким уровнем риска гарантируют в среднем более высокую оплату труда, чем профессии с низким уровнем риска<sup>4</sup>. Позднее этот вывод был положен в основу известного постулата современной теории риска о взаимосвязи уровней риска и доходности. Концепция А. Смита стала основополагающей для появления и развития научных теорий риска (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

### Эволюция научных теорий риска

Теория риска	Сторонники	Основные положения
Классическая	Дж. Милль, Н. У. Сениор, Г. Селигман, Д. М. Кларк, Ж. Б. Сэй, Й. фон Тюнен, К. Маркс	Риск представляет собой вероятность потери капитала (прибыли) при любых видах предпринимательской деятельности. Минимально необходимый размер прибыли предпринимателя должен включать: сумму его дохода (заработной платы); процент на вложенный капитал; плату (компенсацию) за риск предпринимательской деятельности
Неоклассическая	А. Маршалл, А. Пигу, Ф. Найт, Й. Шумпетер, Т. Бачкай, Д. Мессена	В рыночной экономике предприятие работает в условиях неопределенности, и прибыль является величиной случайной и переменной. В своей деятельности предприятие должно руководствоваться двумя критериями: размерами ожидаемой прибыли и величиной ее возможных колебаний, которая и отражает уровень экономического риска. Риск, являясь количественной мерой неопределенности, представляет собой возможность отклонения фактического результата от поставленной цели

<sup>4</sup> См.: Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. С. 11.

О к о н ч а н и е т а б л . 1

Теория риска	Сторонники	Основные положения
Постнеоклассическая	Д. М. Кейнс	Фактор «удовольствия от риска» состоит в том, что предприниматель в ожидании большей прибыли, скорее всего, пойдет на больший риск. Классификация экономических рисков: <ul style="list-style-type: none"> <li>– риск предпринимателя или заемщика;</li> <li>– риск кредитора;</li> <li>– риск, связанный с возможным уменьшением ценности денежной единицы</li> </ul>

Основные положения классической теории риска были сформулированы в XIX в. в работах Н. У. Сениора (1790–1864) и Дж. Милля (1806–1873). Представители данной теории выделяли в общей структуре дохода предпринимателя процент (как долю на вложенный капитал), «заработную плату капиталиста» и «плату за риск», которая предназначалась для возмещения ущерба от его воздействия. В рамках классической теории риск рассматривался только с позиции возможного ущерба и потерь, и речь не шла о рисках как об упущенных выгодах.

В дальнейших исследованиях такие сторонники классической теории, как Г. Селигман, Ж. Б. Сэй, Д. М. Кларк, обосновывали предпринимательскую прибыль только с позиции риска, т. е. через призму оценки риска, связанного с предпринимательской деятельностью. Представитель немецкой классической школы XIX в. Й. фон Тюнен (1783–1850), пытаясь определить величину предпринимательского дохода, или «выигрыша», также связывал его появление с предпринимательским риском. По мнению Й. фон Тюнена, «инновационная деятельность связана с непредсказуемыми результатами, т. е. отражает условия неопределенности, поэтому предприниматель, ее осуществляющий, является единственным претендентом на данный непредсказуемый рисковый доход»<sup>5</sup>. Таким образом, Й. фон Тюнен считал, что одной из самых важных функций предпринимателя является принятие риска.

Прямую зависимость степени готовности предпринимателя рисковать от ожидаемой прибыли отмечал и Карл Маркс (1818–1883). Согласно марксистской теории инновационное инвестирование, несмотря на его высокий риск, является важным условием формирования конкурентных преимуществ предприятия, следовательно, получения капиталистом сверхприбыли.

Одностороннее негативное толкование риска только лишь с позиции возможного ущерба, характерное для классической теории, явилось позже основной причиной ее критики со стороны основоположников неоклассической теории риска в лице А. Маршалла (1842–1924), А. Пигу (1877–1959). В частности, А. Маршалл

<sup>5</sup> Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе : пер. с англ. 4-е изд. М. : Дело Лтд, 1994. С. 427.

усомнился в научной позиции представителей классической школы, согласно которой прибыль рассматривалась исключительно в качестве вознаграждения за нестрахуемый риск, аргументируя это тем, что от многих видов риска предприниматель может застраховаться.

Согласно научной позиции А. Маршалла, А. Пигу любое предприятие вынуждено функционировать в условиях неопределенности, которая априори свойственна рыночной экономике. Вследствие этого размер получаемой прибыли является величиной случайной и переменной, отсюда предпринимателя должна интересовать не только ожидаемая величина прибыли, но и размах ее вероятных колебаний. Амплитуда этих колебаний и отражает уровень экономического риска. При этом поведение предпринимателя обуславливается концепцией предельной полезности. Это означает, к примеру, что при наличии двух вариантов капитальных вложений, предполагающих одинаковую прогнозную прибыль, предприниматель выбирает тот вариант, при котором колебания ожидаемой прибыли меньше. Следовательно, небольшая, но гарантированная прибыль выгоднее, чем большая, но сомнительная<sup>6</sup>.

Еще одним представителем неоклассической теории риска является американский экономист Ф. Найт (1885–1972), который в 1921 г. в своей революционной для того времени работе «Риск, неопределенность и прибыль» развивает научную концепцию Й. фон Тюнена о дифференциации измеримого и неизмеримого экономического риска. Ф. Найт подчеркивал, что «большое влияние на научные дисциплины оказывает практика; небрежное употребление терминов в повседневной жизни приводит к серьезной терминологической путанице. Отсюда следует и необходимость разделения понятий “риск” и “неопределенность”. Измеримая неопределенность есть риск; неизмеримая неопределенность по существу является неопределенностью»<sup>7</sup>.

Согласно концепции Ф. Найта неопределенность является информационной асимметрией в человеческом обществе, обуславливающей неуверенность по поводу того, что будет завтра. Он объективно отмечал тот факт, что при исследовании проблематики прибыли в рамках теории фирмы ученые-экономисты делают допущение о совершенной конкуренции и о полном знании участникам обмена всех условий рынка. Ф. Найт заявил, что данное допущение является в корне неверным и никогда не подтверждается на практике, а существует лишь в абстрактных теоретических конструкциях. На самом же деле информационная асимметрия (т. е. неопределенность) имманентно встроена в природу человеческого общества в целом и каждого отдельного индивида в частности. Обусловлена информационная асимметрия рядом факторов, среди которых:

1. Неполнота и недостаточность исходной информации об объекте, процессе или явлении, в отношении которого принимается решение, а также ограниченность человеческих возможностей в сборе и обработке информации;

---

<sup>6</sup> Гурнович Т. Г., Остапенко Е. А., Молчаненко С. А. Оценка и анализ рисков : учебник / под общ. ред. Т. Г. Гурнович. М. : КНОРУС, 2019. С. 61.

<sup>7</sup> Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль : пер. с англ. М. : Дело, 2003. С. 360.

2. Спонтанность, непредсказуемость некоторых природных явлений и процессов (прежде всего, стихийных бедствий);

3. Наличие в социуме противоборствующих тенденций, возможное противодействие социальной среды или объекта, столкновение противоречивых интересов;

4. Научно-технический прогресс и его достижения, способные в значительной степени повлиять на изменение потребительских предпочтений и, как следствие, рыночной конъюнктуры;

5. Относительность познания человеком окружающей действительности, существующие различия в социально-психологических установках и стереотипах поведения, иррациональность человеческого мышления.

Таким образом, именно Ф. Найтом впервые была обоснована и комплексно исследована неопределенность как объективная характеристика внешней среды функционирования бизнеса, а также сформулирована научная позиция о риске как о количественной мере неопределенности.

Йозеф Шумпетер (1883–1950), будучи также сторонником неоклассической теории риска, указывал, что «если риски не предусматриваются заранее или, во всяком случае, не учитываются в хозяйственном плане, то они становятся источником, с одной стороны, убытков, а с другой – прибылей. Последнее происходит, когда эти возможные для предприятия потери не наступают вообще или когда данное обстоятельство имеет силу для прочих предприятий – из-за несчастного случая вследствие временного или длительного выбытия пострадавшего предложение отстает – причем только временно – от спроса по привычной цене»<sup>8</sup>.

Развитие неоклассической теории риска нашло продолжение в исследованиях венгерских экономистов Т. Бачкаи, Д. Мессена. По их мнению, под риском следует понимать возможность отклонения фактического результата от поставленной цели, для достижения которой было принято решение<sup>9</sup>.

Таким образом, именно в рамках неоклассической школы впервые был определен дуальный характер последствий риска, а сам риск стал рассматриваться как неотъемлемая составляющая любой предпринимательской деятельности, осуществляемой в условиях неопределенности.

Дальнейшим этапом развития научного знания о риске явилась постнеоклассическая теория риска, которая в основе своей сформирована на базе неоклассической школы, но с определенными дополнениями, внесенными в 40-е гг. XX в. английским экономистом Джоном Мейнардом Кейнсом (1883–1946). Эти дополнения включали в себя:

- обоснование «фактора удовольствия от риска» (ради большей ожидаемой прибыли предприниматель может пойти на больший риск);
- обогащение понятийного аппарата термином «издержки риска», которые представляют собой затраты, необходимые для покрытия возможного отклонения

<sup>8</sup> Шумпетер Й. Теория экономического развития. М. : Прогресс, 1982. С. 21.

<sup>9</sup> Бачкаи Т., Мессена Д. Хозяйственный риск и методы его измерения. М. : Экономика, 1979. С. 82.

фактической выручки от ожидаемой вследствие непредвиденных изменений рыночных цен, чрезмерного износа оборудования или разрушений в результате катастроф;

- классификацию предпринимательских рисков. Выделение риска предпринимателя (потеря ожидаемой выгоды от непредвиденных обстоятельств); риска кредитора (невыполнение заемщиком своих долговых обязательств); риска, связанного с возможным уменьшением ценности денежной единицы.

К середине XX в. риск становится предметом многих междисциплинарных исследований, приобретает статус общенаучного понятия, которое выходит за пределы той или иной частной науки. Кроме того, вектор развития научного знания характеризуется смещением от теории рисков к риск-менеджменту. В 1940–1980-е гг. результаты научных исследований по прогнозированию и мониторингу рисков начали активно использоваться в практической плоскости. В начале 1950-х гг. появляются исследования, связанные с анализом взаимосвязи страховой деятельности и техногенных рисков, возникают первые национальные и международные ассоциации и институты, сфера деятельности которых связана с оценкой и регламентацией рисков в коммерческой деятельности. В 1955 г. профессор страхования У. Снайдер из американского Темпльского университета ввел в научный оборот понятие «риск-менеджмент», а в 1956 г. Р. Галлахер впервые дал описание профессии «риск-менеджер»<sup>10</sup>.

Формирование и развитие маркетингового направления научных исследований актуализировало теорию рыночного риска, которая впоследствии была дополнена теорией управления развитием фирмы, а затем – теорией инновационного предпринимательства. В 70-е гг. XX в. в Лондоне была создана школа бизнеса, изучающая и обобщающая принципы управления риском. В рамках этой школы проводились опросы руководителей крупнейших транснациональных компаний, посвященные проблематике риск-менеджмента<sup>11</sup>. Полученный эмпирический массив данных в дальнейшем способствовал появлению и развитию парадигмальных комплексных систем управления рисками компаний в виде стандартов COSO ERM, ISO/IES, FERMA, представляющих собой целый набор алгоритмов риск-менеджмента.

В плоскости исследования финансовых рисков основные научные разработки также соотносятся со второй половиной XX в. Наиболее широкое признание получили такие теории риска, как «современная портфельная теория» (Г. Марковиц, Дж. Тобин и др.), модель оценки стоимости финансовых активов (У. Шарп, Дж. Линтнер, Я. Моссин и др.), модель оценки стоимости опционов (Ф. Блэк, М. Шоулз, Р. Мертон) и ряд других.

Таким образом, фундаментальные теоретические основы исследования риска как экономической категории, а также прикладные аспекты управления рисками

---

<sup>10</sup> См.: *Омарова З. Н.* Риск-менеджмент в управлении организацией : дис. ... канд. экон. наук. Великий Новгород, 2019.

<sup>11</sup> См.: *Резниченко В. Ю., Цыганкова И. В.* Управление финансовыми рисками современного банка. С. 20.



в разнообразных видах экономической деятельности как в реальном, так и финансовом секторах базируются в основном на работах зарубежных исследователей.

Вклад отечественных научных разработок в развитие теории риска гораздо скромнее, что объясняется продолжительным периодом существования административно-командной системы экономики. Советские ученые полагали, что плановая экономика априори не предусматривает наличие рисков. По их мнению, разработка плана на научной основе, с учетом всех факторов позволяет полностью устранить риски (за исключением лишь природно-климатических рисков, влияющих на хозяйственную деятельность человека).

Вместе с тем можно найти интересные положения в данной области – как теоретические, так и закрепленные в нормативных актах, относящиеся к периоду новой экономической политики (1921–1928), когда активно развивалось предпринимательство. В них закреплялось понятие нормального или допустимого производственно-хозяйственного риска.

В дальнейшем, с усилением административных начал в советской экономике категория «риск» было признана буржуазным понятием, свойственным лишь капиталистической системе. Это привело к исчезновению данного термина со страниц энциклопедических словарей «Политическая экономия», «Философская энциклопедия», «Советский энциклопедический словарь» и др. В связи с этим ряд экономистов в своих исследованиях единодушно отмечают, что ни в одном экономическом словаре советского времени понятия «риск» не обнаруживается<sup>12</sup>.

Возвращение интереса к риску у российских ученых возникло с переходом к рыночной экономике. Проведение демонополизации и приватизации в начале 1990-х гг. способствовало бурному развитию предпринимательства в постсоветской России. Государство перестало быть единственным носителем риска, соответствующее бремя было возложено на хозяйствующих субъектов. В результате, не имея должного практического опыта в данной сфере, большая часть российских компаний в течение продолжительного времени ограничивалась использованием лишь одного инструмента риск-менеджмента – страхования. Параллельно с этим все больше российских ученых стали заниматься исследованием рисков и разработкой концепций риск-менеджмента, адекватными условиям российской действительности.

Исходя из анализа научных разработок с начала XXI в., можно с уверенностью утверждать, что риск становится ведущим предметом исследования в экономической науке. Причем в последние годы количество научных работ, посвященных проблематике риска, только увеличивается на фоне роста кризисных явлений в мировой экономике сначала вследствие перекапитализации существующих рынков и усиления монополизации экономического пространства, а затем и пандемии коронавирусной инфекции COVID-19.

На современном этапе развития теории риска его экономическая природа продолжает изучаться учеными с учетом новых реалий. По причине наличия широко-

<sup>12</sup> Гурнович Т. Г., Остапенко Е. А., Молчаненко С. А. Оценка и анализ рисков. С. 63.

го спектра школ риск-менеджмента, видов экономической деятельности и личных позиций исследователей взгляды на трактовку понятия «риск», его признаки и функции носят полиаспектный и дискуссионный характер, что отражено далее в п. 1.2.

## 1.2. Сущность риска, его факторы, признаки и функции

Для того чтобы разобраться в экономической сущности риска, целесообразно рассмотреть основные подходы к его определению. В современной экономической литературе отсутствует однозначная научная позиция относительно трактовки понятия «риск», что связано с его емким и многоаспектным содержанием. Широкое разнообразие дефиниций обусловлено тем, что авторами зачастую гипертрофируется взятый как базовый какой-либо функциональный атрибут (характеристика) риска.

Проведенный анализ понятийного аппарата позволяет выделить три основных подхода к толкованию риска как экономической категории (табл. 2.):

1. Трактовка риска как вероятности возникновения потерь.
2. Трактовка риска как вероятности возникновения потерь и возможных положительных исходов.
3. Трактовка риска как вероятности отклонения фактического результата от ожидаемого.

Т а б л и ц а 2

### Трактовки понятия «риск» как экономической категории

Автор(ы)	Трактовка понятия «риск»
<i>1-й подход. Трактовка риска как вероятности возникновения потерь</i>	
Большой экономический словарь, под редакцией А. Н. Азрилияна	Риск – возможность наступления событий с отрицательными последствиями в результате определенных решений или действий <sup>13</sup>
Современный экономический словарь, под редакцией Б. А. Райзберга	Риск – опасность возникновения непредвиденных потерь ожидаемой прибыли, дохода или имущества, денежных средств, других ресурсов в связи со случайным изменением условий экономической деятельности, неблагоприятными обстоятельствами <sup>14</sup>

<sup>13</sup> Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. 5-е изд., доп. и перераб. М. : Ин-т новой экономики, 2002. С. 498.

<sup>14</sup> Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева ; под ред. Б. А. Райзберга. 6-е изд., доп. и перераб. М. : ИНФРА-М, 2017. С. 512.

## Продолжение табл. 2

Автор(ы)	Трактовка понятия «риск»
Н. И. Берзон, Т. В. Теплова	Риск – это вероятность неблагоприятного исхода, когда инвестор или компания не получают ожидаемого результата <sup>15</sup>
В. М. Гранатуров	Риск – возможность возникновения в ходе реализации проекта неблагоприятных ситуаций и последствий <sup>16</sup>
Т. Г. Гурнович, Е. А. Остапенко, С. А. Молчаненко	С экономической точки зрения риск – это вероятность возникновения убытков или недополучения доходов по сравнению с прогнозируемым вариантом <sup>17</sup>
Ф. А. Красина	Под риском в самом общем смысле понимают некоторую возможную потерю, вызванную наступлением случайных неблагоприятных событий <sup>18</sup>
И. А. Лисовская	Риск – это возможность изменения предполагаемого результата, преимущественно в виде потерь, вследствие реализации одного из множества возможных вариантов сочетаний условий и факторов, влияющих на анализируемый объект <sup>19</sup>
Т. Я. Нерсисян	Риск – предполагаемое событие, ведущее к ущербам (убыткам) <sup>20</sup>
Г. Б. Поляк	Риск – это вероятность возникновения потерь, убытков, недопоступлений планируемых доходов, прибыли <sup>21</sup>

*2-й подход. Трактовка риска как вероятности возникновения потерь и возможных положительных исходов*

Н. В. Легостаева	Риск – это вариабельность фактических исходов (потери, шансы) деятельности компании, связанной с производством и реализацией продукции (услуг), финансовым и инвестиционным обеспечением вследствие неопределенности условий функционирования под воздействием факторов внутренней и внешней среды при наличии рискующего субъекта и возможности измеримой оценки последствий рискованных событий <sup>22</sup>
------------------	---

<sup>15</sup> Финансовый менеджмент : учебник / под ред. Н. И. Берзона, Т. В. Тепловой. М. : КНОРУС, 2014. С. 154.

<sup>16</sup> Гранатуров В. М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения. М. : Дело и сервис, 2010. С. 208.

<sup>17</sup> Гурнович Т. Г., Остапенко Е. А., Молчаненко С. А. Оценка и анализ рисков. С. 9.

<sup>18</sup> Красина Ф. А. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. Томск : Эль Контент, 2012. С. 146.

<sup>19</sup> Лисовская И. А. Основы финансового менеджмента. М. : ТЕИС, 2006. С. 104.

<sup>20</sup> Нерсисян Т. Я. Управление риском в системе управления предприятием // Управление риском. 2007. № 2. С. 21–24.

<sup>21</sup> Финансовый менеджмент : учебник для вузов / под ред. акад. Г. Б. Поляка. 2-е изд., доп. и перераб. М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2006. С. 204.

<sup>22</sup> Легостаева Н. В. Управление рисками в транспортно-экспедиторских компаниях : автореф. дис. ... канд. экон. наук. СПб, 2011. С. 7.

Продолжение табл. 2

Автор(ы)	Трактовка понятия «риск»
В. Н. Минат	Риск – ситуация, связанная с наличием выбора альтернатив путем оценки вероятности наступления рисковосодержащего события, влекущего как положительные, так и отрицательные последствия <sup>23</sup>
Е. С. Стоянова, И. Т. Балабанов	Риск как экономическая категория представляет собой возможность совершения события, которое может повлечь за собой три экономических результата: отрицательный (проигрыш, ущерб, убыток); нулевой; положительный (выигрыш, выгода, прибыль) <sup>24</sup>
С. А. Филин	Риск представляет собой вероятность (угрозу) того, что организация, первое, потеряет часть своих ресурсов, недополучит доходы или понесет дополнительные расходы или, второе, извлечет значительную выгоду (доход) в результате осуществления своей деятельности в условиях неопределенности <sup>25</sup>
А. Р. Цховребов	Риск – это совокупность условий и факторов, характеризуемая наличием неопределенности и многовариантности выбора действий, оказывающая как негативное влияние в виде вероятности потерь и утрат, так и позитивное воздействие в виде дополнительных возможностей развития на результаты деятельности хозяйствующих субъектов <sup>26</sup>
Е. В. Цветкова, И. О. Арлюкова	Риск – ситуация неопределенности, которая может привести как к положительному, так и отрицательному результату <sup>27</sup>

*3-й подход. Трактовка риска как вероятности отклонения фактического результата от ожидаемого*

Дж. Ван Хорн, С. Вахович	Риск – изменчивость доходности в сравнении с ее ожидаемой величиной <sup>28</sup>
-----------------------------	---

<sup>23</sup> Минат В. Н. Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски : учеб. пособие для вузов. М. : Изд-во «Экзамен», 2006. С. 189.

<sup>24</sup> Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник / Е. С. Стоянова, Т. Б. Крылова, И. Т. Балабанов ; под ред. Е. С. Стояновой. 5-е изд., перераб. и доп. М. : Изд-во «Перспектива», 2003. С. 439.

<sup>25</sup> Филин С. А. Неопределенность и риск. Место инновационного риска в классификации рисков // Управление риском. 2000. № 4. С. 25–30.

<sup>26</sup> Цховребов А. Р. Особенности управления развитием экономической системы в условиях нестабильности внешней среды // Управление экономическими системами : сб. ст. IV Междунар. науч.-практ. конф. Пенза : Приволжский Дом знаний. 2012. С. 89–91.

<sup>27</sup> Цветкова Е. В., Арлюкова И. О. Риски в экономической деятельности. СПб. : Знание, 2002.

<sup>28</sup> Ван Хорн Дж., Вахович С. Основы финансового менеджмента : пер. с англ. 12-е изд. М. : ООО «И. Д. Вильямс», 2008. С. 191.

О к о н ч а н и е т а б л . 2

Автор(ы)	Трактовка понятия «риск»
О. Н. Гримашевич	Риск – возможность недостижения субъектом хозяйствования целевых ожидаемых результатов реализации принятого управленческого решения по причине объективно имеющейся неопределенности <sup>29</sup>
И. Я. Лукасевич	Риск интерпретируется как возможность отклонения фактических результатов проводимых операций от ожидаемых (прогнозируемых); чем шире диапазон возможных отклонений, тем выше риск хозяйственной операции <sup>30</sup>
Н. А. Рыхтикова	Риск можно рассматривать как экономическую категорию, характеризующую возможность, вероятность отклонения от цели, несовпадения фактического результата с намеченным в условиях объективно существующей неопределенности <sup>31</sup>
Е. Н. Станиславчик	Риск – возможность отклонения действительности от ожидаемого: развития бизнеса от предпринимательской идеи; фактических результатов деятельности от запланированных <sup>32</sup>
У. Ф. Шарп	Риск – это степень возможного отклонения действительного результата от ожидаемого, а стандартное отклонение – мера, позволяющая это сделать <sup>33</sup>

Первый подход, согласно которому риск трактуется как вероятность возникновения события, несущего негативные последствия (потери, убытки, ущерб), в большей степени соответствует нашему повседневному, обывательскому представлению о риске. Как показывают результаты ряда исследований<sup>34</sup>, большинство опрошенных руководителей российских компаний связывают риск прежде всего с опасностью или угрозой.

<sup>29</sup> Гримашевич О. Н. Система управления рисками промышленного предприятия: теория, методология, практика : автореф. дис. ... д-ра экон. наук. Саратов, 2012. С. 7.

<sup>30</sup> Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент : в 2 ч. Ч. 1. Основные понятия, методы и концепции : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 4-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2017. С. 290.

<sup>31</sup> Рыхтикова Н. А. Анализ и управление рисками организации : учеб. пособие. М. : ФОРУМ : ИНФРА-М, 2007. С. 7.

<sup>32</sup> Станиславчик Е. Н. Основы финансового менеджмента : учеб. пособие. М. : Ось-89, 2001. С. 97.

<sup>33</sup> Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бэйли Д. В. Инвестиции : учебник / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2010. С. 318.

<sup>34</sup> Оценка уровня зрелости управления рисками в России : Аналит. отчет Исслед. центра компании «Делойт» в СНГ. Москва, 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/risk/russian/otsenka-urovnya-zrelosti-2019.pdf> (дата обращения: 10.09.2020).

Действительно, многие виды риска, сопутствующие деятельности человека, находят свое проявление только в отрицательных результатах. Однако трактовка риска в экономической плоскости как исключительно неблагоприятного события с негативными последствиями является не вполне корректной, поскольку ставит под сомнение само существование и развитие бизнеса. Ведь если принятие риска всегда приводит к отрицательным результатам, какой смысл идти на него бизнесмену или менеджеру.

Очевидно, что есть мотивация, которая проявляется в возможности реализации благоприятного (желаемого) исхода и побуждает экономического субъекта рисковать, невзирая на возможные потери. В рыночной экономике в качестве такого мотива выступает повышение благосостояния собственников бизнеса посредством получения и максимизации прибыли от хозяйственной деятельности.

Таким образом, риск ведения бизнеса имеет двойственную природу и предполагает не только неблагоприятные исходы (потери), но и благоприятные возможности (например, получение сверхожидаемого дохода). Эта парадигмальная концепция нашла свое отражение во втором подходе к толкованию риска, сторонниками которого являются Е. С. Стоянова, И. Т. Балабанов, Н. В. Легостаева, В. Н. Минат и др.

Концепция определения риска как потенциальной возможности основана на взаимосвязи между риском и доходом. Соотношение риска и доходности – важнейшее правило, на котором базируются стратегии принятия решений в условиях риска в рамках финансового менеджмента. Риск и доходность изменяются в одном направлении: чем выше риск, тем большую норму доходности должна обеспечивать проводимая операция. Но при этом шансы на получение этого дохода уменьшаются. И чем меньше риск, тем больше шансов получить доход. Но размер его будет меньше, чем мог бы быть.

Таким образом, в ситуации неопределенности риск может нести в себе не только отрицательный возможный результат, но и положительный – в случае реализации положительного возможного исхода. Неоднозначность исхода рискованного события в условиях неопределенности обуславливает объективность третьего подхода к определению понятия «риск», который, по своей сути, является элементарным второму подходу.

Авторы настоящего учебника, являясь сторонниками третьего подхода к толкованию риска, считают, что наиболее емко можно охарактеризовать понятие «риск» как вероятность отклонений фактических результатов деятельности от ожидаемых в условиях неопределенности.

Обозначенная трактовка риска не противоречит второму подходу к его толкованию, так как предполагает, что отклонение фактических результатов деятельности от ожидаемых может произойти как в позитивном векторе (принести выигрш), так и в негативном (принести потери), что отражено на рис. 1.

На рис. 1 ось абсцисс характеризует величину прибыли или финансовый результат  $x$ , ось ординат – вероятность получения определенного уровня прибыли  $F(x)$ . Предполагается, что наиболее вероятно получение прибыли, равной расчетной

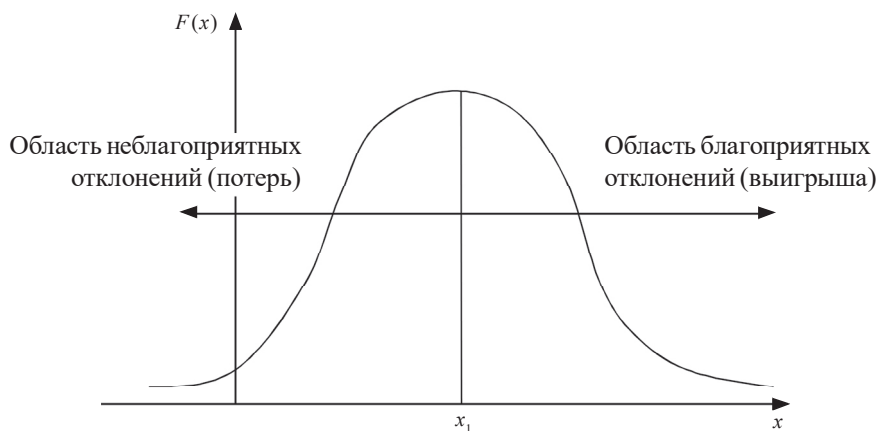


Рис. 1. Интерпретация риска как вероятности отклонения фактических результатов от ожидаемых

величине (ожидаемой прибыли)  $x_1$ . Вероятность получения такой прибыли максимальна, соответственно значение  $x_1$  можно считать математическим ожиданием прибыли. Вероятность получения прибыли, большей или меньшей по сравнению с  $x_1$ , тем ниже, чем больше такая прибыль отличается от расчетной, т. е. значения вероятностей отклонения от расчетной прибыли монотонно убывают при росте отклонений<sup>35</sup>.

Возвращаясь к обозначенной трактовке риска, необходимо также отметить то, что в ней содержится указание на *неопределенность как среду возникновения риска*. Как уже упоминалось в п. 1.1, впервые неопределенность была наиболее системно и комплексно исследована американским экономистом Ф. Найтом в его работе «Риск, неопределенность и прибыль» (1921). Определяя неопределенность как информационную асимметрию, он привел ей научное обоснование, выделил определяющие ее причинные факторы, строго разграничил ее трактовку с трактовкой риска, а также предложил некоторые «меры преодоления неопределенности», среди которых страхование, использование производных ценных бумаг и ряд других.

Согласно научной позиции Ф. Найта отличие неопределенности от риска состоит в том, что риск — это количественная мера (характеристика) неопределенности, тогда как неопределенность — объективное неустранимое состояние среды функционирования бизнеса.

В настоящее время концепция Ф. Найта является парадигмальной. В большинстве работ ученых-экономистов под неопределенностью понимается неустранимое имманентное качество (характеристика) экономической среды, выражающееся в том, что рыночные условия в каждый конкретный момент времени

<sup>35</sup> Слепухина Ю. Э., Казак А. Ю. Риск-менеджмент на финансовых рынках : учеб. пособие. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. С. 12.

обуславливаются воздействием неизмеримого количества факторов различной природы и направленности. Являясь источниками генезиса и эскалации рисков, эти факторы в современном риск-менеджменте обозначаются как риск-факторы.

*Риск-факторы* (факторы риска) – это такие условия и обстоятельства, которые являются источниками вероятностного возникновения рисков событий.

В соответствии с дифференциацией экономической среды бизнеса на внешнюю и внутреннюю, всю совокупность риск-факторов можно подразделить на две группы: риск-факторы внешней среды и риск-факторы внутренней среды организации. Критерием дифференциации является тот факт, что риск-факторы внешней среды неподвластны управленческим воздействиям, в то время как риск-факторы внутренней среды поддаются влиянию руководства организации.

Рассмотрим сначала риск-факторы внешней среды.

Внешняя среда представляет собой совокупность хозяйствующих субъектов, экономических, общественных и природных условий, национальных и межгосударственных институциональных структур и других внешних условий и факторов, действующих в окружении экономического субъекта и влияющих на различные сферы его деятельности<sup>36</sup>.

Классификация риск-факторов внешней среды в разрезе ее глобального, макро-, мезо- и микроуровней представлена на рис. 2.

Микроуровень представляет собой среду непосредственного окружения организации. Традиционно к основным факторам микросреды относятся поставщики, покупатели, конкуренты, посредники, контактные аудитории. Под контактными аудиториями в данном случае понимаются группы лиц, не принимающие непосредственное участие в деятельности экономического субъекта, но способные оказывать на него влияние на товарных и финансовых рынках. К ним относятся: финансово-кредитные организации (коммерческие банки, инвестиционные и страховые компании, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, факторинговые, лизинговые компании и т. д.); государственные учреждения; средства массовой информации; местные контактные аудитории (местное население)<sup>37</sup>.

Основной состав выделенных групп факторов среды косвенного окружения организации (глобальный мировой уровень, макроуровень, мезоуровень) представлен в табл. 3.

Рассмотренные выше риск-факторы находятся в тесной взаимосвязи и взаимобусловленности, они достаточно сложные и подвержены постоянным изменениям, обуславливая тем самым такие имманентные свойства внешней среды, как неопределенность, сложность и динамичность (нестабильность).

---

<sup>36</sup> Яркина Т. В. Основы экономики предприятия : крат. курс : учеб. пособие. М. : ЮНИТИ, 2004. С. 365

<sup>37</sup> Котлер Ф. Основы маркетинга. М. : Вильямс, 2015.



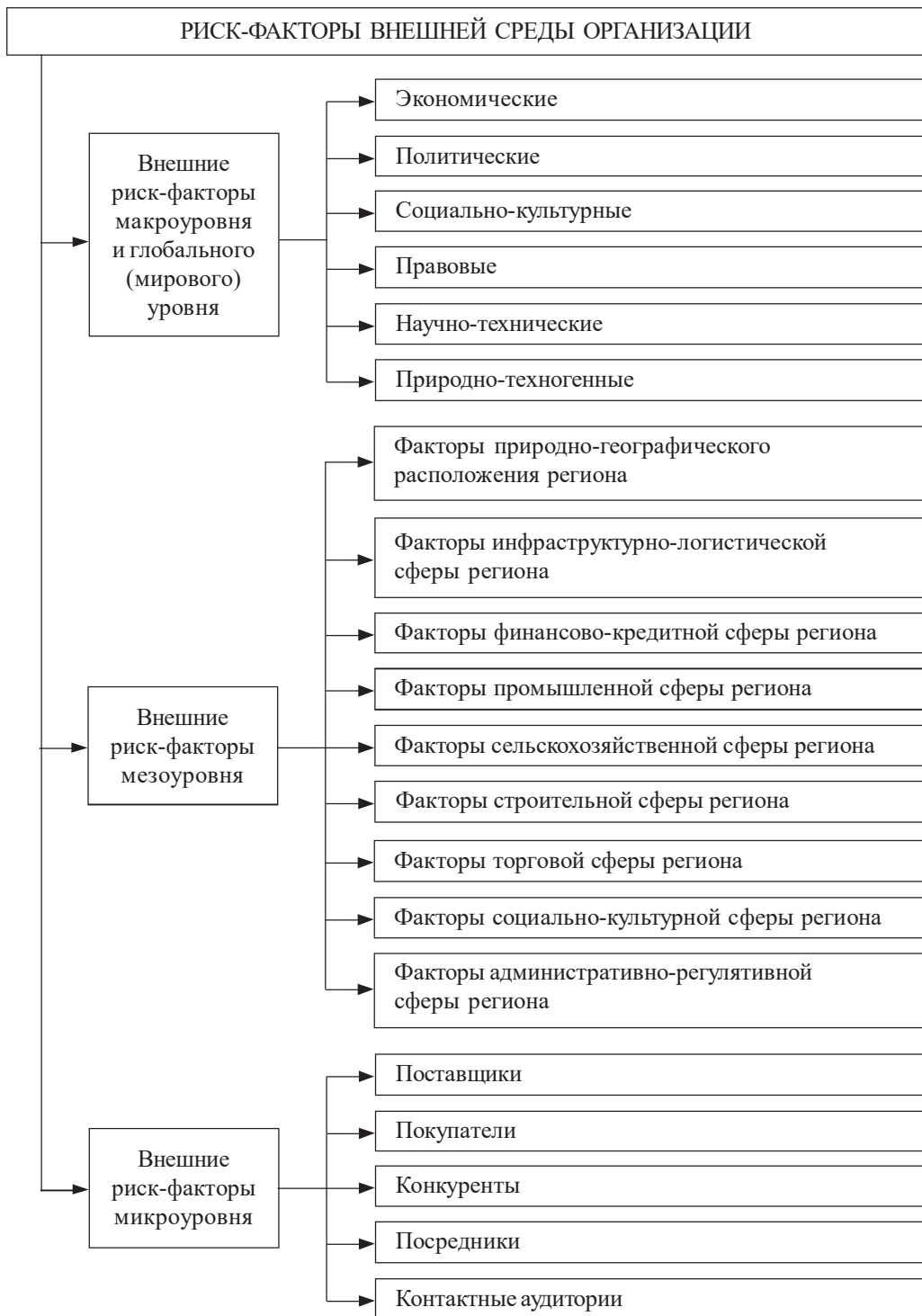


Рис. 2. Классификация риск-факторов внешней среды организации

**Основной состав риск-факторов внешней среды  
косвенного окружения организации<sup>38</sup>**

Классификационная единица	Состав риск-факторов
<i>Внешние риск-факторы макроуровня и глобального (мирового) уровня</i>	
Экономические факторы	Фаза экономического цикла в мировой и национальной экономике; конъюнктурные особенности целевых товарных и финансовых рынков на мировом и национальном уровнях; экономическая политика государства (в том числе финансовая); фактические макроэкономические индикаторы (валютный курс, темп инфляции, ключевая ставка); кредитный рейтинг страны; уровень безработицы; уровень реальных доходов населения страны
Политические факторы	Расстановка политических сил в стране и в мире; геополитические конфликты; военные конфликты; санкционный режим в отношении государства (группы государств); уровень политической стабильности в стране; выборы на федеральном уровне; уровень коррупции в стране; уровень доверия к власти со стороны населения и бизнеса в стране
Социально-культурные факторы	Демографическая ситуация, средняя продолжительность жизни населения страны; базовые ценности, качество и стиль жизни общества; изменение вкусов и предпочтений потребителей; особенности менталитета; отношение населения страны к работе и отдыху; отношение мирового сообщества к государству, отрасли
Правовые факторы	Изменения в федеральном законодательстве, влияющие на отрасль (бюджетное, налоговое, банковское, страховое, валютное, трудовое, гражданское, таможенное, антимонопольное, патентное, земельное, законодательство об охране окружающей среды и др.)
Научно-технические факторы	Достижения научно-технического прогресса и возможность их использования в отрасли или смежных отраслях; скорость изменений и адаптации новых технологий; появление и развитие финансовых инноваций; технологические изменения, имеющие значение для развития отрасли; тенденции появления новых товаров и услуг в отрасли, в том числе товаров-заменителей
Природно-техногенные факторы	Изменение природно-климатических условий в стране и в мире; уровень загрязнения окружающей среды в стране и в мире; возникновение и распространение опасных вирусных и бактериальных инфекций; крупные стихийные бедствия и техногенные катастрофы общегосударственного и мирового масштаба

<sup>38</sup> Долгих Ю. А. Формирование и функционирование системы управления финансовой устойчивостью предприятия : дис. ... канд. экон. наук. Екатеринбург, 2019. С. 42.

Продолжение табл. 3

Классификационная единица	Состав риск-факторов
<i>Внешние риск-факторы мезоуровня</i>	
Факторы природно-географического расположения региона	Природно-климатические условия, уровень обеспеченности региона минерально-сырьевыми, топливно-энергетическими, лесными и водными ресурсами, обусловленные его географическим расположением; уровень загрязнения окружающей среды в регионе размещения организации; рекреационно-туристский потенциал региона; стихийные бедствия (землетрясения, наводнения, засухи, пожары, бури, ураганы), обусловленные географическим положением региона
Факторы инфраструктурно-логистической сферы региона	Уровень развития инфраструктуры в регионе размещения организации (транспорт, связь, энерго- и водоснабжение, инженерно-техническая, социальная инфраструктура); наличие и качество логистических комплексов и сетей в регионе
Факторы финансово-кредитной сферы региона	Региональная финансовая политика и параметры регионального бюджета; уровень финансового потенциала региона; количество финансово-кредитных учреждений в районе размещения организации, уровень конкуренции между ними; наличие и уровень развития регионального фондового рынка
Факторы промышленной сферы региона	Цикл деловой активности в промышленной сфере на уровне региона размещения организации; степень концентрации промышленного производства в регионе; накопленный промышленный потенциал региона; промышленная специализация региона
Факторы сельскохозяйственной сферы региона	Цикл деловой активности в сельскохозяйственной отрасли на уровне региона размещения организации; количество сельскохозяйственных предприятий в регионе, степень конкуренции; уровень модернизации производства субъектов сельскохозяйственной сферы в регионе
Факторы строительной сферы региона	Цикл деловой активности в строительной отрасли на уровне региона размещения организации; количество строительных компаний в регионе, степень конкуренции; уровень цен на строительные работы и объекты; уровень развития и применения в регионе прогрессивных технологий промышленного и гражданского строительства
Факторы торговой сферы региона	Наличие и уровень развития в регионе размещения организации торговых посредников и общественных торговых институтов: отраслевых производственно-сбытовых ассоциаций, региональных торгово-промышленных палат, ярмарок, выставок-продаж
Факторы социально-культурной сферы региона	Демографическая ситуация в регионе размещения организации (половозрастная структура, плотность, миграция, занятость и безработица, этнический состав, соотношение городского и сельского населения региона); показатели здоровья и средней продолжительности жизни населения региона; уровень образования и этнокультурные

О к о н ч а н и е т а б л. 3

Классификационная единица	Состав риск-факторов
	особенности населения региона, в том числе потребительские предпочтения
Факторы административно-регулятивной сферы региона	Наличие стратегии и программ развития региона размещения организации; качество регионального менеджмента; уровень взаимодействия региональных властей и бизнеса; уровень политической стабильности в регионе; изменения в региональном законодательстве, влияющие на отрасль

Также необходимо отметить, что риск-факторы внешней среды выступают первичными по отношению к риск-факторам внутренней среды организации, т. е. они проявляют себя через них, обуславливая конкретные виды проявлений внутренних факторов. Классификация риск-факторов внутренней среды организации представлена на рис. 3.

Отраженная на рис. 3 совокупность внутренних риск-факторов характерна для организации как реального, так и финансового сектора экономики. Риск-факторы внутренней среды разделены на три группы: организационно-управленческие; операционные; финансово-экономические. Очевидно, что среди обозначенных групп риск-факторов наибольшее влияние на финансовое состояние организации оказывают финансово-экономические факторы. Состав и структура активов и пассивов экономического субъекта в традиционном понимании определяют его финансовую устойчивость и платежеспособность так же, как доходы и расходы. В свою очередь финансово-экономические риск-факторы обусловлены влиянием операционных и организационно-управленческих факторов. Рассмотрим каждую группу риск-факторов в отдельности.

#### *Организационно-управленческие риск-факторы:*

1. Отраслевая принадлежность организации. Казалось бы, уровень развития, или текущая экономическая ситуация, в какой-либо конкретной отрасли является фактором внешней среды бизнеса. Однако авторы относят данный риск-фактор к числу внутренних потому, что данное обстоятельство является следствием решения учредителей бизнеса. В условиях рыночной экономики учредители относительно свободны в своем выборе объекта инвестирования денежных средств. Вид деятельности создаваемой организации – это то обстоятельство, которое подвластно их воле и решению. В свою очередь, конкретная отраслевая принадлежность впоследствии может генерировать значительный пул рискованных событий для организации. Так, к примеру, нефтедобывающие экспортно-ориентированные компании во многом зависят от конъюнктуры мирового рынка энергоносителей, в то время как финансовое благополучие, скажем, коммерческих банков, страховых компаний во многом определяется внутренними экономическими факторами в стране.

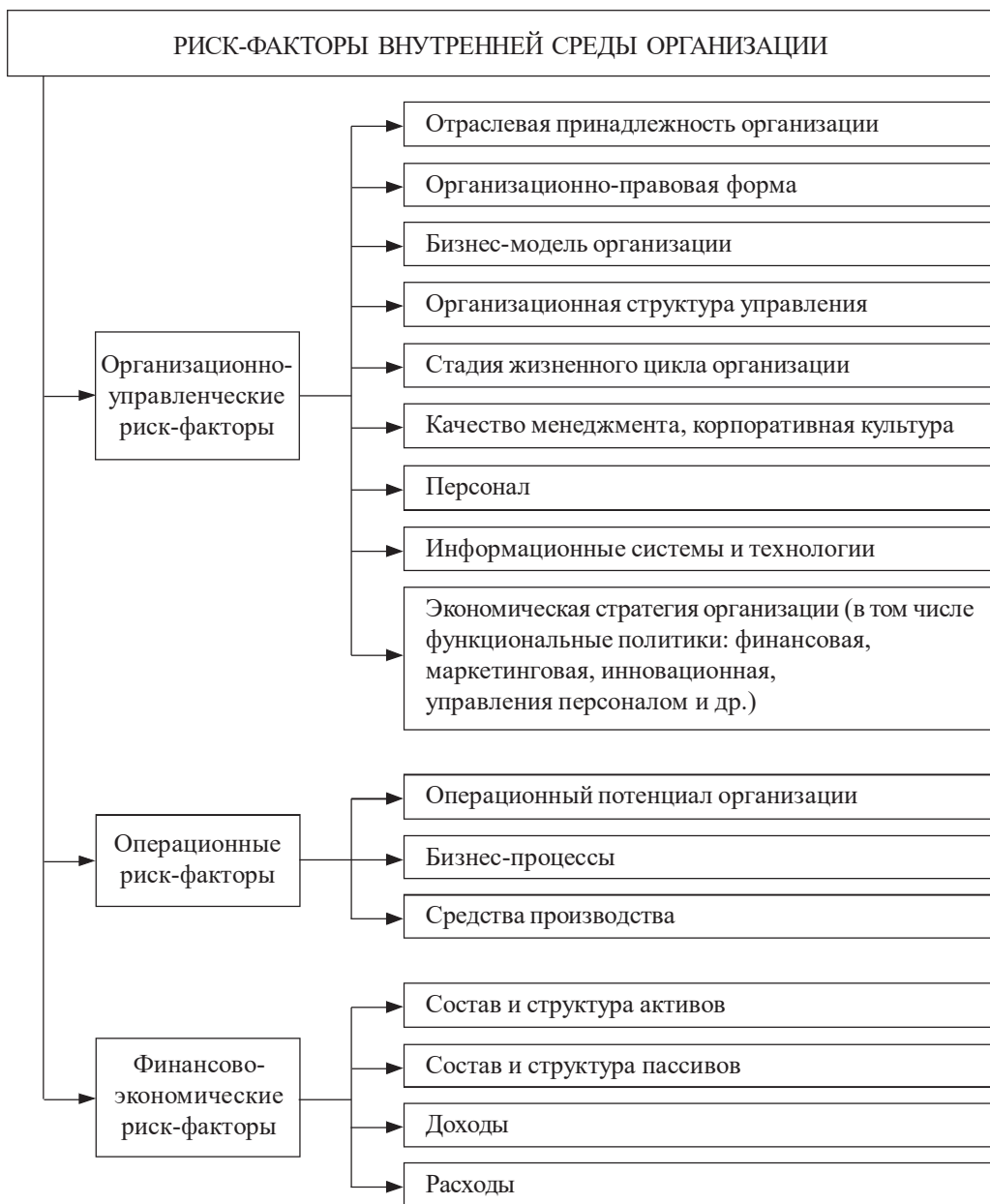


Рис. 3. Классификация риск-факторов внутренней среды организации

2. Организационно-правовая форма экономического субъекта. Данный риск-фактор определяет: порядок формирования финансовых ресурсов организации (в особенности, уставного капитала); возможность и особенности эмиссии ценных бумаг (акций, облигаций); порядок распределения прибыли и покрытия убытков; доступный перечень методов и приемов финансового менеджмента;

меры ответственности учредителей по финансовым обязательствам. Все эти аспекты могут выступать существенными источниками рисков событий.

3. Бизнес-модель организации. Под бизнес-моделью понимается ключевая концепция организации в форме описательной конструкции, отображающей структуру, элементы, бизнес-процессы и связи между ними, а также взаимоотношения, в которые вступает организация в процессе своей деятельности<sup>39</sup>.

Бизнес-модель представляет собой описание организации как сложной системы, в рамках которой отражаются все ее структурные объекты, процессы, каналы взаимодействия, материальные и информационные потоки (как внутренние, так и внешние). Именно бизнес-модель организации определяет конкретную архитектуру ее основных, вспомогательных, обслуживающих и административных бизнес-процессов, тем самым формируя цепочку создания экономической добавленной стоимости и все ее ключевые параметры (включая величину конечных издержек выпускаемого продукта или услуги). Бизнес-модель есть у каждого экономического субъекта, она может быть выбрана осознанно или являться результатом сложившейся практики функционирования, но в любом случае она существует. Недостаточно эффективная бизнес-модель, не соответствующая текущим рыночным условиям и ресурсным возможностям, может являться довольно существенным риск-фактором для организации.

4. Организационная структура управления. От этого риск-фактора зависит скорость реакции системы менеджмента организации на изменение факторов внешней среды, оперативность и адекватность процесса принятия управленческих решений. Тип организационной структуры управления определяет иерархию управления, уровень координации функциональных подразделений компании, распределение функционала и ответственности между ними. Согласованность действий работников организации, степень инициативности, инновационной активности персонала также обусловлены влиянием данного риск-фактора. Сложные, инертные организационные структуры управления, присущие ряду российских компаний еще со времен советского прошлого, не соответствуют современным экономическим реалиям. Они снижают скорость их адаптации к перманентно изменяющимся внешним условиям, ставят под угрозу их конкурентоспособность.

5. Стадия жизненного цикла организации. Согласно базовым положениям теории жизненных циклов каждый экономический процесс или субъект можно представить в виде определенного цикла, включающего ряд последовательных этапов (стадий). Ключевой признак, по которому целесообразно выделять различные этапы жизненного цикла экономического субъекта, – объем продаж (продукции, работ, услуг). Жизненный цикл организации в зависимости от объема продаж представляет последовательность следующих этапов: зарождение; ускорение роста;

---

<sup>39</sup> Дудникова А. В. Развитие методического инструментария по оценке бизнес-моделей предприятия // Экономические науки и прикладные исследования: фундаментальные проблемы модернизации экономики России : сб. науч. тр. XI Международ. науч.-практ. конф. Томск : Изд-во Нац. исслед. Томск. политехн. ун-та, 2014. С. 167–173.

замедление роста; зрелость; спад деятельности; банкротство (ликвидация). Очевидно, что на каждом из этих этапов состав и структура активов и пассивов организации будут существенно отличаться друг от друга так же, как и перечень ключевых рисков деятельности.

6. Качество менеджмента, корпоративная культура. В данном случае под качеством менеджмента понимаются состояние потенциала управления и мера его использования, отраженная в результатах деятельности организации (в том числе финансовых)<sup>40</sup>. Влияние данного риск-фактора очевидно. Личности руководителей, стиль руководства организацией, приемы и формы управления определяют эффективность реализации основных функций менеджмента, таких как планирование, организация, мотивация, координация и контроль. От реализации данных функций зависит финансовое благополучие организации и ее положение на рынке.

В отношении корпоративной культуры зависимость также прямо пропорциональная. Формирование и развитие корпоративной культуры в организации позволяет ориентировать работников всех структурных подразделений на достижение общих целей, мобилизовать инициативу и обеспечить их эффективную командную работу. И наоборот, отсутствие корпоративной культуры может обуславливать риски взаимодействия сотрудников.

7. Персонал. Обозначенный риск-фактор может оказать влияние на все показатели эффективности бизнеса. Такие характеристики персонала организации, как численность, возраст, уровень образования, профессиональная квалификация, определяют уровень производительности труда, количество и качество выпускаемой продукции (оказываемых работ, услуг), уровень лояльности покупателей и, в конечном счете, основные финансовые результаты деятельности организации.

8. Информационные системы и технологии. В современных условиях цифровой экономики этот риск-фактор также влияет на все параметры функционирования и развития бизнеса. В настоящее время практически все бизнес-процессы компаний как реального, так и финансового секторов осуществляются с применением современных информационных технологий, посредством которых реализуются и основные функции менеджмента. Несовершенство используемых информационных систем и технологий (особенно в банковском сегменте) является существенным риск-фактором, способствующим росту киберпреступлений.

9. Экономическая стратегия развития и функциональные политики организации. Высокое значение этого риск-фактора не вызывает сомнений. В плоскости нивелирования финансовых рисков из всех разновидностей функциональных политик организации важнейшую роль играет финансовая политика. Представляя собой основной инструмент реализации экономической стратегии развития компании, она определяет целевые установки, условия и варианты развития финансово-экономических процессов, задачи, критерии, методы и модели управления денежными потоками компании, иные инструменты финансового менеджмента.

<sup>40</sup> Винокуров В. А. Менеджмент и экономический кризис // Вестн. МГЛУ. 2010. № 6 (585). С. 42–54.

Финансовая политика включает инвестиционную, эмиссионную, дивидендную, учетную, амортизационную, ценовую, кредитную политику, политику управления текущими активами и пассивами. От содержания и инструментов реализации данных политик зависит финансовая устойчивость и платежеспособность организации.

*Операционные риск-факторы:*

10. Операционный (производственный) потенциал организации. Отражает возможности организации выпускать продукцию (оказывать услуги) необходимого качества и требуемого количества для обеспечения своего устойчивого функционирования и развития в динамичной рыночной среде. Операционный потенциал характеризуется потенциальным объемом производства продукции (оказания услуг) при использовании потенциальных возможностей основных и оборотных средств, профессиональных кадров и потенциальном привлечении новейших технологий и существующей информации.

Операционный потенциал организации наряду с уровнем рыночного спроса на выпускаемую продукцию (работы, услуги) выступает в качестве двух ключевых ограничений на пути максимизации объема продаж. Именно поэтому операционный потенциал является существенным риск-фактором в обеспечении быстрого развития компании и реализации ее агрессивной рыночной стратегии.

11. Бизнес-процессы. В соответствии со стандартом ГОСТ Р ИСО 9000–2015 бизнес-процесс определяется как «совокупность взаимосвязанных и (или) взаимодействующих видов деятельности, использующих входы для получения намеченного результата»<sup>41</sup>. В качестве намеченного результата при этом могут выступать: выход или результат процесса (являющийся входом для следующего бизнес-процесса); продукция; услуга. Согласно этой трактовке любую организацию можно рассматривать как совокупность основных, вспомогательных, обслуживающих, административных бизнес-процессов, характеризующихся определенным составом, структурой и параметрами. От объемных, временных, качественных и стоимостных параметров функционирования бизнес-процессов зависит результативность, производительность и устойчивость функционирования организации. Несовершенство этих параметров генерирует существенный пул рисков ее деятельности.

12. Средства производства. Данный риск-фактор является комплексным фактором, представляющим совокупность используемых организацией средств и предметов труда, т. е. основных и оборотных фондов. Наряду с персоналом (рабочей силой) они составляют базовую основу осуществления любого процесса создания экономической добавленной стоимости. Состав, структура, стоимость, качественные характеристики, эффективность использования основных и оборотных фондов обуславливают такие важные экономические показатели, как величина себестоимости выпускаемой продукции (услуг), производительность труда, объем продаж, прибыль, рентабельность, конкурентоспособность бизнеса, тем самым проявляя себя как важнейший фактор риска.

---

<sup>41</sup> ГОСТ Р ИСО 9000–2015. Системы менеджмента качества. М. : Стандартиформ, 2015.



*Финансово-экономические риск-факторы:*

13. Состав и структура активов. Текущая платежеспособность организации напрямую зависит от состава, структуры оборотных и внеоборотных активов, от соотношения групп текущих активов по степени их ликвидности. Одна из основных дилемм финансового менеджмента состоит в том, что если организация снижает размеры запасов и ликвидных средств, то она может направить больше ресурсов в текущие бизнес-процессы и таким образом получить больше прибыли. Но одновременно с этим возрастают риски неплатежеспособности, снижения финансовой устойчивости вследствие нехватки ликвидных активов.

14. Состав и структура пассивов. Обозначенный риск-фактор является очевидным. По мнению большинства экономистов, финансовая устойчивость организации непосредственно определяется структурой его пассивов, в первую очередь соотношением собственного и заемного капитала. Чем больше у организации собственных финансовых ресурсов, тем более она независима от инвесторов и кредиторов, тем выше ее финансовая устойчивость. В то же время значительное преобладание доли собственного капитала в структуре источников финансирования не обеспечивает возможности для роста эффективности функционирования бизнеса посредством использования заемных средств (эффект финансового рычага). Поэтому сложившаяся структура пассивов организации является существенным риск-фактором.

15. Доходы. Этот риск-фактор оказывает прямо пропорциональное влияние на эффективность деятельности организации. Чем выше доходы от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности, тем больше прибыли остается в распоряжении организации и, как следствие, тем выше ее собственный капитал и рыночная стоимость.

16. Расходы. Данный риск-фактор оказывает обратно пропорциональное влияние на эффективность деятельности организации. Рост расходов от операционной деятельности, т. е. повышение величины себестоимости продукции или услуг вынуждает руководство организации либо повышать отпускные цены, теряя при этом конкурентные позиции, либо претерпевать значительное снижение прибыли от продаж. Рост расходов по инвестиционной и финансовой деятельности также обуславливает снижение валовой и чистой прибыли организации, что негативно сказывается на ее финансовой стабильности и финансовом потенциале.

Рассмотрев внешние и внутренние риск-факторы организации, можно сказать, что все они являются достаточно сложными и турбулентными. Однозначно определить параметры проявления каждого риск-фактора в отношении какой-либо исследуемой организации не представляется возможным так же, как и расставить приоритеты по значимости влияния. Как уже было замечено выше, риск-факторы внешней среды являются первичными по отношению к внутренним риск-факторам, обуславливая формы их проявлений в каждый конкретный момент времени.

Если позиционировать неопределенность как функцию количества информации о среде и уверенности в ее точности (достоверности, релевантности), то очевидно, что выделенные группы риск-факторов характеризуются разной степенью неопределенности (рис. 4).

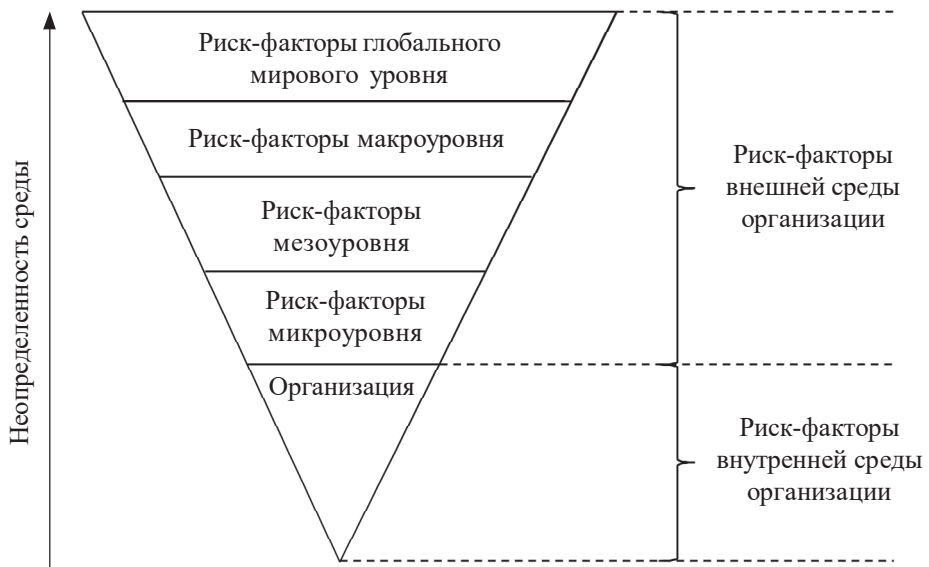


Рис. 4. Ранжирование риск-факторов по степени неопределенности

Неопределенность свойственна как внутренней, так и внешней среде бизнеса, однако параметры проявления риск-факторов внешней среды гораздо более стохастические и недетерминированные, чем параметры проявления риск-факторов внутренней среды.

Таким образом, наличие неопределенности как объективной характеристики среды функционирования экономического субъекта обуславливает возникновение ситуаций, не имеющих однозначного исхода (решения). Если существует возможность качественно и (или) количественно определить вероятность того или иного варианта, то можно говорить о *ситуации риска*, которая характеризуется следующими условиями:

1. Наличием неопределенности, что проявляется в отсутствии достоверной и исчерпывающей информации о параметрах проявления множественного массива риск-факторов или уверенности в объективности и достоверности этой информации;

2. Наличием нескольких альтернативных вариантов исходов развития будущего. Риск существует только тогда, когда возможно не единственное развитие событий. К примеру, страховой случай может произойти или не произойти; стоимость акции может вырасти, снизиться или останется прежней и т. д. При этом хотя бы один вариант из возможных альтернатив должен быть нежелательным.

3. Наличием действующего субъекта. Неопределенность – характеристика постоянная в том плане, что она существует перманентно. Рисковая же ситуация возникает только в тех случаях, когда субъект принимает решение действовать. Другими словами, решение действовать порождает риск из неопределенности. При отсутствии необходимости действовать, риск в итоге и не реализуется.

4. Возможностью оценки. Будучи неразрывно связан с действием, риск, по существу, является некоторой прогностической оценкой последствий его осуществления. Очевидно, что подобная оценка должна предшествовать действию. Способ ее проведения может быть относительно простым (качественная оценка риска) или достаточно сложным (количественная оценка). Следует отметить, что многие виды риска не поддаются объективному точному измерению. Однако в отличие от неопределенности, ситуация риска предполагает, что субъект в состоянии каким-то образом оценить вероятность и последствия реализации того или иного варианта развития событий.

5. Возможностью получения убытков (иных потерь) вследствие осуществления выбранного варианта среди альтернатив в условиях неопределенности.

6. Возможностью получения прибыли (иных выгод) вследствие осуществления выбранного варианта среди альтернатив в условиях неопределенности.

7. Возможностью отклонения от предполагаемой цели, ради которой осуществлялся выбранный вариант среди альтернатив в условиях неопределенности.

Таким образом, ситуация риска (рисковая ситуация) представляет собой разновидность неопределенной, когда наступление альтернативных вариантов развития событий вероятно и может быть оценено. Стремясь снять (разрешить) ситуацию риска, субъект делает выбор и стремится реализовать его.

Необходимость осуществления экономическим субъектом выбора из определенных альтернатив, оценки вероятности и последствий реализации того или иного варианта развития событий обуславливают субъективную природу риска. Она проявляется в том, что индивидуумы неодинаково воспринимают одну и ту же ситуацию риска в силу существующих различий в социально-психологических установках и стереотипах поведения (паттернах мышления).

Субъективный аспект проблематики риска обуславливает отношение экономического субъекта к риску, порождая так называемую теорию полезности. Величина полезности дохода, определяемая субъектом, зависит от восприятия им риска. Выделяют три типа отношения к риску: отрицательное его восприятие, нейтральное отношение к риску и склонность к нему. При отрицательном отношении к риску субъект предпочтет определенный гарантированный доход рискованным, но потенциально более выгодным вариантам. Приверженцы такой модели поведения имеют низкую предельную полезность дохода; с его ростом полезность уменьшается. Для предпринимателя, нейтрального к риску, важна средняя прибыль. Он одинаково безразличен при выборе между гарантированным и рискованным результатом. При склонности субъекта к риску увеличение общей полезности превышает прирост связанного с риском дохода. Другими словами, предприниматель, склонный к риску, предпочитает рисковый результат с большим доходом меньшему, но гарантированному<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Гвоздева Е. А. Риск-менеджмент : учеб. пособие. Рубцовск : Изд-во Рубцов. индустриал. ин-та, 2015. С. 9.

Однако категория «риск» не только субъективна, но и объективна, поскольку риск является формой качественно-количественного выражения объективной неопределенности, существующей независимо от воли и желания экономического субъекта<sup>43</sup>.

Таким образом, риск имеет двойственную субъективно-объективную природу и характеризуется такими признаками, как неопределенность, противоречивость, альтернативность, вероятность (табл. 4).

Т а б л и ц а 4

#### Признаки риска как экономической категории

Признак	Содержание
Неопределенность	Риск непосредственно связан с неопределенностью, точнее, она выступает в качестве среды его возникновения. Неопределенность обусловлена объективным существованием множественного массива возмущающих факторов внешней и внутренней среды, вероятность и последствия воздействия которых на экономический субъект не являются детерминированными
Альтернативность	Обусловлена необходимостью осуществления экономическим субъектом выбора из нескольких возможных вариантов решений. Там, где нет выбора, не возникает ситуация риска
Вероятность	Важным свойством риска является наличие вероятности отклонения от выбранной цели. При этом возможны отклонения как отрицательного, так и положительного характера
Противоречивость	Возникает из субъективно-объективной природы риска, наличия определенных противоречий между объективно существующими рисковыми ситуациями и их субъективной оценкой. В частности, индивидуум, совершивший выбор, осуществляющий те или иные действия, может считать их рискованными, а другими лицами они могут расцениваться как лишенные всякого риска, и наоборот. Противоречивость риска также проявляется в том, что, с одной стороны, он способствует прогрессу, развитию социально-экономических систем. Позволяя преодолевать консерватизм, догматизм, стереотипы, выступающие тормозом общественного развития, риск обеспечивает осуществление инициатив, новаторских идей, экспериментов. С другой стороны, риск может привести к авантюризму, волюнтаризму, замедлению социально-экономического прогресса в тех случаях, когда выбор одного из альтернативных вариантов в ситуации риска осуществляется без должного учета объективных закономерностей развития релевантного процесса или явления

<sup>43</sup> Финансово-экономические риски : учеб. пособие / Е. Г. Князева, Л. И. Юзвович, Р. Ю. Луговцов, В. В. Фоменко. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. С. 5.

Перечисленные признаки риска в своей взаимосвязи отражают его экономическую сущность, которая также раскрывается в его функциях. В экономической литературе, посвященной исследованию риска, отсутствует однозначная научная позиция относительно перечня функций риска. Обобщение позиций авторов по перечислению функций риска как экономической категории представлено в табл. 5.

Т а б л и ц а 5

## Функции риска в экономической литературе

Авторы	Функции риска												
	Регулятивная	Защитная	Аналитическая	Инновационная	Социально-экономическая	Компенсационная	Стимулирующая	Предупредительная	Контрольная (надзорная)	Перераспределительная	Сигнальная	Адаптивно-познавательная	Сберегательная
А. П. Альгин <sup>44</sup>	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
И. Д. Афанасенко, В. В. Борисова <sup>45</sup>	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-
Е. А. Гвоздева <sup>46</sup>	-	+	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-
В. В. Глущенко <sup>47</sup>	-	-	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-
Т. Г. Гурнович, Е. А. Остапенко, С. А. Молчаненко <sup>48</sup>	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
А. А. Иванов, С. Я. Олейников, С. А. Бочаров <sup>49</sup>	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-
А. С. Коновалов <sup>50</sup>	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-

<sup>44</sup> Альгин А. П. Риск и его роль в общественной жизни. М. : Мысль, 1989. С. 150.

<sup>45</sup> Афанасенко И. Д., Борисова В. В. Практикум по логистике снабжения: вопросы и тесты. СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2011. С. 151.

<sup>46</sup> Гвоздева Е. А. Риск-менеджмент. С. 8.

<sup>47</sup> Глущенко В. В. Управление рисками. Страхование. Железнодорожный : ТОО НЦП «Крылья», 1999. С. 320.

<sup>48</sup> Оценка и анализ рисков. С. 14.

<sup>49</sup> Иванов А. А., Олейников С. Я., Бочаров С. А. Риск-менеджмент : учебно-методический комплекс. М. : Изд. центр ЕАОИ, 2008. С. 105.

<sup>50</sup> Коновалов А. С. Экономический риск как экономическая категория // Вестн. ВГУ. Сер. Экономика и управление. 2011. № 1. С. 12–19.

Авторы	Функции риска												
	Регулятивная	Защитная	Аналитическая	Иновационная	Социально-экономическая	Компенсационная	Стимулирующая	Предупредительная	Контрольная (надзорная)	Перераспределительная	Сигнальная	Адаптивно-познавательная	Сберегательная
А. В. Коструба <sup>51</sup>	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Н. В. Кузнецова <sup>52</sup>	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-
Н. Н. Макарова <sup>53</sup>	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Т. В. Наумова <sup>54</sup>	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+	-
Д. М. Синев <sup>55</sup>	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+	-
А. А. Спивак <sup>56</sup>	+	+	+	+	-	+	-	+	+	-	-	-	+
А. С. Шапкин <sup>57</sup>	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
М. Г. Лапуста, Л. Г. Шаршукова <sup>58</sup>	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Как видно из табл. 5, большинство исследователей сходятся во мнении относительно таких функций риска, как регулятивная, защитная, аналитическая, инновационная. Однако ряд авторов выделяют и другие функции риска, что свидетельствует о дискуссионном характере данного вопроса. Рассмотрим обозначенные функции более подробно.

<sup>51</sup> Коструба А. В. Экономические риски и методы их измерения. Донецк : ДонГУЭТ им. М. Туган-Барановского, 2005. С. 50.

<sup>52</sup> Кузнецова Н. В. Управление рисками : учеб. пособие. Владивосток : Изд-во ДВГУ, 2008. С. 100.

<sup>53</sup> Макарова Н. Н. Риск-менеджмент (методология управления рисками в организации) : учеб. пособие. Томск : Изд-во Томск. политехн. ун-та, 2009. С. 6.

<sup>54</sup> Наумова Т. В. О некоторых функциях риска // Науч. вестн. МГТУ ГА. 2013. № 191. С. 139–141.

<sup>55</sup> Синев Д. М. Риск как экономическая категория и явление в рыночной системе хозяйства // Вестн. ТГУ. 2009. № 5 (73). С. 228–234.

<sup>56</sup> Спивак А. А. Хозяйственный риск в системе экономических категорий // Вестн. Белгород. ун-та потреб. кооперации. 2006. № 2. С. 51–56.

<sup>57</sup> Шапкин А. С., Шапкин В. А. Теория риска и моделирование рискованных ситуаций : учебник. М. : Дашков и К°, 2005. С. 80.

<sup>58</sup> Лапуста М. Г., Шаршукова Л. Г. Риски в предпринимательской деятельности. М. : ИНФРА-М, 2009. С. 300.

*Регулятивная функция* риска характеризуется неоднозначным характером проявления. Большинство авторов, ее выделяющих, обозначают две формы проявления регулятивной функции: конструктивную и деструктивную. Конструктивную функцию риск выполняет, являясь катализатором прогресса, так как разрешение ситуации риска способствует развитию нестандартного мышления, устремленности в будущее, поиску неординарных решений, творческой активности. Другими словами, риск как явление помогает преодолевать консервативность и догматизм человеческого мышления, которые в значительной степени препятствуют нововведениям. Деструктивная (дестабилизирующая) форма регулятивной функции риска заключается в том, что зачастую при разрешении рискованной ситуации принимаются необоснованные, неразумные решения, обусловленные отсутствием достаточного объема релевантной информации, отсутствием учета закономерностей развития соответствующего явления или процесса, что порождает авантюризм, субъективизм и влечет за собой негативные последствия. В этом случае риск является дестабилизирующим фактором.

*Защитная функция* риска также предполагает два аспекта: историко-генетический и социально-правовой. Историко-генетический аспект защитной функции проявляется в том, что на протяжении всего исторического пути как отдельные индивидуумы, так и хозяйствующие субъекты всегда были вынуждены искать средства и формы защиты от нежелательных последствий рискованных событий.

Социально-правовой аспект защитной функции заключается в необходимости защиты интересов экономических субъектов путем обеспечения их права на предпринимательский риск и закрепления такого права в законодательном порядке. Общество, признающее право на риск, должно в этой связи обеспечить соответствующие социальные, правовые, экономические гарантии, исключающие в случае неудачи наказание и стимулирующие хозяйствующего субъекта идти на оправданный риск. Следовательно, допустимость ошибки следует рассматривать как неотъемлемый атрибут самостоятельной хозяйственной деятельности, а не как следствие профессиональной несостоятельности. Разумеется, при этом имеется в виду ошибка, которая оказалась таковой вследствие реализации подобного рискованного события, которое при предварительном анализе риска не было и не могло быть учтено.

*Аналитическая функция* риска состоит в том, что разрешение ситуации риска предполагает необходимость выявления и оценки всех возможных вариантов действий. Экономический субъект, принимающий решение, анализирует и соизмеряет все возможные альтернативы, выстраивает свою систему предпочтений, руководствуясь критерием выбора наиболее рентабельных и наименее рискованных направлений действий. Для этого необходимы достаточный информационный массив и некоторый подготовительный период времени. Таким образом, проблемная ситуация (ситуация риска) побуждает экономического субъекта искать варианты выхода, что достигается в процессе сбора, обработки и анализа информации.

*Инновационная функция* риска заключается в том, что риск мотивирует на поиск новых, инновационных решений, повышает эффективность деятельности

и способствует раскрытию экономического потенциала хозяйствующего субъекта. К примеру, в современных условиях острой конкурентной борьбы, характерной практически для всех секторов экономики, риск снижения конкурентоспособности вынуждает экономических субъектов инвестировать колоссальные средства в разработку и внедрение инновационных продуктов и технологий. В последнее время это особенно заметно в банковском секторе, что объясняется обострением конкурентной борьбы между коммерческими банками и финтех-стартапами.

*Социально-экономическая функция* риска проявляется в том, что риск и конкуренция позволяют выделить группы эффективных собственников в обществе, а в экономике – отрасли хозяйства, где риск приемлем<sup>59</sup>. Необходимо отметить, что вмешательство государства в регулирование рискованных ситуаций на рынках ограничивает проявление социально-экономической функции риска, что приводит к нарушению принципа равенства всех участников рынка, а также к общему дисбалансу рисков.

*Компенсационная (стабилизирующая) функция* риска интерпретируется исследователями по-разному. В частности, Т. В. Наумова<sup>60</sup>, Д. М. Синева<sup>61</sup> в своих работах указывают на то, что сама ситуация риска непосредственно предполагает компенсирующий успех (положительную компенсацию) в виде получения прибыли (иных выгод) при благоприятном исходе событий (реализации шанса). А. А. Спивак<sup>62</sup> трактует компенсационную функцию по-другому. По ее мнению, она проявляется в том, что сознательное отношение к риску само по себе является уравновешивающим, стабилизирующим фактором, упрочивающим положение экономического субъекта в перманентно меняющейся внешней среде.

*Стимулирующая функция* риска отражает имманентное свойство риска как экономической категории, состоящее в стимулировании экономических субъектов извлечь дополнительную выгоду (доход, прибыль, рост деловой репутации, успешность в конкурентной борьбе и др.) за повышенный риск принимаемых решений, т. е. осуществлять рискованные действия в расчете на дополнительную «плату за риск». Проявление этой функции базируется на том, что между риском и доходом существует прямопропорциональная зависимость (чем выше риск, тем выше потенциальный доход).

*Предупредительная (превентивная) функция* риска означает то, что риск побуждает экономического субъекта предпринимать упреждающие действия, направленные на снижение вероятности неблагоприятного рискованного события и (или) снижение уровня ущерба (материального, морального) от его реализации.

*Контрольная (надзорная) функция* риска проявляется в том, что осознанное рациональное отношение предпринимателя (руководителя) к риску априори

<sup>59</sup> Коновалов А. С. Экономический риск как экономическая категория. С. 16.

<sup>60</sup> Наумова Т. В. О некоторых функциях риска. С. 140.

<sup>61</sup> Синева Д. М. Риск как экономическая категория и явление в рыночной системе хозяйства. С. 232.

<sup>62</sup> Спивак А. А. Хозяйственный риск в системе экономических категорий. С. 54.



создает условия для осуществления контроля над ситуацией, оценки вероятности возникновения рискового события и возможного ущерба, контроля эффективности мероприятий по управлению риском.

Данную функцию можно интерпретировать и по-другому. Контрольная функция риска означает также необходимость со стороны государства осуществлять контроль над деятельностью экономических субъектов, связанной с неоправданным риском, потенциально угрожающей основам государственности и социально-экономической безопасности. Сама возможность возникновения таких угроз объективно побуждает государство осуществлять надзорную функцию с целью ограничения и регулирования рисков в различных сферах деятельности.

*Перераспределительная функция* риска основывается на той задаче, которую он выполняет в процессе общественного воспроизводства экономических благ – обеспечивает перемещение материальных и финансовых ресурсов от неэффективных субъектов, допустивших ошибки и потери вследствие недостаточного или неадекватного учета фактора риска, к успешно функционирующим субъектам, осознанно и рационально относящимся к рискам. Тем самым именно благодаря рискам в структуре мирового хозяйства увеличивается доля наиболее гибких и адаптивных экономических субъектов. Таким образом, благодаря реализации перераспределительной функции риска, осуществляется своеобразная санация мировых рынков, что способствует росту эффективности общественного производства<sup>63</sup>.

*Сигнальная функция* риска выражается в том, что риск является индикатором экономической среды бизнеса. Разные отрасли экономики в каждый конкретный момент времени характеризуются различной степенью неопределенности и риска, что необходимо учитывать субъекту при выборе направления инвестирования временно свободных средств.

*Адаптивно-познавательная функция* риска выражена в том, что историческое содержание риска в сформировавшемся сознании действующих субъектов аккумулировалось в процессе общественно-исторической практики. На протяжении эволюции человечества оно обрело статус базисной структуры сознания, функции, имеющей видосохраняющее значение. Успешные вероятностные действия экономических субъектов в условиях неопределенности становятся возможными только тогда, когда у них сформировалась матрица понимания последствий своих рискованных действий. Это означает, что любую новую рисковую ситуацию экономические субъекты осознанно или рефлекторно примеряют в проекции усвоенного человеческого опыта. Данная адаптивно-познавательная функция риска обеспечивает развитие человеческого мышления посредством преемственности и усвоения собственного опыта, а также интуитивных возможностей осуществлять свои действия, в значительной степени соответствующие текущему состоянию экономической среды<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> Синева Д. М. Риск как экономическая категория и явление в рыночной системе хозяйства. С. 233.

<sup>64</sup> Наумова Т. В. О некоторых функциях риска. С. 140.

*Сберегательная функция* риска проявляется в том, что само его существование мотивирует индивидуумов и хозяйствующих субъектов к осуществлению накоплений и сбережений для создания резервных фондов (фондов риска) на случай необходимости покрытия издержек, связанных с ликвидацией негативных последствий рисков событий<sup>65</sup>.

Перечисленные функции риска в совокупности с рассмотренными ранее его признаками и факторами позволяют раскрыть глубокую экономическую сущность этой сложной и емкой категории, что способствует комплексной систематизации и классификации огромного многообразия рисков.

### 1.3. Классификация рисков

Классификация рисков представляет собой их систематизацию на основании ряда признаков (критериев), позволяющих разделить риски на определенные группы и подгруппы. С позиции теории управления рисками классификация важна и полезна потому, что позволяет выделить различные характеристики и свойства рисков, и на основе этого определить эффективные методы управления ими.

В экономической литературе встречается множество подходов к классификации рисков, так как унифицированного общепризнанного варианта не существует. Исследуя источники, посвященные данному вопросу, можно найти более 30 различных признаков (критериев) классификации рисков.

Как уже отмечалось в п. 1.1, одним из первых вопросов о классификации рисков в социально-экономических системах был поднят английским экономистом Дж. Кейнсом. Он выделял три основных вида риска:

- предпринимательский риск, который предполагал возможность потери ожидаемой выгоды от непредвиденных обстоятельств;
- риск «заимодавца» (риск кредитора, связанный с возможным невыполнением заемщиком своих долговых обязательств);
- риск изменения ценности денежной единицы.

В настоящее время вопросы классификации рисков являются наиболее часто обсуждаемыми в российской экономической литературе. Практически все авторы научных работ, связанных с исследованием рисков, стараются по-своему классифицировать их: либо дополняют ранее созданные классификации новыми элементами, либо перегруппировывают их.

Сложность и дискуссионность данной проблематики обусловлена рядом объективных причин:

1. В реальной действительности существует большое многообразие рисков, причем зачастую оказывается весьма сложно разграничить отдельные их виды вследствие тесной взаимосвязи и замещения рисков;

<sup>65</sup> Спивак А. А. Хозяйственный риск в системе экономических категорий. С. 55.

2. Количество и состав признаков классификации во многом определяются конкретными целями и задачами управления рисками;

3. Каждая предложенная версия классификации рисков напрямую зависит от субъективной научной позиции автора и в той или иной степени отражает сложившееся в конкретный момент времени восприятие риска в обществе.

В целях разрешения обозначенной методологической проблемы исследователем А. Ю. Гранатуровым предложены следующие общенаучные принципы классификации рисков<sup>66</sup>:

1. Классификация должна осуществляться на основе применения системного подхода. Системный подход – это методологическое направление научных исследований, в основе которого лежит изучение объектов (в данном случае объектами являются классифицируемые риски) как систем, т. е. они рассматриваются как множество взаимосвязанных элементов. В рамках использования системного подхода иерархическая структура классифицируемых рисков должна отражать системные взаимосвязи наблюдаемых явлений, в частности, в одну группу не должны непосредственно объединяться риски разных уровней рассмотрения.

2. Рисковые ситуации для рисков одной группы должны иметь детализацию одного порядка и отвечать целям классификации. Из этого следует, что уточнение признаков должно быть ограничено в пределах одной группы рисков.

3. Одна и та же рисковая ситуация может содержать различные риски. Следует различать ситуации неопределенности и риски, заложенные в них.

4. При рассмотрении вопроса таксономии риска целесообразно выделять характерные признаки этого явления: источник риска; объект, несущий риск; субъект, воспринимающий риск.

Таким образом, классифицировать риски можно по разным признакам. При этом целесообразно не столько перечислить все виды рисков, сколько создать определенную комплексную систему их описания, которая позволила бы не упустить какие-либо характеристики рисков.

По мнению авторов настоящего учебника, наиболее систематизированный вариант классификации рисков, отвечающий вышеперечисленным методологическим критериям, представлен в табл. 6.

Необходимо отметить, что разновидности рисков, выделенные в соответствии с каждым классификационным признаком, не абстрагируются друг от друга, а находятся между собой в причинно-следственной связи, что позволяет рассматривать эти риски как элементы единой системы.

Рассмотрим представленную в табл. 6 классификацию более подробно.

---

<sup>66</sup> Гранатуров А. Ю. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения. С. 23.

Т а б л и ц а 6

**Классификация рисков**

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
1	По среде возникновения	Внешние	Риски внешней среды экономического субъекта
		Внутренние	Риски внутренней среды экономического субъекта
2	По возможному результату	Чистые	Риски, предполагающие преимущественно потери
		Спекулятивные	Риски, предполагающие как потери, так и выгоду
3	По уровню управления	Стратегические	Риски, возможные последствия которых значительно влияют на результаты деятельности экономического субъекта в течение длительного времени (жизненного цикла)
		Тактические	Риски, возникающие в конкретных ситуациях и, как правило, краткосрочные
4	По роду опасности	Техногенные	Риски, обусловленные хозяйственной деятельностью человека
		Природные	Риски природно-климатического характера
		Смешанные	Риски событий природного характера, инициированные хозяйственной деятельностью человека
5	По времени проявления	Перспективные	Риски, проявление которых ожидается в будущем
		Ретроспективные	Риски прошлых событий и периодов
		Текущие	Риски, проявляющиеся в настоящий момент времени
6	По масштабам проявления	Глобальные	Риски, свойственные всем субъектам человечества
		Международные	Риски, связанные с международными социально-экономическими отношениями

## Продолжение табл. 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
		Национальные	Риски в правовом поле суверенного государства
		Региональные	Риски, свойственные всем субъектам региона
		Отраслевые (рыночные)	Риски, связанные со спецификой отрасли (сегмента финансового рынка)
		Локальные	Риски отдельного экономического субъекта
7	По основным факторам возникновения	Экономические	Риски, обусловленные воздействием экономических факторов
		Политические	Риски, обусловленные воздействием политических факторов
		Социальные	Риски, обусловленные воздействием социально-культурных факторов
		Правовые (регулятивные)	Риски, обусловленные изменениями в законодательстве
		Научно-технические	Риски, обусловленные воздействием научно-технических факторов
		Природно-экологические	Риски, обусловленные влиянием природных факторов и сложившейся экологической обстановкой
8	По сферам финансово-хозяйственной деятельности	Финансовые	Риски, связанные с проведением операций на финансовых рынках, а также со способностью экономических субъектов своевременно и в полном объеме выполнять свои обязательства перед контрагентами
		Производственные (операционные)	Риски, связанные с нарушениями функционирования производственных (операционных) бизнес-процессов
		Коммерческие	Риски, возникающие в процессе реализации произведенной или закупленной продукции (услуг)

Продолжение табл. 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
9	По объекту возникновения	Отдельной операции	Риски, возникающие в результате осуществления определенной операции
		Отдельного бизнес-процесса	Риски, возникающие в результате осуществления определенного бизнес-процесса
		Деятельности в целом	Риски, сопровождающие деятельность экономического субъекта
10	По стадиям жизненного цикла производимого продукта или услуги	Риски выбора направления	Риски неправильного выбора направления деятельности, некорректного анализа рыночной ситуации
		Риски разработки	Риски, возникающие на стадии разработки и возможного тестирования производимого продукта или услуги
		Риски внедрения (выведения на рынок)	Риски, возникающие на стадии внедрения (выведения на рынок и маркетингового продвижения) производимого продукта или услуги
		Риски стадии роста	Риски, возникающие на стадии роста объемов продаж производимого продукта или услуги
		Риски стадии зрелости	Риски, возникающие на стадии замедления, стабилизации объемов продаж производимого продукта или услуги
		Риски стадии спада	Риски, возникающие на стадии снижения объемов продаж производимого продукта или услуги
11	По степени допустимости	Незначительные	Исчезающе низкие риски малых потерь
		Минимальные	Риски потери части плановой прибыли (до 25 %) экономического субъекта
		Повышенные	Риски потери большей части предполагаемой прибыли экономического субъекта

Продолжение табл. 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
		Критические	Риски потери прибыли или недополучения предполагаемой выручки (возникновения убытков) экономического субъекта
		Катастрофические (недопустимые)	Риски потерь сопоставимы с объемом собственного капитала экономического субъекта, что обуславливает его банкротство
12	По уровню вероятности реализации	Низкой вероятности	Риски, коэффициент вариации по которым не превышает 10 %
		Средней вероятности	Риски, коэффициент вариации по которым находится в пределах 10–25 %
		Высокой вероятности	Риски, коэффициент вариации по которым превышает 25 %
		Неизмеримой вероятности	Риски, уровень вероятности реализации которых определить невозможно
13	По обусловленности	Риски количества	Риски, обусловленные недостаточным количеством имеющейся информации о внешней и внутренней среде
		Риски адекватности	Риски, обусловленные человеческим фактором (субъективной неадекватной интерпретации имеющейся информации о внешней и внутренней среде)
		Риски качества	Риски, обусловленные недостаточной полезностью, релевантностью имеющейся информации о внешней и внутренней среде
		Риски случайности	Риски, обусловленные возможностью возникновения ситуации, которая в схожих условиях проявляется неодинаково
14	По параметрам оценки	Количественно оцениваемые	Риски, допускающие возможность применения методов их количественной оценки

Продолжение табл. 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
		Качественно оцениваемые	Риски, в отношении оценки которых могут применяться лишь качественные характеристики
15	По возможности прогнозирования	Прогнозируемые	Риски, вероятность наступления которых можно спрогнозировать на основе имеющейся информации
		Непрогнозируемые	Риски, не фиксируемые ранее, а также те, вероятность наступления которых невозможно спрогнозировать
16	По степени неопределенности среды	Детерминированные	Риски, присущие ситуации (среде) с низкой степенью неопределенности
		Стохастические	Случайные, вероятностные риски, присущие ситуации (среде) с высокой степенью неопределенности
17	По этапу решения проблемы	Риски принятия решения	Ошибка выбора варианта управленческого решения среди альтернатив при разрешении рискованной ситуации (проблемы)
		Риски реализации решения	Риски допущения ошибок в ходе реализации управленческого решения
18	По наличию аналогов решений	Ординарные	Риски, для минимизации которых сформирован комплекс контрмер на основе предыдущего опыта
		Неординарные	Риски, с которыми экономический субъект сталкивается впервые
19	По степени обоснованности	Обоснованные	Взвешенные и оправданные риски, последствия которых не оказывают серьезного деструктивного влияния на экономический субъект
		Необоснованные (авантюрные)	Риски, направленные на достижение цели вопреки здравому смыслу и объективным причинам, способные вызвать серьезный ущерб



Продолжение табл. 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
20	По возможности страхования	Страхуемые	Риски, поддающиеся страхованию
		Нестрахуемые	Риски, не поддающиеся страхованию
21	По возможности диверсификации	Систематические	Риски, свойственные всей экономической системе или отдельному рынку и не поддающиеся диверсификации
		Несистематические (специфические)	Риски, связанные со специфической деятельностью экономического субъекта и возможные для диверсификации
22	По структуре	Простые	Однородные, не зависящие друг от друга риски, которые невозможно дифференцировать на отдельные подвиды
		Сложные (комплексные)	Совокупность (комплекс) простых рисков
23	По критерию видимости	Явные	Очевидные, видимые риски
		Латентные	Скрытые, тщательно замаскированные, трудно обнаруживаемые риски
24	По длительности действия	Краткосрочные	Риски, действие которых ограничено временем единичного рискового события
		Долгосрочные	Риски множественных одинаковых рисковых событий, перекрывающих друг друга во времени
		Постоянные	Риски постоянных событий, возможных на протяжении всего периода жизненного цикла
25	По критерию зависимости величины риска от времени	Статические	Величина рисков не зависит от времени
		Динамические	Величина рисков изменяется во времени
26	По динамике действия	Нарастающие	Величина рисков увеличивается во времени

Продолжение табл. 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
		Стабильные	Величина рисков не изменяется во времени
		Убывающие	Величина рисков уменьшается во времени
27	По количеству и частоте проявления	Единичные	Наблюдаемые рисковые события – крайне редкое явление
		Массовые	Рисковые события многочисленны и часто случаются
28	По интервалу проявления	Систематически равномерные	Частота наступления рисковых событий равномерна во времени
		Систематически цикличные	Частота наступления рисковых событий равномерна во времени, наблюдается определенный цикл проявления рисков
		Несистематические	Частота наступления рисковых событий неравномерна во времени
29	По характеру воздействия	Аддитивные	Риски, оказывающие одинаковое воздействие на все экономические субъекты отрасли (рынка), независимо от их размера (масштабов деятельности)
		Мультипликативные	Риски, воздействующие на экономический субъект пропорционально его размерам (масштабам деятельности)
30	По типу ущерба	Имущественные	Риски, реализация которых влечет за собой материальный (имущественный) ущерб
		Моральные	Риски, реализация которых влечет за собой психологический (нравственный) ущерб
		Имиджевые	Риски, приносящие ущерб имиджу (деловой репутации) экономического субъекта
31	По распределению ущерба	Односторонние	Риски, ущербу от реализации которых подвержен только один субъект

О к о н ч а н и е т а б л . 6

№ п/п	Классификационный признак	Группы рисков	Характеристика рисков
		Двусторонние	Риски, ущерб от реализации которых распределен между двумя сторонами (субъектами)
		Многосторонние	Риски, ущерб от реализации которых распределен между несколькими сторонами (субъектами)

1. По среде возникновения выделяют внешние и внутренние риски. К внешним относятся те риски, которые проявляются в результате воздействия внешних риск-факторов глобального, макро-, мезо-, микроуровней, рассмотренных ранее в п. 1.2. Внутренние риски обусловлены соответственно влиянием организационно-управленческих, операционных, финансово-экономических риск-факторов внутренней среды экономического субъекта.

2. По возможному результату риски подразделяются на чистые и спекулятивные. Как уже отмечалось в п. 1.2, риск представляется как вероятность отклонений фактических результатов деятельности от ожидаемых в условиях неопределенности. Это отклонение может произойти как в позитивную сторону (принести выигрыш), так и в негативную (принести потери). Если риск предполагает наличие как положительных, так и отрицательных последствий, он относится к спекулятивным. Если же вследствие реализации риска могут наступить преимущественно отрицательные последствия, такой риск является чистым.

Необходимо пояснить, что в ситуации риска возможности как положительного, так и отрицательного исхода существуют одновременно, поэтому все риски, по существу, являются спекулятивными. При этом понятие «чистый риск» чаще всего используется в исследовательских целях, чтобы выявить только отрицательную часть риска в отрыве от возможного положительного отклонения (шанса).

3. По уровню управления можно выделить стратегические и тактические риски. К рискам, требующим контроля и управления на стратегическом уровне, относятся наиболее значимые из них с точки зрения продолжительности и степени влияния на деятельность экономического субъекта. Из числа внешних рисков это, как правило, те, которые обусловлены воздействием риск-факторов рыночной конъюнктуры в рамках сегментов товарного рынка (уровень спроса и цены на выпускаемую продукцию или оказываемые услуги; цены на закупаемые ресурсы; усиление рыночного превосходства конкурентов и др.), а также конъюнктурных риск-факторов в рамках сегментов финансового рынка (прежде всего, кредитного, валютного, фондового). Из числа внутренних рисков это те, которые обусловлены влиянием таких значимых риск-факторов, как экономическая стратегия организа-

ции, финансовая политика, а также другие разновидности функциональных политик (маркетинговая, инновационная, производственная, управления персоналом).

К рискам, требующим контроля и управления на тактическом уровне, относятся конкретные инструменты реализации финансовой и иных функциональных политик организации (из числа внутренних), а также финансовые взаимоотношения и финансовые потоки между организацией и представителями внешней среды.

4. *По роду опасности* риски дифференцируются на техногенные, природные, смешанные. К техногенным относятся риски, обусловленные хозяйственной деятельностью человека (аварийные ситуации, пожары, загрязнение окружающей среды и т. д.). Группу природных рисков составляют риски стихийных бедствий, не зависящие от деятельности человека (землетрясения, наводнения, ураганы, удары молний, извержения вулканов и т. п.). Смешанными являются риски событий природного характера, инициированные хозяйственной деятельностью человека (например, оползень, вызванный проведением строительных работ).

5. *По времени проявления* риски подразделяются на перспективные, ретроспективные и текущие. Анализ ретроспективных (прошлых) рисков, их особенностей и применяемых методов управления (регулирования) позволяет более точно оценивать текущие и прогнозировать перспективные риски.

6. *По масштабам проявления* можно выделить глобальные, международные, национальные, региональные, отраслевые (рыночные) и локальные риски. Глобальными рисками, к примеру, являются: полное или частичное уничтожение человеческой цивилизации вследствие падения на Землю крупнейшего метеорита, катастрофических изменений климата, извержения супервулкана, мощнейшей термоядерной катастрофы и т. д. К международным рискам относятся: третья мировая война, пандемия, вызванная появлением крайне патогенных вирусов или резистентных к антибиотикам бактерий, международный терроризм и т. д. К числу национальных рисков могут относиться: гражданская война, смена политического режима, введение санкционного режима со стороны других стран и др. Региональные риски охватывают всю совокупность потенциальных событий, обусловленных природно-географическими, инфраструктурно-логистическими, социально-экономическими особенностями каждого конкретного административно-территориального образования. Отраслевыми рисками являются возможные события, обусловленные спецификой той или иной отрасли или сегмента финансового рынка (к примеру, появление новых конструкционных материалов, товаров-заменителей в промышленности или формирование инновационных финтех-трендов в финансово-кредитной сфере). И наконец, совокупность локальных рисков составляют риски в отношении отдельного экономического субъекта.

7. *По основным факторам возникновения* различают экономические, политические, социальные, правовые (регулятивные), научно-технические и природно-экологические риски. К экономическим относятся риски изменения важнейших макроэкономических индикаторов, таких как валютный курс, темп инфляции, ключевая ставка, кредитный рейтинг страны, уровень безработицы, уровень реальных

доходов населения страны и др. Эта группа рисков во многом обусловлена осуществляемой в стране экономической (в том числе финансовой) политикой.

Политические риски – это риски, связанные с изменением сложившегося политического режима и расстановкой политических сил в обществе. К ним также относятся: политическое давление на бизнес, коррупция, бюрократизм, введение ограничений на экспорт, импорт, эмбарго и т. д.

Социальные риски включают в себя возможные события, обусловленные влиянием существующей демографической ситуации, особенностями менталитета населения, культурно-нравственными ценностями и установками в обществе. Примером проявления социального риска является несостоятельность распределительной пенсионной системы вследствие демографических диспропорций и старения нации.

К правовым (регулятивным) рискам относятся изменения в различных отраслях законодательства (бюджетное, налоговое, банковское, страховое, валютное, трудовое, гражданское, таможенное, антимонопольное, патентное, земельное, законодательство об охране окружающей среды и др.).

Научно-технические риски обусловлены влиянием научно-технического прогресса. Примерами таких рисков являются: вероятность быстрого морального износа применяемого оборудования и (или) технологий вследствие появления в отрасли (на рынке) новых, более совершенных технологий и разработок; снижение конкурентоспособности текущих банковских продуктов и услуг из-за появления финансовых инноваций и их стремительного тиражирования со стороны финтех-стартапов и т. д.

Природно-экологические риски включают изменения природно-климатических условий, повышение уровня загрязнения окружающей среды, экологические катастрофы и др.

8. *По сферам финансово-хозяйственной деятельности* риски подразделяются: на финансовые, производственные, коммерческие. Финансовые риски, их особенности и разновидности будут более подробно рассмотрены далее в гл. 2, 3, 4, 5 настоящего учебника. Производственные риски представляют собой вероятность убытков или дополнительных издержек, обусловленных сбоями или остановкой производственных бизнес-процессов, нарушениями технологического цикла, низким качеством используемого сырья и материалов и т. д. Коммерческие риски охватывают всю совокупность рисков событий, возникающих в процессе реализации продукции или услуг (потеря контрагента, контракта, заказа; неисполнение или ненадлежащее исполнение контрагентом своих обязательств; потеря, повреждение товарных грузов в процессе погрузки, разгрузки, транспортировки и т. д.).

9. *По объекту возникновения* можно выделить риски отдельной операции, отдельного бизнес-процесса и деятельности организации в целом. Очевидно, что такая группировка используется только в отношении внутренних рисков экономического субъекта. На практике это позволяет выявить наиболее рискованные операции и бизнес-процессы и использовать применительно к ним соответствующие методы риск-менеджмента (аутсорсинг, страхование, локализацию и др.).

10. По стадиям жизненного цикла производимого продукта (товара) или услуги можно выделить риски выбора направления; риски разработки; риски внедрения (выведения на рынок); риски стадии роста; риски стадии зрелости; риски стадии спада. Согласно базовым положениям теории жизненных циклов каждый экономический процесс или субъект можно представить в виде определенного цикла, который, в свою очередь, можно разбить на составляющие стадии (этапы). Основополагающий признак, по которому целесообразно выделять различные этапы жизненного цикла товара или услуги – объем продаж. Очевидно, что на каждом из этапов жизненного цикла состав и особенности проявления ключевых рисков будут отличаться (табл. 7).

Т а б л и ц а 7

**Основной состав рисков в зависимости от стадии жизненного цикла производимого продукта (услуги)**

Стадия жизненного цикла продукта (услуги)	Характерные риски
Выбор направления	<p>Риски неполного или неадекватного исследования рыночной конъюнктуры (сегментирования рынка, анализа потребительских предпочтений, оценки прогнозного уровня спроса, конкуренции и т. д.).</p> <p>Риски ошибочного выбора целевого сегмента рынка.</p> <p>Риски ошибочного выбора направления инвестирования средств</p>
Разработка	<p>Риски возникновения непредвиденных затрат.</p> <p>Риски отсутствия достаточного объема финансирования НИОКР.</p> <p>Риски недостаточной квалификации исполнителей.</p> <p>Риски утечки конфиденциальной информации</p>
Внедрение (выведение на рынок)	<p>Маркетинговые риски (недостаточный или неэффективный комплекс маркетингового сопровождения).</p> <p>Риски неэффективной стратегии продаж из-за выбора неудачной организации сети сбыта и системы продвижения товара (услуги) к конечному потребителю</p>
Стадия роста	<p>Риски нехватки персонала.</p> <p>Риски недостаточности производственных мощностей (основных фондов).</p> <p>Риски недостаточности оборотных средств (прежде всего, производственных запасов).</p> <p>Риски текущего снабжения ресурсами, необходимыми для наращивания объемов производства.</p> <p>Риски снижения качества выпускаемой продукции (услуг) вследствие быстрого увеличения объемов производства</p>
Стадия зрелости	<p>Риски снижения конкурентоспособности выпускаемой продукции (услуг).</p>

О к о н ч а н и е т а б л . 7

Стадия жизненного цикла продукта (услуги)	Характерные риски
	<p>Риски снижения адаптационного потенциала организации, потери гибкости в управлении.</p> <p>Риски неадекватности операционных издержек</p>
Стадия спада	<p>Риски физического и морального износа основных фондов.</p> <p>Риски старения персонала, снижения производительности труда.</p> <p>Риски порчи нереализованной готовой продукции на складах.</p> <p>Риски снижения платежеспособности организации вследствие нехватки ликвидных активов (денежных средств и краткосрочных финансовых вложений).</p> <p>Риски снижения финансовой устойчивости организации вследствие увеличения заемного капитала.</p> <p>Риски банкротства организации</p>

11. *По степени допустимости* выделяются незначительные, минимальные, повышенные, критические, катастрофические (недопустимые) риски. К незначительным относятся те риски, которые не оказывают существенного влияния на деятельность экономического субъекта. Минимальным риском считается вероятность потери до  $\frac{1}{4}$  ожидаемой прибыли. Возможное превышение этого предела потерь указывает на наличие повышенного риска. В случае вероятности существенного недополучения ожидаемого объема выручки и, как следствие, появления убытков речь идет о критическом риске для организации. И наконец, если объемы возможных потерь сопоставимы с объемом собственного капитала экономического субъекта, это указывает на наличие катастрофического (недопустимого) риска.

12. *По уровню вероятности реализации* можно выделить риски низкой вероятности, средней вероятности, высокой вероятности, а также риски, измерить вероятность которых не представляется возможным. Целевым критерием разграничения выделенных групп риска является значение коэффициента вариации. Этот показатель, используемый в статистике, представляет собой отношение стандартного (среднеквадратичного) отклонения случайной величины к ее математическому ожиданию, выраженное в процентах. В отношении рисков с низкой вероятностью проявления (реализации) значение коэффициента вариации не превышает 10 %. Применительно к рискам средней вероятности реализации его значение варьируется в диапазоне 10–25 %. Риски, коэффициент вариации по которым превышает 25 %, характеризуются высокой вероятностью проявления.

13. *По обусловленности* выделяются риски количества, риски адекватности, риски качества, риски случайности. Как уже было ранее отмечено в п. 1.2, ситуация риска всегда возникает в условиях неопределенности, которая проявляется в отсутствии достоверной и исчерпывающей информации о параметрах

проявления множественного массива риск-факторов или уверенности в объективности и достоверности этой информации. В связи с этим можно выделить 4 основных фактора генезиса рисков: объем, содержание, полезность информации об анализируемом объекте (явлении) и случайность. Соответственно этим факторам обусловлены следующие разновидности риска: риск количества, риск адекватности, риск качества и риск случайности (рис. 5).

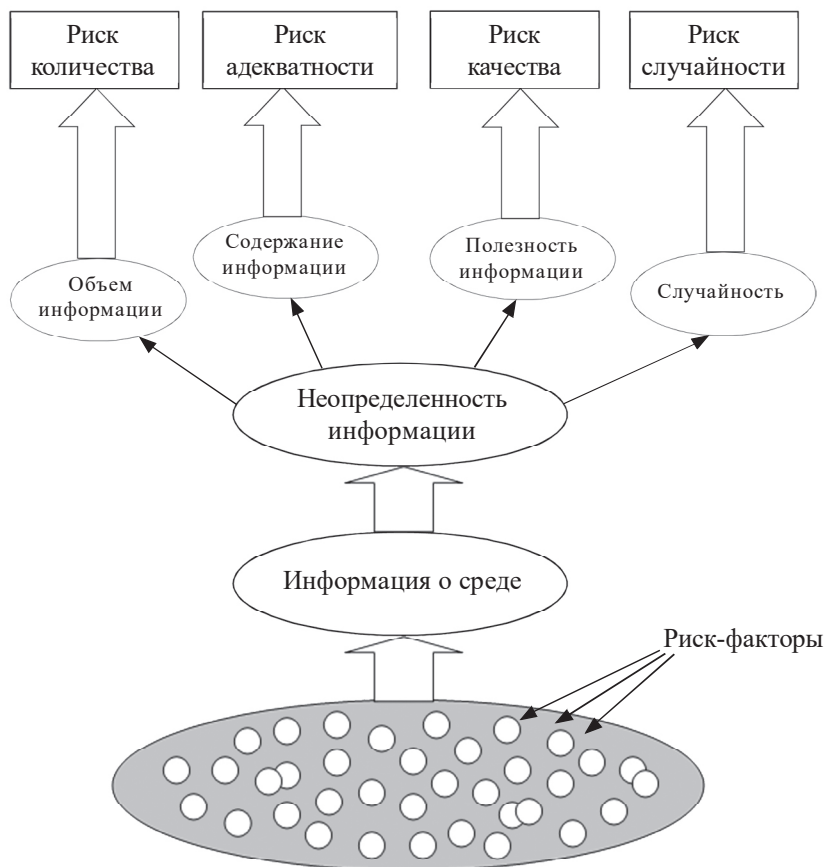


Рис. 5. Разновидности риска по критерию обусловленности

Риск количества возникает из-за недостаточного объема информации об исследуемом объекте, процессе или явлении, т. е. неполноты наших знаний о нем.

Риск адекватности связан с несовершенством и иррациональностью человеческого мышления, возможностью наполнения одних и тех же сведений об объектах окружающего мира разным смысловым содержанием. Он возникает в процессе интерпретации информации индивидуумом и проявляется в виде многозначности и неадекватного отражения сути используемых информационных данных.

Риск качества рождается в результате возникающих в процессе анализа возможных расхождений между используемой информацией и ее полезностью с точ-



ки зрения достижения главной цели проводимого анализа: снижения неопределенности об изучаемом объекте. Исследуемая информация может оказаться недостаточно ценной и релевантной для получения наиболее точных оценок риска.

Риск случайности связан с возможностью возникновения ситуации, которая в схожих условиях проявляется неодинаково. Неожиданные изменения процентных ставок и валютных курсов, снижение спроса на товар дебитора и вследствие этого снижение кредитоспособности, внезапный выход из строя и снижение ценности оборудования, полученного в залог под обеспечение кредита – все эти события по своей сути являются случайными<sup>67</sup>.

14. *По параметрам оценки* риски подразделяются на количественно оцениваемые и качественно оцениваемые. Методы количественной и качественной оценки рисков будут рассмотрены в гл. 2. Качественная оценка рисков, как правило, предшествует количественной оценке и осуществляется в основном экспертными методами. Основная цель качественной оценки – приоритизация рисков, т. е. присваивание каждому из рисков, записанных в реестр, определенного цифрового рейтинга (индекса), выраженного в баллах и отражающего его значимость и необходимость дальнейшего применения к нему процедур риск-менеджмента.

15. *По возможности прогнозирования* риски дифференцируются на прогнозируемые и непрогнозируемые. К прогнозируемым относятся те риски, которые связаны с циклическим развитием экономики, сменой стадий конъюнктуры товарных и финансовых рынков, предсказуемым развитием конкурентной борьбы в краткосрочной перспективе и т. д. Предсказуемость рисков носит относительный характер, так как прогнозирование со стопроцентным результатом исключает рассматриваемое явление из категории рисков. К прогнозируемым рискам относятся, к примеру, ценовой, процентный, валютный; к непрогнозируемым – форс-мажорные риски, а также риски, не фиксируемые ранее.

16. *По степени неопределенности среды* выделяют детерминированные и стохастические риски. Детерминированными являются риски, возникающие в среде с низкой степенью неопределенности, например, риски внутренней среды экономического субъекта. Стохастическими называют риски, присущие ситуации (среде) с высокой степенью неопределенности, в частности, внешние риски глобального и макроуровней.

17. *По этапу решения проблемы* различают риски принятия решения и риски реализации решения. Любая рисковая ситуация предполагает наличие нескольких альтернативных вариантов исходов развития будущего. Под риском принятия решения подразумевается ошибочный выбор субъектом варианта управленческого решения среди альтернатив при разрешении рискованной ситуации (проблемы). Риски реализации решения представляют собой риски допущения ошибок уже на этапе реализации управленческого решения.

18. *По наличию аналогов решений* риски бывают ординарными и неординарными. Неординарными, как правило, являются рискованные события, не фиксируемые

<sup>67</sup> Слепухина Ю. Э., Казак А. Ю. Риск-менеджмент на финансовых рынках. С. 26.

ранее. Экономический субъект сталкивается с ними впервые, вследствие чего у него отсутствует прошлый опыт регулирования (управления) ими. В связи с этим неординарные риски являются достаточно серьезными угрозами, способными повлечь за собой значительный материальный и моральный (психологический) ущерб. Ярким примером произошедшего на глобальном уровне неординарного рискового события является пандемия новой коронавирусной инфекции, вызванная появлением и быстрым распространением неизвестного до 2019 г. вируса SARS-CoV-2. Уровень экономических потерь от реализации этого рискового события, по предварительным оценкам экспертов, составит сотни триллионов долларов.

Ординарные риски являются гораздо менее опасными, чем неординарные в связи с тем, что в отношении их имеется ретроспективная практика оценки и нейтрализации.

19. *По степени обоснованности* выделяют обоснованные и необоснованные (авантюрные) риски. Обоснованными являются риски, предполагающие комплексную оценку последствий их реализации и разработку превентивных мероприятий, направленных на минимизацию возможного ущерба. Авантюрными называются риски, направленные на достижение цели вопреки здравому смыслу и объективным обстоятельствам, появление которых обусловлено экономическим волюнтаризмом.

20. *По возможности страхования* различают страхуемые и нестрахуемые риски. К страхуемым относятся риски, которые могут быть переданы в порядке внешнего страхования соответствующим страховым организациям. К нестрахуемым относятся те риски, в отношении которых отсутствует предложение соответствующих страховых продуктов на страховом рынке. Такими, как правило, являются форс-мажорные риски, оценить уровень которых невозможно, или риски масштабного ущерба, которые не принимаются страховыми компаниями.

21. *По возможности диверсификации* можно выделить систематические и несистематические (специфические) риски. Систематическими являются риски, присущие всей экономической системе или отдельному рынку и неподдающиеся диверсификации. Специфические риски связаны с отдельными экономическими субъектами как по причинам, так и по возникающему ущербу и предусматривают возможность диверсификации.

22. *По структуре* риски подразделяются на простые и сложные (комплексные). Простым называется такой риск, который не расчленяется на отдельные подвиды. Примером простого риска является инфляционный риск. Сложным является такой риск, который состоит из комплекса структурных составляющих (подвидов риска). В качестве примера сложного риска можно привести риск инвестиционного проекта.

23. *По критерию видимости* различают явные и латентные риски. К явным относятся легко идентифицируемые, очевидные риски (чаще всего риски прошлых событий и периодов). Латентные, наоборот, представляют собой скрытые, невидимые риски. На этапе идентификации рисков их трудно или даже невозможно обнаружить, из-за чего они не подвергаются дальнейшим процедурам риск-менедж-

мента – оценке и нейтрализации. Вследствие этого проявление латентных рисков, как правило, носит внезапный характер, и ликвидация их последствий требует срочных решений и мероприятий.

24. *По длительности действия* выделяют краткосрочные, долгосрочные и постоянные риски. Краткосрочный риск представляет собой единичный случай возникновения события, воздействию которого подвергается экономический субъект. Долгосрочные – это те риски, которые существуют и проявляются на протяжении длительного периода времени (более 1 года). Постоянный риск присутствует в течение всего периода жизненного цикла субъекта и обусловлен действием постоянных факторов. Постоянными рисками являются, к примеру, валютный, процентный, инфляционный риски.

25. *По критерию зависимости величины риска от времени* различают статические и динамические риски. Статическими являются риски, величина которых не изменяется во времени (например, риски природных катаклизмов). Динамическими называют риски, изменяющиеся во времени. Примером динамического риска является риск возникновения аварийной ситуации, который возрастает с течением времени, по мере увеличения физического износа оборудования. Характер (вектор) изменения динамических рисков во времени определяется следующим классификационным признаком.

26. *По динамике действия* риски бывают нарастающими, стабильными и убывающими. Нарастающие – это те риски, величина которых увеличивается с течением времени. Стабильные риски являются по сути статическими. Убывающими называют риски, величина которых уменьшается с течением времени.

27. *По количеству и частоте проявления* выделяют единичные и массовые риски. Примерами единичных (редких) рисков событий являются пандемии, мировые войны, крупнейшие стихийные бедствия. В качестве примеров массовых (часто проявляющихся) рисков событий можно привести колебания конъюнктурных параметров (прежде всего цен) товарных и финансовых рынков, а также инвестиционные, инновационные риски, которые проявляются при реализации каждого нового инвестиционного и инновационного проекта.

28. *По интервалу проявления* различают систематически равномерные, систематически циклические и несистематические риски. Систематические риски проявляются равномерно во времени (к примеру, сезонные риски). У систематически циклических рисков наблюдается определенный цикл проявления. К ним, в частности, относятся риски, обусловленные различными фазами экономических циклов. Для несистематических рисков характерна неравномерность проявления во времени.

29. *По характеру воздействия* можно выделить аддитивные и мультипликативные риски. К аддитивным относятся риски, в равной степени воздействующие на все экономические субъекты той или иной отрасли (сегмента рынка), независимо от их размера и масштабов деятельности. Мультипликативными являются риски, воздействующие на экономический субъект пропорционально его размерам (масштабам деятельности). Примером мультипликативного риска является

налоговый риск. Финансовые потери, вызванные изменением налоговых ставок, будут выше у тех предприятий, которые характеризуются большим размером активов, денежного оборота и финансового результата (выручки и прибыли).

30. *По типу ущерба* риски бывают имущественными, моральными и имиджевыми. Имущественными являются риски, которые проявляются в форме возникновения непредусмотренных дополнительных затрат или прямых потерь имущества, оборудования и т. д. Моральные риски – это те события, реализация которых влечет за собой психологический (нравственный) ущерб. К имиджевым относятся риски, приносящие ущерб деловой репутации экономического субъекта. Необходимо отметить, что зачастую одно и то же рисковое событие может повлечь за собой разные формы ущерба, в таком случае речь идет о комплексном характере потерь.

31. *По распределению ущерба* риски разделяются на односторонние, двусторонние и многосторонние. Критерием дифференциации обозначенных групп является количество сторон (субъектов), которые принимают на себя ущерб от реализации рискового события. Очевидно, что многосторонние риски приносят меньший удельный ущерб, что обуславливает наличие в риск-менеджменте такой формы диссипации риска, как разделение ответственности (ущерба) между участниками.

Рассмотренные выше критерии классификации рисков не являются исчерпывающими, так как они наиболее общие, в той или иной мере присущие всем видам рисков. Однако для конкретных рисков можно выделить и специфические признаки классификации, тесно связанные с особенностями указанных рисков. В частности, можно выделить специфические риски ведения определенных типов бизнеса, например, риски, характерные для деятельности коммерческого банка, страховой компании и т. д. Конкретная классификация в каждом случае будет отражать особенности самого бизнеса, своеобразии сложившейся экономической ситуации и специфику проявления рисков.

### Вопросы для самопроверки

1. Перечислите основные теории риска.
2. Раскройте содержание классической теории рисков.
3. Охарактеризуйте неоклассическую теорию рисков.
4. Приведите основные положения постнеоклассической теории риска.
5. Кто является основоположником постнеоклассической теории риска?
6. В чем заключается вклад Ф. Найта в развитие научного знания о риске?
7. Связано ли понятие «риск» исключительно с потерями и ущербом?
8. Раскройте и сравните подходы к трактовке риска как экономической категории.
9. Раскройте сущность понятия «неопределенность». Чем обусловлена неопределенность бизнес-среды?
10. Как взаимосвязаны понятия «риск» и «неопределенность»?
11. Сформулируйте риски, с которыми вам лично приходится сталкиваться в повседневной жизни.

12. Перечислите основной состав риск-факторов внешней среды организации.
13. Перечислите основной состав риск-факторов внутренней среды организации.
14. Назовите условия рискованной ситуации.
15. Перечислите основные признаки риска как экономической категории.
16. Зависит ли величина прибыли от степени предпринимательского риска?
17. В чем заключается объективная природа риска?
18. В чем состоит субъективная природа риска?
19. Перечислите основные функции риска, раскройте их содержание.
20. Какие два аспекта регулятивной функции выделяются в экономической литературе?
21. Почему необходимо осуществлять классификацию рисков по нескольким критериям?
22. Перечислите основные критерии классификации рисков.
23. В чем заключается различие между чистыми и спекулятивными рисками?
24. Перечислите виды риска, которые могут быть выделены в зависимости от сферы финансово-хозяйственной деятельности экономического субъекта.
25. Чем отличаются аддитивные риски от мультипликативных?

### Список рекомендуемой литературы

*Авдийский В. И.* Риски хозяйствующих субъектов: теоретические основы, методология анализа, прогнозирования и управления : учебное пособие / В. И. Авдийский, В. М. Безденежных. – Москва : Альфа-М : НИЦ Инфра-М, 2013. – 366 с. – ISBN 978-5-98281-333-6.

*Бланк И. А.* Управление финансовыми рисками / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр, 2005. – 600 с. – ISBN 966-521-320-2.

*Воробьев С. Н.* Управление рисками в предпринимательстве / С. Н. Воробьев, К. В. Балдин. – Москва : Дашков и К°, 2013. – 482 с. – ISBN 978-5-394-01987-6.

*Вяткин В. Н.* Риск-менеджмент : учебник / В. Н. Вяткин, В. А. Гамза, Ф. В. Маевский. – Москва : Юрайт, 2015. – 351 с. – ISBN 978-5-9916-4795-3.

*Гвоздева Е. А.* Риск-менеджмент : учебное пособие / Е. А. Гвоздева. – Рубцовск : Изд-во Рубцов. индустриал. ин-та, 2015. – 87 с.

*Гримашевич О. Н.* Система управления рисками промышленного предприятия: методология и практика : монография / О. Н. Гримашевич. – Саратов : КУБиК, 2012. – 303 с. – ISBN 978-5-91818-196-6.

*Гурнович Т. Г.* Оценка и анализ рисков : учебник / Т. Г. Гурнович, Е. А. Остапенко, С. А. Молчаненко ; под общ. ред. Т. Г. Гурнович. – Москва : КНОРУС, 2019. – 252 с. – ISBN 978-5-406-05701-8.

*Домашенко Д. В.* Управление рисками в условиях финансовой нестабильности / Д. В. Домашенко, Ю. Ю. Финогенова. – Москва : Магистр, 2015. – 240 с. – ISBN 978-5-9776-0138-2.

*Ермасова Н. Б.* Риск-менеджмент организации : учебно-практическое пособие / Н. Б. Ермасова. – Москва : Дашков и К°, 2008. – 379 с. – ISBN 978-5-91131-794-2.

*Князева Е. Г.* Финансово-экономические риски : учебное пособие / Е. Г. Князева, Л. И. Юзвович, Р. Ю. Луговцов, В. В. Фоменко. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. – 112 с. – ISBN 978-5-7996-1459-1.

*Кричевский М. Л.* Финансовые риски : учебное пособие / М. Л. Кричевский. – Москва : КНОРУС, 2013. – 248 с. – ISBN 978-5-406-02758-5.

*Найт Ф. Х.* Риск, неопределенность и прибыль / Ф. Х. Найт ; пер. с англ. – Москва : Дело, 2003. – 360 с. – ISBN 5-7749-0306-0.

*Омарова З. Н.* Риск-менеджмент : учебное пособие / З. Н. Омарова. – Казань : Изд-во «БУК», 2017. – 78 с. – ISBN 978-5-906954-88-6.

*Плошкин В. В.* Оценка и управление рисками на предприятиях : учебное пособие / В. В. Плошкин. – Ст. Оскол : ТНТ, 2013. – 448 с. – ISBN 978-594178-349-6.

*Рыхтикова Н. А.* Анализ и управление рисками организации : учебное пособие / Н. А. Рыхтикова. – Москва : Инфра-М, 2018. – 247 с. – ISBN 978-5-160-13163-4.

*Саввина О. В.* Управление системными финансовыми рисками в условиях глобализации : монография / О. В. Саввина. – Москва : Дашков и К°, 2015. – 400 с. – ISBN 978-5-394-02643-0.

*Сердюкова Е. Д.* Управление финансовыми рисками / Е. Д. Сердюкова. – Москва : Экономика, 2012. – 213 с.

*Слепухина Ю. Э.* Риск-менеджмент на финансовых рынках : учебное пособие / Ю. Э. Слепухина, А. Ю. Казак. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. – 216 с. – ISBN 978-5-7996-1522-2.

*Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит ; пер. с англ. П. Клюкин. – Москва : Эксмо, 2016. – 1056 с. – ISBN 978-5-699-84994-9.

*Солодов А. К.* Основы финансового риск-менеджмента : учебник / А. К. Солодов. – Москва : Изд-во Финан. ун-та, 2018. – 286 с. – ISBN 978-5-9907435-1-9.

*Шапкин А. С.* Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : монография / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – 9-е изд. – Москва : Дашков и К°, 2018. – 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

*Макарова С. Н.* Управление финансовыми рисками : монография / С. Н. Макарова, И. С. Ферова, И. А. Янкина. – Красноярск : СФУ, 2014. – 230 с. – ISBN 978-5-7638-3139-9.

## Глава 2

# ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ: ХАРАКТЕРНЫЕ ОСОБЕННОСТИ, МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ

### 2.1. Финансовый риск как объект управления.

#### Виды финансовых рисков

Финансовый риск является фундаментальным и неотъемлемым свойством финансовой системы, особое значение которого проявляется в четырех основных аспектах.

Во-первых, как уже отмечалось ранее в гл. 1, финансовый риск представляет собой одновременно источник и плату за прибыль. Многие экономисты считают его основным источником прибыли, другие, в частности неомарксисты, отрицают его ведущую роль, но большинство, даже предлагая другие источники прибыли (доступ к информации и т. д.), сходятся во мнении, что риск играет существенную роль в возникновении прибыли.

Во-вторых, финансовый риск является интегратором всех других рисков: природных, техногенных, социальных, политических. Именно финансовый риск социализирует другие типы рисков и образующие их риск-факторы, представляя всю систему рисков доступной для понимания и анализа.

Кроме того, через финансовые риски выражаются многие риски другой природы. Например, в проведенном еще в начале XIX в. знаменитом исследовании Вильяма Гершеля о связи цен на пшеницу с солнечной активностью было доказано, что первопричиной скачков цен является солнечная активность, т. е. природные риски.

В-третьих, финансовый риск отражает имманентное свойство финансовой системы уступать в устойчивости другим системам, что обусловлено опережающим ростом финансового риска по сравнению с ростом экономики. Тот факт, что денежные потоки значительно превосходят потоки товаров, был отмечен еще в конце XIX в. итальянским экономистом и социологом В. Парето (1848–1923). В 1988 г., по данным лауреата Нобелевской премии Мориса Аллэ, ежедневный объем мировой торговли реальными товарами составлял 12 млрд долл., а объем финансовых сделок составлял при этом 420 млрд долл.<sup>1</sup> За последние 20 лет тенденция опережающего роста финансового сектора по сравнению с реальным стала проявляться еще сильнее.

В-четвертых, необходимо отметить, что финансовые риски, возникающие при осуществлении операций на финансовых рынках, а также в процессе образо-

---

<sup>1</sup> Резниченко В. Ю., Цыганова И. В. Управление финансовыми рисками современного банка. С. 80.

вания, распределения, перераспределения и использования капитала, доходов, фондов, резервов и иных источников финансирования деятельности экономических субъектов, более других подвержены влиянию факторов эмерджентной среды, отличающейся неопределенностью и динамичностью.

Финансовый риск появился одновременно с формированием денежного обращения и осуществлением различного рода денежных отношений: инвестор – эмитент, кредитор – заемщик, продавец – покупатель, экспортер – импортер и др. По мере развития финансовых рынков спектр финансовых рисков постоянно расширялся, вследствие чего задача эффективного управления ими стала необычайно актуальной как для участников финансового рынка, так и для компаний реального сектора, а также государственных регулирующих органов.

Характерной особенностью последнего времени являются не столько банкротства отдельных компаний и банков, которые случались и раньше, сколько масштабы и скорость, с которой они возникают и распространяются. В современных условиях серия неудачных операций с производными ценными бумагами в течение нескольких недель может привести к непоправимому ущербу даже для банка или инвестиционного фонда, обладающих, на первый взгляд, солидным запасом ликвидности.

Существует несколько факторов, способствующих повышению уязвимости финансовых институтов и все большего числа компаний реального сектора. Основным из них является бурное развитие рынка производных финансовых инструментов.

Всю массу обращающихся в мире деривативов (многие из которых сами являются производными от других производных финансовых инструментов), многократно превосходящую по стоимости совокупный объем производимых товаров и услуг, часто сравнивают с перевернутой пирамидой, основанной на фундаменте реального производства и практически неограниченно расширяющейся кверху.

Эта аналогия дает наглядное представление, как даже слабое или незначительное колебание в основании – реальном секторе экономики – приводит к значительным сотрясениям «надстройки» – рынка производных ценных бумаг. Безусловно, эти потрясения оказывают и сильное обратное воздействие на производителей товаров и услуг, которые все чаще используют финансовые деривативы не только для страхования своих позиций, но и для получения спекулятивной прибыли. Кроме того, возрастающая сложность структуры самих производных ценных бумаг существенно затрудняет их адекватную оценку и своевременное предупреждение рисков.

Другим не менее важным фактором уязвимости является процесс глобализации мировой финансовой системы, при котором национальные экономики оказываются все менее защищенными от влияния финансово-экономических кризисов в других странах. В качестве яркого подтверждения этого выступает мировой финансовый кризис 2008 г.

Обозначенные факторы являются причинами того, что сегодня в мире международных финансов цены активов могут в значительной степени измениться в течение нескольких секунд, сами финансовые инструменты становятся все более



комплексными и изолированными, структура инвестиционных портфелей и методы управления ими постоянно усложняются, а возможные убытки могут достигать сотен миллионов долларов<sup>2</sup>.

Таким образом, в современных условиях финансовый риск возникает повсеместно в процессе многочисленных транзакций финансового характера, включая продажи и покупки, инвестиции и кредиты, а также различные другие виды операций. Он может возникнуть в результате юридических сделок, новых проектов, слияний и поглощений, долгового финансирования или в результате действий руководства, заинтересованных сторон, конкурентов, иностранных правительств и т. д.

К основным причинам возникновения финансовых рисков, рассмотренным ранее в гл. 1, относятся: неопределенность информации о внешней и внутренней среде, ее изменчивости и асимметрии; иррациональные действия субъекта риска, связанные с тем, что в процессе развития схожих рискованных ситуаций могут быть приняты различные управленческие решения; столкновение интересов и др.

Признавая объективное существование финансового риска, необходимо отметить, что среди многих других разновидностей риска, исследованных в отечественной экономической литературе, финансовый риск изучен в меньшей степени, что объясняется причинами исторического характера. В плановой экономике финансовый риск, как известно, присутствует на общегосударственном уровне, а не на уровне отдельного экономического субъекта или сегмента рынка. Поэтому проблематика исследования финансового риска начала серьезно разрабатываться в России только с переходом к рыночным отношениям.

В отечественной и зарубежной экономической литературе понятие «финансовый риск» трактуется по-разному.

Немецкие и французские экономисты в своих трудах обосновывали проявление финансового риска по видам экономической деятельности организаций. Немецкий экономист И. Г. фон Тюнен выделял его при осуществлении инвестиционной деятельности организации<sup>3</sup>, французский экономист Р. Кантильон – торгового бизнеса, реализуемого по нормам конкуренции<sup>4</sup>.

Э. А. Уткин характеризует финансовый риск при отношениях организации с кредитными и иными финансовыми институтами, исчисляя его как отношение заемных и собственных источников финансирования, высокое значение которого свидетельствует о сильной зависимости организации от кредиторов, большом финансовом риске<sup>5</sup>.

О. В. Израйлева, связывая финансовый риск с ростом затрат по обслуживанию капитала, потерей денежных средств, одной из его причин также обозначает

---

<sup>2</sup> Резниченко В. Ю., Цыганова И. В. Управление финансовыми рисками современного банка. С. 85.

<sup>3</sup> Тюнен И. Г. фон. Уединенное государство в отношении к общественной экономике. Карлсруэ : Придвор. тип. Б. Гаспера, 1857. С. 301.

<sup>4</sup> Cantillon R. Essay sur la nature du commerce en general / ed. A. Sauvy. Paris : Institut national d'etudes demographiques, 1952. С. 19.

<sup>5</sup> Уткин Э. А. Риск-менеджмент. М. : Экмос, 1998. С. 200.

высокое соотношение внешнего и собственного капиталов наряду с такими причинами, как подчиненность кредиторам, неактивность капиталов, параллельное инвестирование существенных средств в один проект. При этом соотносит уровень финансового риска с ожидаемой доходностью в денежной форме, отмечая, что финансовые риски возникают по операциям с ценными бумагами<sup>6</sup>.

Е. Д. Сердюкова описывает финансовый риск через движение финансовых потоков, когда риски измеряются соотношением состава пассивов и активов. В итоге проявляется риск недополучения доходов из-за влияния внешних и внутренних факторов<sup>7</sup>.

В. В. Жариков, М. В. Жарикова, А. И. Евсейчев, идентифицируя причины возникновения финансового риска, такие как обесценение финансово-инвестиционного портфеля, неплатежи, определяют финансовый риск через вероятность невыполнения организацией финансовых обязательств<sup>8</sup>.

С. Б. Богоявленский, придерживаясь комплексного подхода к толкованию финансового риска, признает его как совокупность риска изменения конъюнктуры финансового рынка и риска ошибочного планирования финансовой деятельности организации<sup>9</sup>.

Д. В. Домашенко, Ю. Ю. Финогенова связывают финансовый риск с возможностью появления неожиданных финансовых потерь (уменьшение прибыли, утрата капитала, денежных активов и т. п.), определяя его как характеристику финансовой деятельности, отражающую неопределенность исхода ситуации и возможные финансовые потери при ее негативной реализации<sup>10</sup>.

М. Г. Лапуста, Л. Г. Шаршукова определяют понятие «финансовый риск» как риск финансовых сделок (финансового предпринимательства)<sup>11</sup>.

И. Т. Балабанов трактует финансовый риск как вероятность возникновения убытка из-за осуществления спекулятивных операций в финансово-кредитной и биржевой областях, а также сделок с ценными бумагами на фондовой бирже<sup>12</sup>.

И. А. Бланк рассматривает финансовый риск исключительно со стороны собственников, финансовых менеджеров, не учитывая его характеристику иными стейкхолдерами, в т. ч. кредиторами. По ее мнению, финансовый риск представляет собой результат выбора собственниками или менеджерами предприятия альтернативного финансового решения, направленного на достижение желаемого

---

<sup>6</sup> Израйлева О. В. Управление финансовым потенциалом предприятий сферы обслуживания : монография. Челябинск : Изд-во ЮУрГУ, 2007. С. 105.

<sup>7</sup> Сердюкова Е. Д. Управление финансовыми рисками. М. : Экономика, 2012. С. 206.

<sup>8</sup> Жариков В. В., Жарикова М. В., Евсейчев А. И. Управление кредитными рисками : учеб. пособие. Тамбов : Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2009. С. 200.

<sup>9</sup> Богоявленский С. Б. Управление риском в социально-экономических системах : учеб. пособие. СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2010. С. 90.

<sup>10</sup> Домашенко Д. В., Финогенова Ю. Ю. Управление рисками в условиях финансовой нестабильности. М. : Магистр : Инфра-М, 2015. С. 115.

<sup>11</sup> Лапуста М. Г., Шаршукова Л. Г. Риски в предпринимательской деятельности. М. : ИНФРА-М, 2009. С. 300.

<sup>12</sup> Балабанов И. Т. Финансовый менеджмент : учебник. М. : Финансы и статистика, 2008. С. 205.

целевого результата финансовой деятельности при вероятности понесения экономического ущерба (финансовых потерь) в силу неопределенности условий его реализации<sup>13</sup>.

Обобщая перечисленные выше научные позиции относительно толкования финансового риска, авторы настоящего учебника рассматривают финансовый риск как риск, связанный с проведением операций на финансовых рынках, а также со способностью экономических субъектов своевременно и в полном объеме выполнять свои обязательства перед контрагентами.

Финансовые риски сопровождают разнообразные процессы, происходящие как на финансовых, так и на товарных рынках, поэтому их дальнейшее исследование требует решения задачи их классификации. Большинство классификационных признаков, представленных в табл. 6. (гл. 1), можно использовать в целях классификации финансовых рисков, тем самым обеспечивая их комплексное общее описание. Структурную же группировку финансовых рисков, характеризующую их основной состав, отражает рис. 6.

Рассмотрим обозначенные на рис. 6 разновидности финансовых рисков более подробно.

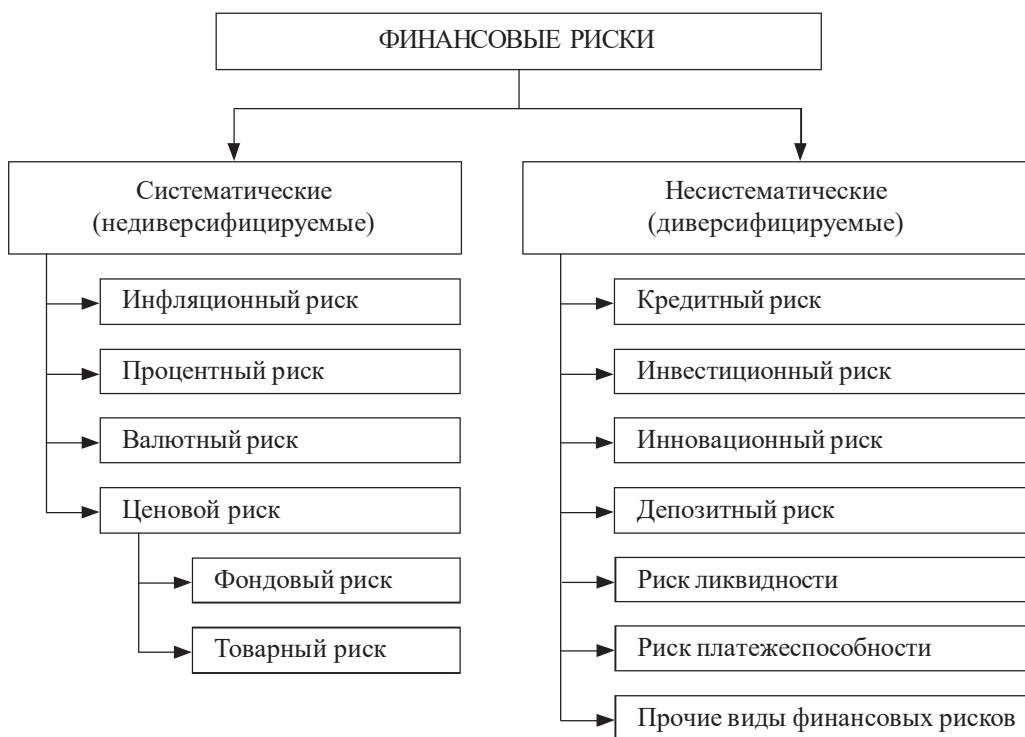


Рис. 6. Состав финансовых рисков

<sup>13</sup> Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. М. : Ника-Центр, 2005. С. 21.

Группа систематических рисков включает риски, связанные с неблагоприятными изменениями рыночной конъюнктуры различных сегментов финансового рынка (денежного, фондового, валютного, кредитного) и товарного рынка. Эти риски характерны для всех участников рыночных отношений и не поддаются диверсификации (управлению).

*Инфляционный риск* представляет собой возможность возникновения потерь в результате обесценивания денег и снижения реальных денежных доходов и прибыли из-за инфляции. Другими словами, инфляционный риск связан со снижением покупательной способности денег и, как следствие, уменьшением реальной доходности осуществленных операций. Анализ мировой и российской практики свидетельствует о том, что высокий уровень инфляции оказывает серьезное деструктивное влияние на национальные экономики и рынки. Необходимо также отметить, что инфляция является существенным фактором риска при проведении долгосрочных финансовых операций. В наибольшей степени она сказывается на стоимости и доходности финансовых активов. Реальные активы менее подвержены влиянию инфляции, однако она вызывает повышение цен на сырье и оборудование, а также необходимость повышения заработной платы персонала, что приводит к росту издержек и снижению эффективности операционной деятельности.

*Процентный риск* связан с вариабельностью процентных ставок на финансовом рынке (как депозитных, так и кредитных). Основными причинами возникновения процентного риска являются: инфляция; изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования; изменение уровня предложения свободных денежных ресурсов и др. Процентный риск предполагает возможность возникновения потерь у владельца позиции, приносящей проценты. К процентным рискам относится также риск потерь финансово-кредитными организациями (коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами) в результате превышения процентных ставок по привлекаемым средствам над ставками по предоставленным кредитам. Для компаний реального сектора процентный риск не столь существенен, однако он влияет на стоимость собственного и заемного капитала, а следовательно, на конечные результаты финансово-хозяйственной деятельности.

*Валютный риск* представляет собой возможность возникновения потерь у владельца позиции, выраженной в иностранной валюте. Валютные риски присутствуют главным образом операциям, совершаемым на международных финансовых и товарных рынках, а также компаниям, ведущим хозяйственную деятельность за рубежом.

Причинами валютного риска являются возможные неблагоприятные изменения валютных курсов, которые могут привести к повышению цен на факторы производства, снижению выручки и ожидаемой доходности или даже возникновению убытков. В большей степени этому риску подвержены компании, активно осуществляющие импортно-экспортные операции, т. е. ориентированные на продажу или закупку товаров и услуг у иностранных контрагентов, а также привлекающие финансовые ресурсы на мировых рынках. При этом субъекты, функциони-

рующие исключительно на национальном рынке, также подвержены влиянию валютных рисков. Это связано с тем, что в условиях российской действительности колебания курсов основных мировых валют, прежде всего евро и доллара США, оказывают существенное влияние на макроэкономическую ситуацию (прежде всего, инфляционные процессы, процентные ставки), а также объемы потребления и сбережений граждан, уровень промышленных и потребительских цен и др.

*Ценовой риск* (риск колебания цен) характерен как для финансовых, так и для реальных активов, вследствие чего он подразделяется на фондовый и товарный. Фондовому риску в большей степени подвержены акции и производные финансовые инструменты (фьючерсы и опционы), доходность по которым заранее не известна и представлена лишь субъективной оценкой инвестора. Применительно к долговым финансовым инструментам фондовый риск связан с существованием фундаментальной зависимости между их доходностью и сроком погашения. Очевидно, что чем больше срок погашения, тем больше вероятность неблагоприятных изменений доходности. Кроме того, данный вид риска возникает, если долговой инструмент содержит право эмитента на досрочное погашение.

Товарный риск проявляется в виде неблагоприятных изменений цен на товарные активы (основные фонды, сырье и материалы, реализуемую продукцию) и в большей степени характерен для компаний реального сектора.

Процентный, валютный и ценовой риски часто объединяют в общую группу, для обозначения которой используют термин «рыночный риск».

Далее рассмотрим совокупность несистематических рисков, которые обусловлены особенностями деятельности отдельных экономических субъектов и являются диверсифицируемыми. Зачастую эти риски могут быть вызваны неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковым (агрессивным) финансовым операциям с потенциально высокой нормой прибыли, неадекватной оценкой контрагентов и другими аналогичными факторами, которые можно нивелировать посредством использования соответствующих приемов и методов риск-менеджмента.

*Кредитный риск* представляет собой возможность возникновения потерь в результате невыполнения заемщиком или контрагентом своих обязательств в соответствии с оговоренными условиями. Этот риск присутствует в деятельности субъектов как реального сектора, так и финансового. Кредитный риск возникает в хозяйственной деятельности предприятий реального сектора при предоставлении покупателям продукции и услуг на условиях товарного (коммерческого) кредита. Formой его проявления являются неплатежи или несвоевременные расчеты за реализованную продукцию, а также рост затрат на инкассирование просроченной дебиторской задолженности.

Однако в наибольшей степени кредитному риску подвержены финансовые институты и организации, непосредственно осуществляющие ссудные операции, прежде всего коммерческие банки, кредитные союзы, ипотечные агентства, а также индивидуальные и институциональные инвесторы (паевые, пенсионные, страховые и другие фонды), предоставляющие заемное финансирование путем вложений

в долговые инструменты предприятий и фирм. Более подробно рассмотрим кредитный риск в гл. 3.

*Инвестиционный риск* характеризует возможность возникновения материальных и финансовых потерь либо упущенной выгоды в процессе осуществления вложений денежных средств в различные виды активов. В соответствии с объектами этой деятельности разделяются и виды инвестиционного риска – риск реального инвестирования и риск финансового инвестирования, каждый из которых имеет свою специфику. Оба вида инвестиционного риска относятся к группе сложных (комплексных) рисков, т. е. подразделяющихся на отдельные подвиды. Так, например, в составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта; несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ; несвоевременного окончания строительно-монтажных работ; потери инвестиционной привлекательности проекта в связи с возможным снижением его эффективности и т. д. Так как все подвиды инвестиционных рисков связаны с возможной потерей капитала предприятия, они являются одними из наиболее опасных финансовых рисков<sup>14</sup>.

*Инновационный риск* возникает в процессе разработки, продвижения, реализации и использования финансовых инноваций. Под финансовой инновацией при этом понимается реализованный на финансовом рынке в форме нового финансового продукта (услуги, операции, технологии) или нового финансового института результат инновационной деятельности в финансовой сфере, обеспечивающий более эффективное перераспределение рисков, доходности, ликвидности и информации с целью извлечения дополнительной прибыли<sup>15</sup>.

Развитие информационно-коммуникационных технологий, формирование цифровой экономики, которые мы сегодня наблюдаем, генерирует массу возможностей и условий для появления и развития финансовых инноваций. В современных условиях конкурентной борьбы с финтех-стартапами даже наиболее консервативные финансово-кредитные институты осознают острую необходимость в обеспечении собственных конкурентных преимуществ за счет создания и внедрения новых финансовых продуктов и технологий<sup>16</sup>.

Основные направления инновационной деятельности в финансовой сфере в разрезе трех разновидностей финансовых инноваций (финансовые продукты; финансовые процессы/технологии; финансовые институты) демонстрирует табл. 8.

Очевидно, что разработка, продвижение, коммерциализация и использование представленных в табл. 8 инновационных финансовых продуктов, технологий, организационных форм сопровождается огромным массивом инновационных рисков.

<sup>14</sup> Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. С. 25.

<sup>15</sup> Казаков В. В., Ивасенко А. Г. Проблемы и перспективы внедрения финансовых инноваций в разрезе тенденций развития финансовых рынков // Проблемы учета и финансов. 2014. № 3 (15). С. 36–41.

<sup>16</sup> Слепухина Ю. Э., Долгих Ю. А., Марфицына М. С. Риски финансовых инноваций: анализ понятийного аппарата, дефиниция и классификация // Управление риском. 2020. № 2 (94). С. 3–11.

## Современные направления финансовых инноваций

Форма финансовых инноваций	Направления финансовых инноваций
Продуктовые (новые финансовые продукты)	Денежные суррогаты (криптовалюты, токены), инновационные гибридные, структурированные финансовые продукты фондового и валютного рынков
Процессные или технологические (новые способы ведения бизнеса)	Технологии распределенных реестров (блокчейн-технологии), BigData, ICO, P2P-кредитование, финансовые маркетплейсы, краудфандинг, автоматизация и роботизация финансовых бизнес-процессов (финансовый анализ, финансовое планирование, финансовый контроль с использованием технологий RPA, digital labor, intelligent automation, process mining), Smart-контракты
Институциональные (новые организационные формы, коллаборации)	Финтех-экосистемы: зарубежные (Amazon, Alibaba, Google, Tencent), российские (Сбербанк, Яндекс, Тинькофф и др.)

*Депозитный риск* отражает возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов). В современных российских условиях, благодаря ужесточению надзора за финансово-кредитными организациями со стороны Центрального банка как мегарегулятора, депозитный риск проявляется достаточно редко. Как правило, он связан с неадекватной оценкой и неудачным выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций экономического субъекта.

*Риск ликвидности* подразделяется на два вида: риск рыночной ликвидности (или риск ликвидности актива) и риск балансовой ликвидности. Риск рыночной ликвидности представляет собой вероятность потерь, связанных с отсутствием возможности продажи определенных активов в определенном объеме за достаточно короткий период времени по приемлемой рыночной стоимости в связи с ухудшением деловой активности и конъюнктуры рынка<sup>17</sup>. Другими словами, риск ликвидности характеризует возможность продажи актива с минимальными затратами времени и средств.

Риск рыночной ликвидности достаточно сложно оценить точно, так как его уровень может в значительной степени меняться в зависимости от текущих рыночных условий. Для финансовых активов ликвидность определяется разницей (спредом) между рыночными ценами покупки и продажи. Для активно торгуемых финансовых инструментов эта разница значительно меньше, чем у ценных бумаг,

<sup>17</sup> Управление финансовыми рисками : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / под ред. И. П. Хоминич, И. В. Пещанской. М. : «Юрайт», 2016. С. 21.

не пользующихся высоким спросом. О степени ликвидности того или иного актива можно судить и по динамике объема торгов. Таким образом, чем меньше ценовой спред и чем значительнее объемы проводимых операций, тем более ликвидным является финансовый актив. Эти показатели всегда присутствуют в биржевых сводках (РТС, ММВБ) и в отчетах информационно-аналитических агентств. Таким образом, управление риском рыночной ликвидности осуществляется, как правило, посредством установления лимитов по определенным рынкам и активам, а также путем диверсификации операций.

Риск балансовой ликвидности представляет собой потенциальную неспособность экономического субъекта своевременно и в полном объеме выполнить свои текущие обязательства вследствие временного отсутствия ликвидных активов. В общем случае баланс компании считается ликвидным, если оборотные активы превышают краткосрочные обязательства. Для оценки степени ликвидности используется ряд относительных показателей, таких как коэффициент текущей ликвидности, коэффициент быстрой ликвидности и коэффициент абсолютной ликвидности.

Низкая ликвидность баланса компании означает дефицит денежных средств, который при отсутствии реализации своевременных мероприятий может привести к проявлению следующего вида риска (риска платежеспособности) и в итоге – к банкротству.

*Риск платежеспособности* характеризует возможность невыполнения экономическим субъектом своих обязательств перед кредиторами и контрагентами. Этот вид риска обусловлен главным образом высокой долей заемного капитала в общей структуре источников финансирования деятельности организации. Причины, по которым организация может не выполнить свои обязательства, могут быть самыми разнообразными – от системного недостатка ликвидных оборотных активов, как уже было отмечено выше, до неблагоприятных макроэкономических факторов или банального мошенничества. Среди всей совокупности финансовых рисков этот вид риска играет ведущую роль по степени опасности (генерирования угрозы банкротства). Крайней, наиболее радикальной формой его проявления является осуществление конкурсного производства (завершающей процедуры банкротства) и ликвидация организации.

Группа *прочих финансовых рисков* довольно обширна, но по вероятности возникновения или по уровню финансовых потерь она не столь значима для экономических субъектов, как рассмотренные выше риски. К этой группе относятся: риск несвоевременного осуществления расчетно-кассовых операций, связанный с неудачным выбором обслуживающего банка; эмиссионные риски; риски, связанные с различными видами мошенничества и др.

Необходимо отметить, что рассмотренные в данном подразделе разновидности финансового риска играют наиболее значимую роль в общем «портфеле рисков» экономического субъекта из-за возрастания степени их влияния на результаты финансовой деятельности и финансовую устойчивость субъекта в целом. Именно поэтому важно сформировать эффективную систему управления финансовыми рисками, структура которой будет рассмотрена далее.



## 2.2. Система управления финансовыми рисками

Управление финансовыми рисками можно рассматривать с позиции двух подходов: системного и процессного. В связи с тем, что непосредственно процесс управления рисками является составным элементом системы финансового риск-менеджмента, системная методология в этом вопросе является первичной.

Согласно системному подходу в качестве традиционных элементов любой системы управления, в том числе и системы управления финансовыми рисками, выступают субъект, объект и результат управления. Непосредственно процесс управления финансовыми рисками осуществляется на основе определенных принципов, механизма и функций управления (рис. 7).

В системе финансового риск-менеджмента субъектом управления является руководство организации, служба риск-менеджмента (при наличии), финансовые службы и руководители структурных подразделений. В случае небольших по масштабам бизнеса организаций часто риск-менеджмент не выделяется в отдельное структурное подразделение, а осуществляется, к примеру, работниками финансовых служб.

По данным исследования «Оценка уровня зрелости управления рисками в России»<sup>18</sup>, ежегодно осуществляемого Исследовательским центром компании Deloitte в СНГ, доля российских организаций, в которых есть отдельное подразделение, ответственное за сопровождение и методологическую поддержку процессов управления рисками, составила в 2019 г. 75 % по сравнению с аналогичным показателем 2018 г. – 65 %. Столь позитивная тенденция, вероятно, обусловлена появлением новых требований федерального законодательства по управлению рисками и внутреннему контролю для публичных обществ.

По данным этого же исследования подразделения, занимающиеся управлением рисками, в большинстве случаев подотчетны финансовому директору или генеральному директору.

В системе финансового риск-менеджмента объектом управления являются, конечно же, финансовые риски, но управление ими происходит опосредованно через управление финансовыми отношениями, денежными потоками, имуществом (активами) организации, источниками его формирования (пассивами) и финансовыми результатами.

Результатом управления является обеспечение финансовой устойчивости организации. Под финансовой устойчивостью при этом понимается способность организации в условиях перманентно изменяющейся среды бизнеса функционировать и развиваться, достигая поставленных целей с заданным интервалом возможных отклонений, и выполнять свои обязательства на основе эффективного формиро-

---

<sup>18</sup> Оценка уровня зрелости управления рисками в России : Аналит. отчет Исслед. центра компании «Делойт» в СНГ. Москва, 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/risk/russian/otsenka-urovnya-zrelosti-2019.pdf> (дата обращения: 10.09.2020).

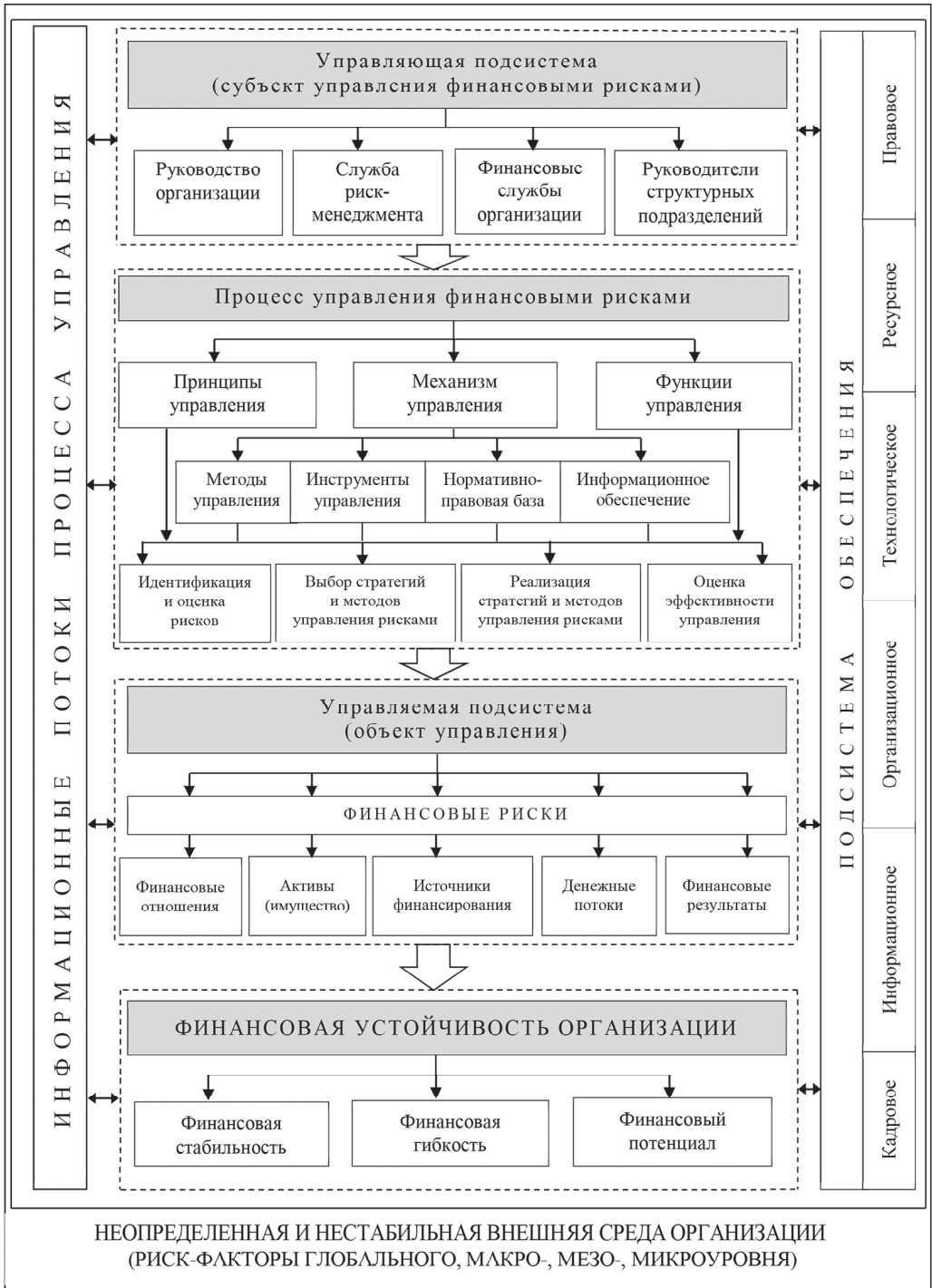


Рис. 7. Система управления финансовыми рисками организации

вания, распределения и использования финансовых ресурсов<sup>19</sup>. Иными словами, финансовая устойчивость отражает способность организации, несмотря на возмущающее воздействие внешних и внутренних риск-факторов, соблюдать целевую траекторию своего функционирования и развития за счет обеспечения финансовой стабильности, финансовой гибкости и финансового потенциала.

Непосредственный процесс финансового риск-менеджмента основывается на механизме управления. Фактически механизм управления финансовыми рисками характеризует, каким образом будет достигнута заявленная цель, какие методы и инструменты воздействия на объекты управления нужно выбрать, чтобы достичь желаемого результата (целевого уровня финансовой устойчивости) оптимальным путем. Механизм управления финансовыми рисками представляет собой совокупность форм, методов и инструментов управленческого воздействия, направленных на снижение вероятности возникновения рисков событий и минимизацию возможных потерь от их возникновения.

Структуру механизма управления финансовыми рисками можно охарактеризовать как комплекс четырех основных элементов: методы управления; инструменты управления; нормативно-правовая база; информационное обеспечение (рис. 8).

Поскольку процесс финансового риск-менеджмента включает в себя как идентификацию и оценку рисков, так и непосредственно реализацию стратегий и методов управления ими, то совокупность методов финансового риск-менеджмента представлена качественными и количественными методиками идентификации и оценки финансовых рисков, а также методами управленческого воздействия на них.

Обзор качественных и количественных методик идентификации и оценки финансовых рисков представлен в п. 2.3. Методы управленческого воздействия на финансовые риски, дифференцированные в разрезе трех основных стратегий риск-менеджмента, рассмотрены в п. 2.4

Возможность реализации методов управления финансовыми рисками определяется наличием инструментов управления. Инструмент управления – это некое средство или рычаг воздействия субъекта на объект, с помощью которого обеспечивается решение поставленной задачи в рамках сложившейся реальной ситуации, ресурсных и иных ограничений. Каждому методу управления присущи свои инструменты. Так, например, основными инструментами хеджирования ценовых рисков являются производные ценные бумаги (фьючерсные, опционные, форвардные контракты).

Использование методов и рычагов управления финансовыми рисками осуществляется в рамках действующего законодательства – совокупности нормативно-правовых актов, регламентирующих различные аспекты предпринимательской деятельности, финансовые отношения экономических субъектов с бюджетной системой, финансово-кредитными организациями и другими контрагентами.

---

<sup>19</sup> Долгих Ю. А. Формирование и функционирование системы управления финансовой устойчивостью предприятия : дис. ... канд. экон. наук. Екатеринбург, 2019. С. 29.

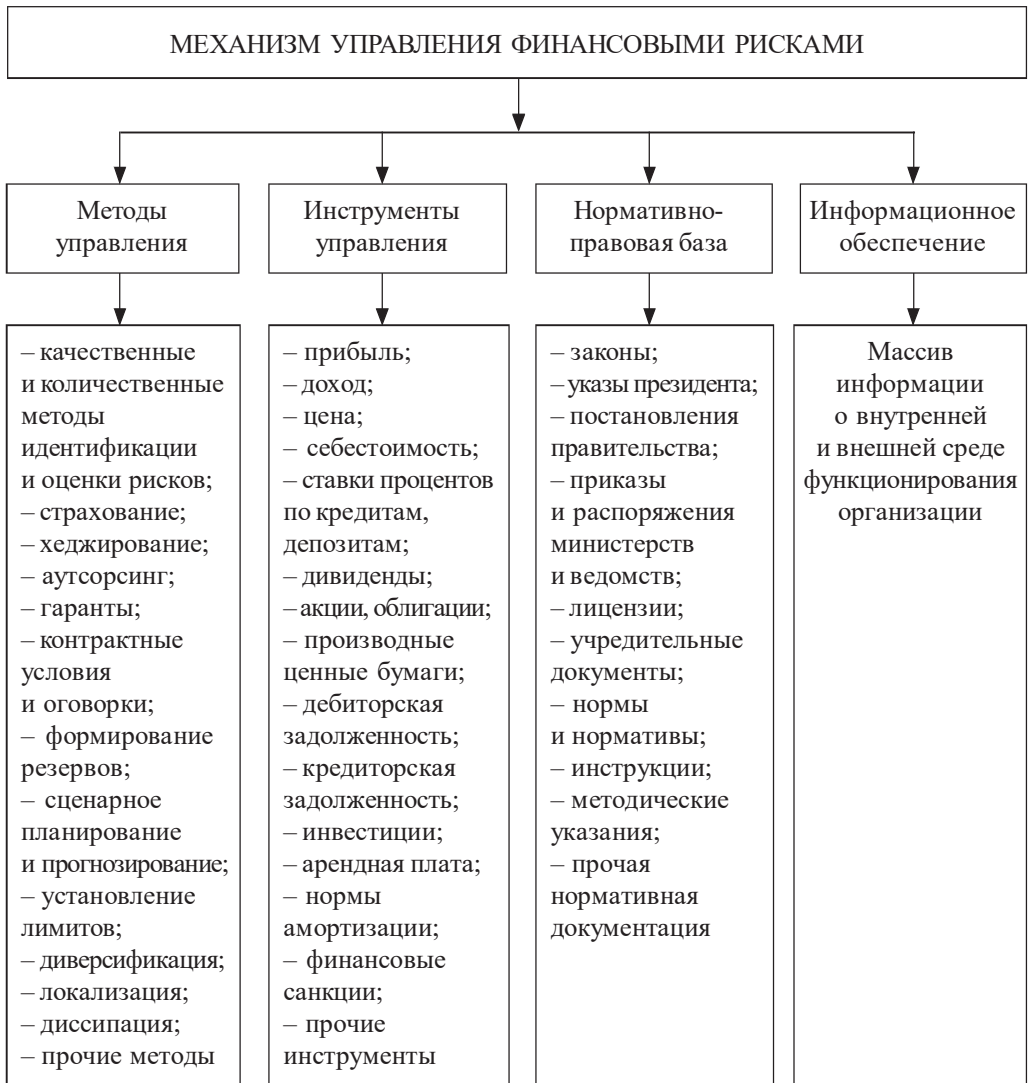


Рис. 8. Структура механизма управления финансовыми рисками

Кроме того, значительную роль в организации эффективного управления финансовыми рисками играет информационное обеспечение. Это обусловлено тем, что процесс управления требует разработки и реализации оперативных решений, адекватных сложившимся экономическим реалиям, т. е. осуществления выбора из множества альтернативных вариантов. В выборе наиболее обоснованного решения наряду с квалификацией управленческого персонала важную роль играет своевременная и достоверная информация о факторах внутренней и внешней бизнес-среды. Соответствующее информационное обеспечение включает в себя массив прогнозной, текущей и ретроспективной информации об операционной,

инвестиционной и финансовой деятельности организации в условиях перманентно изменяющейся внешней среды<sup>20</sup>.

Таким образом, механизм управления играет важнейшую роль в системе управления финансовыми рисками, так как именно посредством него реализуются основные функции риск-менеджмента:

- планирование;
- организация;
- мотивация;
- координация;
- контроль (включающий в себя учет и анализ).

Очевидно, что объектом планирования в риск-менеджменте являются не сами риски (которые можно только прогнозировать), а бизнес-процессы (деятельность) организации, которые рассматриваются сквозь призму риска. Это один аспект планирования, актуальность которого не вызывает сомнений, так как риск-менеджмент предполагает разработку альтернативных сценариев действий и выбор в итоге оптимального стратегического плана.

Можно ли планировать сами процессы риск-менеджмента? Отчасти можно. Но поскольку эта область управления всегда связана с неопределенностью, то и сами процессы будут всегда в той или иной степени не детерминированы в отношении получаемого результата и эффективности выбранного метода воздействия на финансовый риск. Поэтому планировать процессы риск-менеджмента можно лишь с учетом допущения возможности оперативных корректировок в зависимости от изменения ситуации.

И наконец, третий аспект проявления обозначенной функции управления рисками заключается в планировании бюджета на риск-менеджмент, т. е. всех затрат, которые предполагается выделить на реализацию намеченных мероприятий риск-менеджмента на данный период времени. Планированию этого вида затрат должно уделяться отдельное внимание, если предполагается сделать систему финансового риск-менеджмента в организации действительно эффективной<sup>21</sup>.

Организационная функция обеспечивает принятие и реализацию управленческих решений в системе управления финансовыми рисками. Реализуется в виде формирования субъектов управления (в первую очередь, служб риск-менеджмента), наделения их соответствующими полномочиями и ответственностью, установления взаимосвязей с другими структурными подразделениями. Обеспечивает адаптацию организационных структур (субъектов управления) к меняющимся условиям внутренней и внешней среды бизнеса.

Мотивационная функция обеспечивает систему стимулирования реализации принятых управленческих решений в области управления финансовыми

<sup>20</sup> Долгих Ю. А. Система управления финансовой устойчивостью промышленного предприятия // Экономика и менеджмент систем управления. 2017. № 4.4 (26). С. 404–410.

<sup>21</sup> Корезин А. С. Специфика планирования в системе корпоративного риск-менеджмента // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2008. № 4. С. 264–269.

рисками, формирует систему поощрений и санкций соответственно за выполнение или невыполнение установленных целевых показателей, нормативов и плановых заданий в разрезе субъектов управления и подчиненного им персонала.

Посредством реализации координационной функции достигается согласованность функционирования всех структурных элементов системы управления финансовыми рисками, поддержание и совершенствование установленных связей между ними. Реализуется в форме регулярного и оперативного воздействия субъектов управления на подчиненный персонал с целью обеспечения согласованной и слаженной работы в процессе достижения целей и выполнения задач.

Контрольная функция обеспечивает эффективный контроль за реализацией принятых управленческих решений в системе финансового риск-менеджмента. Реализуется в виде формирования систем внутреннего контроля в организации, разделения контрольных обязанностей между субъектами управления; определения системы контролируемых показателей (параметров финансового риска); оперативного реагирования на полученные результаты осуществляемого контроля.

Для того чтобы система управления финансовыми рисками в организации была эффективной, ее формирование и функционирование должно основываться на ряде базовых принципов (табл. 9).

Т а б л и ц а 9

**Принципы формирования и функционирования системы управления финансовыми рисками в организации**

№ п/п	Наименование принципа	Содержание принципа
1	Принцип интегрированности с общей системой управления организацией	Система управления финансовыми рисками непосредственно связана с операционным, инновационным, стратегическим, инвестиционным, антикризисным менеджментом, так как охватывает вопросы всех сфер управления организацией
2	Принцип комплексного характера формирования управленческих решений	Предполагает наличие полного состава функций управления и обеспечивающих подсистем, всесторонность изучения явлений и процессов. Комплексный характер формирования управленческих решений в системе управления финансовыми рисками проявляется в многоаспектности их оценки (обосновании выбора из альтернатив)
3	Принцип научности	Предполагает использование научно обоснованных методов и подходов к управлению финансовыми рисками (в особенности в части их количественной оценки)
4	Принцип высокого динамизма управления	Предполагает, даже в случае незначительного изменения рыночной ситуации, быструю реакцию со стороны субъектов управления в виде идентификации и оценки соответствующих рисков (угроз), а также раз-

№ п/п	Наименование принципа	Содержание принципа
		работки и реализации управленческих решений, направленных на их нейтрализацию
5	Принцип вариативности подходов к разработке управленческих решений	Принятие управленческих решений в системе финансового риск-менеджмента должно учитывать альтернативные возможности действий. Выбор оптимального варианта из нескольких альтернатив должен осуществляться на основе установленных критериев эффективности (в зависимости от конкретной ситуации риска)
6	Принцип ориентированности на стратегические цели развития организации	Система управления финансовыми рисками должна соответствовать стратегическим целям развития организации и способствовать реализации общей экономической стратегии ее развития
7	Принцип системности	Согласно этому принципу организация одновременно рассматривается как самостоятельная система и как составной элемент более крупной системы (холдинг, отрасль, государство). Принцип системности предполагает осуществление комплексного анализа взаимосвязанных риск-факторов внешней и внутренней среды, воздействующих на все элементы организации как системы
8	Принцип адаптивности (гибкости)	Характеризует необходимое свойство системы управления финансовыми рисками адаптироваться к изменению факторов внешней среды, что обеспечивает способность системы непрерывно и эффективно функционировать в условиях перманентных внешних изменений
9	Принцип адекватности	Система управления финансовыми рисками должна соответствовать экономическим условиям, в которых функционирует организация, а также ее отраслевой (рыночной) специфике
10	Принцип экономической эффективности	Предусматривает должную степень эффективности разработанных решений по управлению финансовыми рисками с позиции оптимального соотношения получаемых результатов и понесенных затрат на реализацию соответствующих мероприятий риск-менеджмента

Таким образом, обозначенные выше структурные элементы системы управления финансовыми рисками организации (механизм, функции и принципы управления) определяют методологическую основу реализации процесса управления рисками.

Сам процесс финансового риск-менеджмента подразумевает осуществление ряда этапов, последовательная реализация которых представляет собой замкнутый цикл:

1. Идентификация и оценка рисков;
2. Выбор стратегий и методов управления рисками;
3. Реализация стратегий и методов управления рисками;
4. Оценка эффективности реализованных мероприятий и совершенствование системы управления финансовыми рисками.

Перечисленные этапы подробно рассмотрены далее в пп. 2.3, 2.4.

### **2.3. Методы идентификации и оценки финансовых рисков**

Идентификация и оценка финансовых рисков имеют очень важное значение, так как риски, которые не будут выявлены и оценены на этом этапе, не смогут быть минимизированы в дальнейшем.

Идентификация и оценка финансовых рисков представляют собой процесс выявления подверженности организации неопределенности, что предполагает получение максимально полной информации о самой организации, релевантных финансовых и товарных рынках, законодательстве, социальном, политическом, культурном окружении, а также о стратегии ее развития и операционных процессах, включая информацию об угрозах и возможностях достижения поставленных целей.

Базисной методологической основой идентификации и оценки финансовых рисков является факторный анализ, проведение которого есть многослойный сложный процесс, поскольку одни и те же факторы оказывают в различных условиях неодинаковое влияние на рынок или могут из категории решающих стать абсолютно незначительными. Необходимо знать взаимосвязь и взаимное влияние различных риск-факторов, отражающие связи между различными процессами и явлениями, определять совокупный результат тех или иных экономических мер и устанавливать связь между абсолютно не связанными на первый взгляд событиями.

Наиболее важную группу риск-факторов составляют экономические. Полный экономический анализ целесообразно проводить на трех уровнях. Первоначально в его рамках рассматривается состояние экономики в целом. Это позволяет выяснить, насколько общая ситуация благоприятна для инвестирования или осуществления финансово-хозяйственной деятельности, и дает возможность определить основные макроэкономические факторы, детерминирующие указанную ситуацию. После изучения конъюнктуры в целом осуществляется анализ отдельных сфер рынка в целях выявления тех из них, которые в сложившихся общеэкономических условиях наиболее благоприятны для размещения средств или осуществления финансово-хозяйственной деятельности с точки зрения выбранных инвестиционных целей и приоритетов. При этом рассматривается состояние отраслей



и подотраслей экономики. Выявление наиболее предпочтительных направлений размещения средств создает основу для выбора в их рамках конкретных видов вложений, инвестиции в которые обеспечили бы наиболее полное выполнение поставленных целей. Поэтому на третьем уровне анализа подробно анализируется состояние отдельных экономических субъектов, а также конкретные инвестиционные программы и проекты.

Изучение общей экономической ситуации на первом этапе анализа основано на рассмотрении показателей, характеризующих динамику производства, уровень экономической активности, потребление и накопление, влияние инфляционных процессов, финансовое состояние государства. При этом предпринимаются попытки установить конкретные механизмы воздействия на положение дел в экономике важнейших политических и социальных событий. Выявление факторов, определяющих хозяйственную ситуацию в целом и непосредственно отражающихся на рынке, позволяет определить общие условия, на фоне которых придется заниматься бизнесом или проводить инвестиционную политику, а также строить прогнозы относительно перспектив их изменения. Поскольку макроэкономическая обстановка является предметом пристального внимания со стороны широких кругов экономистов, при проведении факторного анализа имеется возможность опираться на достаточно глубокие проработки и выводы, которые делаются ведущими экспертами в данной области.

Общеэкономическая ситуация отражает состояние в большинстве сфер хозяйства, однако каждая из этих сфер подчиняется не только общим, но и своим частным (внутренним) закономерностям. Соответственно выводы, сделанные на макроуровне, нуждаются в конкретизации и корректировке. Даже если анализ обстановки в целом показывает, к примеру, что отрасль благоприятна для инвестирования, то это не означает, что нельзя найти отрасли, в которые можно было бы с большой выгодой размещать денежные средства. В ходе отраслевого анализа осуществляется сопоставление показателей, отражающих динамику производства, объемы реализации, величину товарных и сырьевых запасов, уровень цен и заработной платы, прибыли, накоплений как в разрезе отраслей, так и в сравнении с аналогичными показателями в целом по национальному хозяйству. При этом в странах с развитой экономикой аналитики опираются на стандартные индексы, характеризующие положение дел в различных отраслях.

И наконец, на третьем уровне факторного анализа осуществляются идентификация и оценка рисков применительно к каждому конкретному экономическому субъекту или инвестиционному проекту.

Методологический базис получения и систематизации информации о факторах, обуславливающих пул рисков, составе рисков, а также вероятности и уровне их проявления, представлен на рис. 9.

Современная экономическая наука располагает различными методиками идентификации и оценки рисков, которые можно разделить на две группы: качественные и количественные.



Рис. 9. Методы идентификации и оценки финансовых рисков

Идентификация и качественная оценка рисков, как правило, предшествуют количественной оценке. Основная цель качественной оценки – приоритизация выявленных рисков, т. е. присваивание каждому из рисков, выявленных и занесенных в реестр, определенного цифрового рейтинга (индекса или величины), выраженного в баллах и отражающего его значимость и необходимость дальнейшего применения к нему процедур риск-менеджмента.

Рейтинг (индекс, или величина) риска (рискового события) рассчитывается как произведение *балльных оценок* двух его параметров: вероятности возникновения рискованного события и уровня влияния последствий рискованного события на экономический субъект (рис. 10). Балльные оценки этих двух параметров выставляют эксперты.

$$\boxed{\text{Величина риска}} = \boxed{\text{Влияние}} \times \boxed{\text{Вероятность возникновения}}$$

Рис. 10. Механизм балльной оценки величины (индекса) риска

Для оценивания параметров рисков (вероятности возникновения рискованного события и уровня влияния последствий рискованного события на рассматриваемую организацию) экспертам предлагаются соответствующие унифицированные шкалы. Как правило, применяются трехбалльная или пятибалльная шкалы качественной оценки рисков. Чаще используется пятибалльная шкала (табл. 10, 11).

Т а б л и ц а 10

**Пример пятибалльной шкалы оценки вероятности наступления рискованного события**

Оценка в баллах	Вероятность возникновения рискованного события	Интерпретация	
		Для повторяющихся рискованного событий	Для разовых рискованного событий
5	Максимальная (более 75 %)	Рискованное событие чрезвычайно вероятно, скорее всего, произойдет в предстоящем году	Шансы для наступления рискованного события велики
4	Высокая (50–75 %)	Рискованное событие может произойти в ближайшие 1–2 года	Рискованное событие скорее произойдет, чем не произойдет
3	Средняя (25–50 %)	Рискованное событие может происходить время от времени, один раз в 3–5 лет	Шансы наступления рискованного события оцениваются как «50 на 50»

О к о н ч а н и е т а б л. 10

Оценка в баллах	Вероятность возникновения рискового события	Интерпретация	
		Для повторяющихся рисковых событий	Для разовых рисковых событий
2	Низкая (5–25 %)	Рисковое событие может возникать редко, один раз в 5–15 лет	Рисковое событие скорее не произойдет, чем произойдет
1	Минимальная (менее 5 %)	Рисковое событие может произойти только в исключительных случаях (не чаще одного раза в 15–20 лет)	Шансы для наступления рискового события малы

Т а б л и ц а 11

**Пример пятибалльной шкалы оценки влияния последствий рискового события  
на экономический субъект**

Оценка в баллах	Тяжесть последствий рискового события	Интерпретация
5	Катастрофическая	Последствия рискового события могут привести к необратимой потере финансовой устойчивости и платежеспособности экономического субъекта, в итоге, к его банкротству
4	Критическая	Последствия рискового события могут привести к отрицательным финансовым результатам (убыткам), значительному снижению собственного капитала, росту долговой нагрузки, нарушению платежеспособности экономического субъекта. Однако еще имеются возможности для восстановления платежеспособности
3	Значительная	Последствия рискового события могут привести к снижению финансовой устойчивости сверх заданных (допустимых) границ отклонений, при этом экономический субъект в состоянии выполнять свои обязательства
2	Существенная	Последствия рискового события могут привести к снижению финансовой устойчивости экономического субъекта в пределах заданных (допустимых) границ отклонений
1	Незначительная	Последствия рискового события оказывают минимальное воздействие на экономический субъект, не снижая эффективность его функционирования

Опрос экспертов может производиться различными методами, совокупность которых подразделяется на методы индивидуальных экспертных оценок и методы коллективных экспертных оценок.

#### *Методы индивидуальных экспертных оценок рисков*

К этой группе методов относятся: интервью, анкетирование; аналитический метод; SWOT-анализ; BPEST-анализ, PESTLE-анализ; метод анализа причинно-следственных связей и др.

Интервью, анкетирование предполагают индивидуальную работу с экспертами по технологии «вопрос-ответ». Эти методы применяют в ситуациях, когда сложно собрать в одном месте людей для обсуждения или обсуждение в группе невозможно. К преимуществам данных методов относится возможность вовлечь в оценку рисков большое количество причастных сторон и экспертов.

Аналитический метод подразумевает логический анализ экспертом текущей рыночной ситуации с составлением аналитических отчетов.

SWOT-анализ заключается в выявлении экспертом риск-факторов внутренней и внешней среды и разделении их на позитивные и негативные. Позитивные факторы внутренней среды, оказывающие положительное влияние на деятельность экономического субъекта, позиционируются как его сильные стороны (заносятся в ячейку Strengths). Негативные факторы внутренней среды, оказывающие отрицательное влияние на деятельность субъекта, позиционируются как его слабые стороны (ячейка Weaknesses). Позитивные факторы внешней среды, положительно влияющие на деятельность экономического субъекта, рассматриваются как возможности (ячейка Opportunities). Отрицательные факторы внешней среды, негативно влияющие на деятельность экономического субъекта, рассматриваются как угрозы (ячейка Threats). Шаблонную матрицу SWOT-анализа демонстрирует табл. 12.

Т а б л и ц а 12

**Матрица SWOT-анализа (шаблон)**

Тип бизнес-среды	Факторы положительного влияния	Факторы отрицательного влияния
Внутренняя среда	Strengths (сильные стороны – свойства, дающие преимущества)	Weaknesses (слабые стороны – факторы, снижающие эффективность функционирования)
Внешняя среда	Opportunities (возможности – внешние вероятные факторы, способствующие достижению целей)	Threats (угрозы – внешние вероятные факторы, усложняющие достижение целей)

В отличие от SWOT-анализа, конкретизирующего информацию о внутренней и внешней бизнес-среде, BPEST-анализ и PESTLE-анализ позволяют систематизировать информацию только о внешней среде. BPEST-анализ (Business, Political,

Economic, Social, Technological) применяется для выявления риск-факторов внешней среды, влияющих на экономический субъект, по направлениям: бизнес, политика, экономика, социальные и технологические аспекты. PESTLE-анализ (Political, Economic, Social, Technological, Legal, Environmental) аналогичен BPEST-анализу, но только расширен правовым и экологическим риск-факторами.

Метод анализа причинно-следственных связей представляет собой процедуру иерархического представления элементов (рисков), являющихся причиной реализации ключевого рискованного события. Этот метод состоит в декомпозиции рискованного события на все более простые составляющие части (причины) и дальнейшей обработке последовательных суждений эксперта по парным сравнениям. В результате может быть выражена относительная степень (интенсивность) взаимодействия элементов в иерархии. Эти суждения затем выражаются численно (в баллах).

Примером графического отражения результатов применения метода анализа иерархий может служить диаграмма Исикавы. Идея диаграммы причинно-следственных связей в форме рыбьей кости принадлежит крупнейшему эксперту по управлению качеством Каору Исикаве. Эта техника изначально применялась для анализа факторов, которые приводят к производственному браку. Но со временем ее начали использовать и для иерархического представления рисков. Пример построенной диаграммы Исикавы в целях декомпозиции риска неудачной реализации инвестиционного проекта иллюстрирует рис. 11.

Вышеперечисленные методы индивидуальных экспертных оценок могут применяться как в целях только идентификации рисков (риск-факторов), так и в целях идентификации и качественной балльной оценки рисков.

#### *Методы коллективных экспертных оценок рисков*

К этой группе методов относятся: метод мозгового штурма; метод Дельфи; метод экспертных комиссий; карточки Кроуфорда и др.

Мозговой штурм – способ получения информации в ходе совместного обсуждения как результат коллективного творчества экспертов. Список (реестр) рисков наполняется в процессе проведения собрания, в котором, как правило, принимают участие 10–15 человек – сотрудники организации, часто совместно с внешними авторитетными экспертами. Участники собрания называют риски, при этом идет обсуждение выдвинутых рисков. Далее риски сортируют по группам, оценивают параметры каждого риска и его индекс (рейтинг) – в условиях общего обсуждения. Метод мозгового штурма может быть использован самостоятельно для оценки рисков или в сочетании с другими методами. К преимуществам данного метода относится то, что он достаточно оперативен и надежен, в процессе обсуждения может быть выявлено множество рисков в результате комбинации и модификации идей различных экспертов.

Метод Дельфи (*Delphi*) позволяет обобщить мнения экспертов и сформулировать единое групповое мнение. Существенной особенностью данного метода является то, что эксперты выражают свое мнение анонимно и индивидуально, но

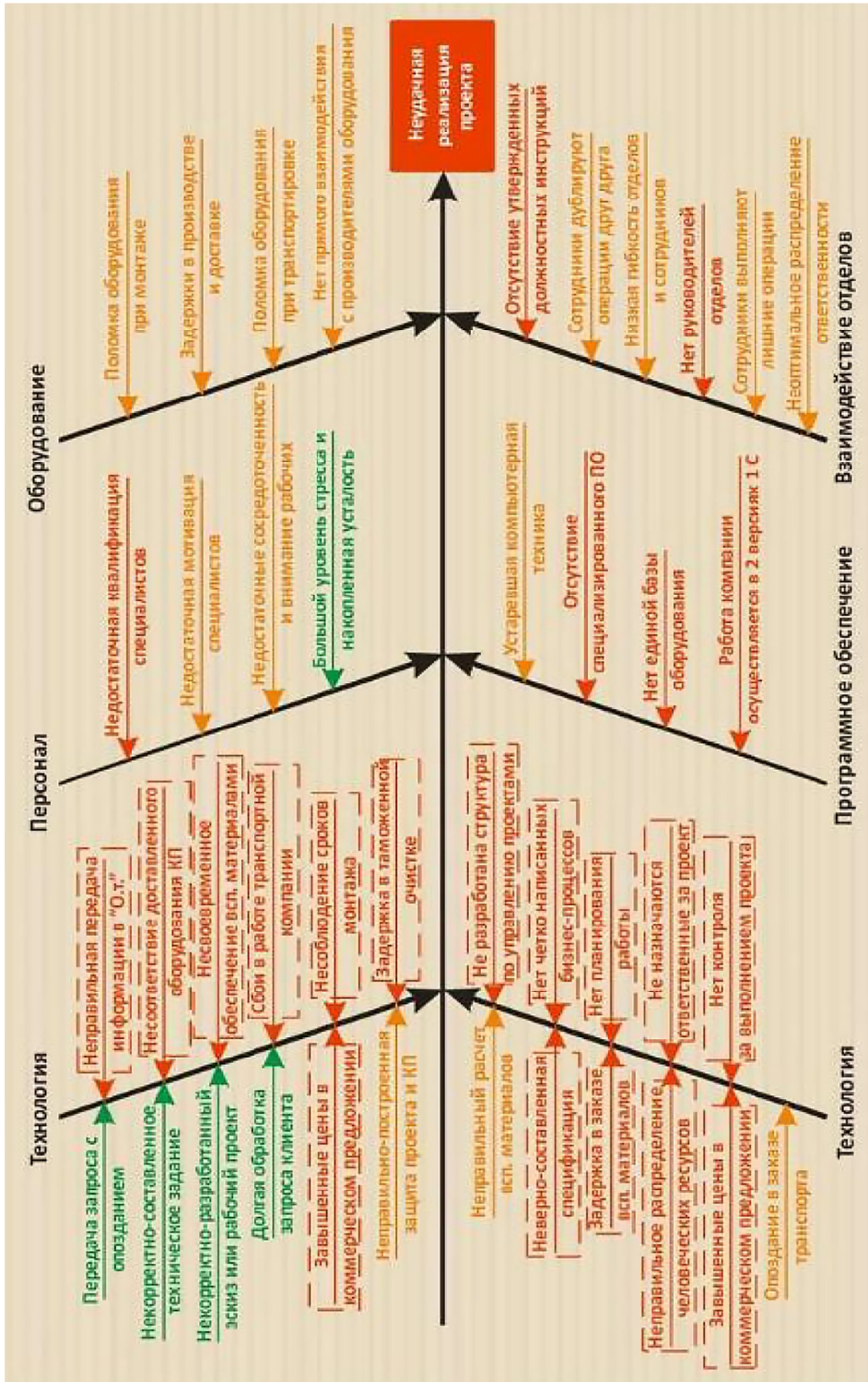


Рис. 11. Пример диаграммы Исайявы применительно к декомпозиции риска неудачной реализации инвестиционного проекта

при этом имеют возможность узнать мнения других экспертов. Для отбора вариантов решения какой-либо проблемы или оценки риска необходимо согласованное единое мнение экспертов.

Метод Дельфи может быть применен на всех этапах выявления и оценки риска, там, где необходимы обобщенные оценки экспертов. Данный метод включает в себя проведение анкетного опроса группы экспертов. Далее следует анализ и обобщение ответов экспертов, распространение ответов среди экспертной группы. Затем может быть проведен повторный опрос участников дискуссии и повторение данного процесса до тех пор, пока не будет достигнуто обобщенное мнение по обсуждаемому вопросу. Преимущества данного метода: эксперты высказывают свое мнение анонимно; все высказывания равнозначны, нет доминантного мнения.

Метод экспертных комиссий заключается в совместной работе объединенных в комиссию экспертов. Метод предполагает открытую дискуссию по обсуждаемой проблеме для выработки единого мнения. При использовании данного метода предварительно разрабатывается программа обсуждения. Обычно в дискуссии участвуют 10–15 человек.

Отличия от метода мозгового штурма: нет этапов, более легкая процедура проведения, вырабатывается единое мнение, а в мозговом штурме может быть несколько вариантов, из которых потом организаторы выбирают. Отличие от метода Дельфи состоит в том, что нет анонимности, проводится открытая дискуссия.

Карточки Кроуфорда – метод, разработанный доктором К. К. Кроуфордом в 1925 г. для того, чтобы быстро аккумулировать мнения большого количества экспертов за короткий период времени, и если этого хотят участники – анонимно. Опрашиваемой группе задается вопрос. Участники должны сформулировать свои идеи и записать каждую на отдельном листе – это обязательное правило (обычно 10 идей). При этом никакого обмена мнениями не должно быть, чтобы исключить фактор влияния. Таким образом, в распоряжении организатора появится достаточно большое количество карточек с ответами, из которых составляется список и раздается участникам для внесения изменений и дополнений.

Помимо методов экспертных оценок к методическому инструментарию качественной оценки рисков относится также метод аналогии. Этот метод предполагает использование информации о составе и характере рисков либо прошлых временных периодов, либо аналогичных организаций. При использовании метода аналогий могут быть установлены математические закономерности развития процессов или явлений и осуществлен их перенос с учетом корректировок на исследуемый объект. Данный метод считается неточным по причине неполного соответствия рассматриваемых объектов и явлений и аналогичных, и зачастую используется совместно с другими методами.

При условии большого количества выявленных рисков, включенных в реестр, результаты балльной оценки их параметров, полученные либо от экспертов, либо в результате применения метода аналогий, удобно визуализировать в виде карты рисков.



*Карта рисков* представляет собой матрицу, столбцы которой отражают градацию значимости риска (с точки зрения влияния его последствий на организацию), а строки – градацию вероятности возникновения риска. Сами риски, обозначенные порядковыми номерами, согласно реестра, располагаются в клетках таблицы. Каждая клетка, располагается в соответствующей цветовой зоне, раскрывает интерпретацию с точки зрения индекса (величины) риска (рис. 12).

ЗНАЧИМОСТЬ РИСКА →	5	<b>5</b> (115), (120)	<b>10</b> (60)	<b>15</b> (59)	<b>20</b> (58), (91)	<b>25</b>
	4	<b>4</b> (116), (121)	<b>8</b> (15), (61), (66)	<b>12</b> (5), (14), (110)	<b>16</b> (3), (4), (17), (56), (57), (65), (118)	<b>20</b> (1), (2), (67), (68), (69)
	3	<b>3</b>	<b>6</b> (13), (93)	<b>9</b> (6), (18), (30), (82), (101), (119), (127)	<b>12</b> (16), (41), (43), (63), (70), (71), (73), (76), (81), (88), (89), (90)	<b>15</b> (24), (25), (42), (45), (55), (64), (102), (126)
	2	<b>2</b>	<b>4</b> (10), (12), (20), (49), (94), (95), (112)	<b>6</b> (7), (8), (9), (38), (54), (77), (83), (105)	<b>8</b> (21), (22), (31), (37), (40), (44), (72), (80), (86), (87), (103), (104), (109), (111)	<b>10</b> (23), (26), (28), (100), (125)
	1	<b>1</b> (113)	<b>2</b> (11), (19), (27), (29), (36), (39), (78), (107), (108), (122), (124)	<b>3</b> (48), (51), (52), (53), (79), (84), (85), (92), (99), (106), (114), (123)	<b>4</b> (32), (46), (47), (50), (96), (97), (98)	<b>5</b> (33), (34) (35), (117)
		1	2	3	4	5
		ВЕРОЯТНОСТЬ ВОЗНИКНОВЕНИЯ РИСКА →				

Рис. 12. Пример карты рисков, построенной в результате качественной оценки 127 выявленных рисков компании АО «XXX» с использованием пятибалльной шкалы

Зона белого цвета, локализованная ниже ломаной жирной линии (границы толерантности к риску или линии риск-аппетита компании), отражает область терпимого, толерантного риска. Зоны серого и темно-серого цвета, расположенные выше и справа от границы толерантности, включают соответственно риски среднего и высокого (критического) уровней. Высокие (с индексами 12, 15, 16) и критические риски (с индексами 20, 25) представляют собой серьезные угрозы для организации и требуют немедленной реализации мероприятий, направленных на их нейтрализацию.

В отношении рисков, получивших высокие индексные (рейтинговые) значения, применяются методы количественной оценки (при условии наличия достаточного объема информации, необходимой для оценки вероятности возникновения риска и уровня воздействия риска на рассматриваемую организацию). Выбор метода количественной оценки рисков обуславливается наличием временных, трудовых и финансовых ресурсов, а также необходимой степенью детализации рисков и их последствий. Далее в табл. 13 представлена характеристика основных методов количественной оценки финансовых рисков.

Т а б л и ц а 13

#### Характеристика основных методов количественной оценки финансовых рисков

Наименование метода	Характеристика метода
<i>Расчетно-аналитические методы</i>	
Метод корректировки нормы дисконта	Применяется в процессе оценки инвестиционного риска (в части реальных инвестиций), реализуя идею приведения стоимости будущих денежных потоков платежей к настоящему моменту времени, по более высокой норме. Заключается в корректировке базовой нормы дисконта, которая считается безрисковой. Такая корректировка проводится путем прибавления величины премии за риск, которая рассчитывается экспертным путем либо по ряду существующих методик. Простота метода сводится к анализу зависимости показателей NPV (IRR, PI и др.) от изменений только одного показателя – нормы дисконта
Имитационное моделирование (метод «Монте-Карло»)	Представляет собой серию численных экспериментов, призванных получить эмпирические оценки степени влияния различных факторов (исходных величин) на некоторые зависящие от них результаты (показатели). Метод Монте-Карло широко применяется в инвестиционном моделировании, прежде всего в условиях неопределенности и риска. Он удобен тем, что удачно сочетается с другими методами, теорией игр. На практике данный метод может быть применен только с использованием соответствующего программного обеспечения, позволяющего описывать прогнозные модели с большим количеством случайных параметров

## Продолжение табл. 13

Наименование метода	Характеристика метода
Анализ сценариев	Основан на моделировании и анализе нескольких вариантов развития событий. Обычно их три: оптимистический, вероятный и пессимистический. Наиболее частым критерием дифференциации этих сценариев является прогнозный уровень спроса на выпускаемую продукцию (услуги). По каждому варианту оцениваются риски и возможные стратегии действий. В процессе анализа сценариев сложно прогнозировать вероятность наступления того или иного сценария в будущем, однако можно проанализировать последствия, помочь организациям использовать преимущества и обеспечить устойчивость к прогнозируемым изменениям
Стресс-тестирование (анализ чувствительности)	Сводится к исследованию зависимости некоторого результирующего показателя от вариации значений показателей, участвующих в его определении. Иными словами, стресс-тестирование позволяет оценить потенциально возможное воздействие на состояние организации (проекта) ряда заданных изменений в факторах риска. Стресс-тестирование осуществляется с применением различных методик. Наиболее распространенными являются однофакторный и многофакторный анализ чувствительности. Главной целью многофакторного анализа является оценка стратегических перспектив в зависимости от воздействия ряда факторов риска на деятельность организации (проекта). Однофакторный анализ предполагает оценку непосредственного воздействия на деятельность организации (проекта) заданного фактора риска, например, изменения курса национальной валюты или процентной ставки и т. д.
Анализ целесообразности затрат	Суть этого метода основывается на том факте, что расходы по каждому направлению деятельности, а также по отдельным ее элементам, имеют разную степень риска. Например, степень риска по затратам, связанным с покупкой сырья, будет выше, чем по расходам на зарплату. Метод анализа целесообразности затрат ориентирован на идентификацию потенциальных зон риска и нацелен на то, чтобы свести к минимуму размер капитала, который подвергается риску
Методы и модели прогнозирования риска банкротства	Представляют собой регрессионные модели, построенные с использованием двух выборок (в первую входят субъекты, ставшие банкротами, а во вторую – субъекты, которые остались финансово устойчивыми). Подразделяются на две группы: модели логистической регрессии ( <i>logit</i> -модели) и модели простой регрессии (модели множественного дискриминантного анализа). Как правило, модели той и другой группы позволяют оценить вероятность банкротства компании за год до его наступления
Вероятностные методы. Модели VaR, EaR и CFaR	Value at Risk (VaR) – стоимостная мера риска. Распространено общепринятое во всем мире обозначение VaR. Это выражен-

О к о н ч а н и е т а б л. 13

Наименование метода	Характеристика метода
	<p>ная в денежных единицах оценка величины, которую не превысят ожидаемые в течение данного периода времени потери с заданной вероятностью. VaR – это величина убытков, которая с вероятностью, равной уровню доверия (например, 99 %), не будет превышена. Следовательно, в 1 % случаев убыток составит величину большую, чем VaR. Проще говоря, вычисление величины VaR проводится с целью заключения утверждения подобного типа: «Мы уверены на X % (с вероятностью X/100), что наши потери не превысят Y долларов в течение следующих N дней» (в данном предложении неизвестная величина Y и есть VaR). Аналогичная логика просматривается в отношении моделей EaR и CFaR</p>
<i>Математико-статистические методы</i>	
Методы статистического анализа	<p>Методы, основанные на использовании показателей математического ожидания, дисперсии, среднеквадратического отклонения и коэффициента вариации. При определении степени риска следует отдать предпочтение последнему показателю, так как дисперсия и среднеквадратическое отклонение служат мерами абсолютной колеблемости, а коэффициент вариации – относительная величина, на которую не оказывают влияния абсолютные значения изучаемого показателя, т. е. с его помощью можно сравнивать даже колеблемость признаков, выраженных в разных единицах измерения</p>
Кластерный анализ	<p>Методы кластерного анализа позволяют разбить изучаемую совокупность объектов на группы однородных, называемых кластерами или классами, и оценивать риски каждой группы</p>
Метод «Дерево решений»	<p>Дерева решений (<i>decision tree</i>) обычно используются для анализа рисков проектов, имеющих обозримое или разумное число вариантов развития. Они особо полезны в ситуациях, когда решения, принимаемые в момент времени <math>t = n</math>, сильно зависят от решений, принятых ранее, и в свою очередь определяют сценарии дальнейшего развития событий.</p> <p>«Дерево решений» имеет вид нагруженного графа, вершины его представляют ключевые состояния, в которых возникает необходимость выбора, а дуги (ветви дерева) – различные события (решения, последствия, операции), которые могут иметь место в ситуации, определяемой вершиной</p>
Метод теории игр	<p>Анализ ситуаций с помощью теории игр позволяет рассмотреть все возможные альтернативы как своих действий, так и стратегии партнеров и конкурентов. С помощью теории игр можно решать многие экономические задачи, связанные с выбором наилучшего решения. Это следует из того, что риск имеет математически выраженную вероятность наступления потери</p>

Рассмотрим более подробно статистический анализ риска, методологию Value-at-Risk (VaR) и модели оценки совокупного риска банкротства.

#### *Методы статистического анализа риска*

Поскольку риск является вероятностной категорией, то методы количественной его оценки основываются на важнейших понятиях теории вероятностей и математической статистики. Наиболее часто применяемым инструментарием оценки финансовых рисков выступают методы статистического анализа. В рамках этих методов риск оценивается на основании следующих показателей: среднее ожидаемое значение (математическое ожидание), дисперсия, среднеквадратическое отклонение (стандартное отклонение), коэффициент вариации.

Среднее ожидаемое значение (математическое ожидание) связано с неопределенностью ситуации. Оно выражается в виде средневзвешенной величины ( $X_m$ ) всех возможных результатов, где вероятность каждого результата ( $P$ ) используется в качестве частоты, или веса, соответствующего значения  $X$ . В общем виде это можно записать так:

$$X_m = P_1 X_1 + P_2 X_2 + \dots + P_n X_n.$$

При наличии данных о потерях и вероятностях их возникновения по каждому виду риска обобщенный риск проекта определяется как сумма средневзвешенных показателей риска каждого вида.

Средневзвешенная величина (математическое ожидание) – обобщенная количественная характеристика, которая не позволяет принять решение в пользу какого-либо варианта. Для окончательного решения необходимо измерить колеблемость (размах или изменчивость) показателей, т. е. определить колеблемость возможного результата. Она представляет собой степень отклонения ожидаемого значения от средней величины. Для ее определения обычно вычисляют дисперсию или среднеквадратическое отклонение.

Дисперсия рассчитывается по формуле:

$$D = \sum_{i=1}^n (X_i - X_m)^2 \cdot P_i,$$

где  $D$  – дисперсия;

$X_i$  – конкретное фактическое или ожидаемое значение показателя, событие;

$X_m$  – среднее ожидаемое значение (математическое ожидание);

$P_i$  – вероятность наступления конкретного события (показателя);

$n$  – общее количество событий, возможных (фактических) значений показателей.

Среднеквадратическое (стандартное) отклонение определяется по формуле

$$\delta = \sqrt{D}.$$

Для анализа изменчивости, колеблемости значений показателей используют коэффициент вариации:

$$\gamma = \frac{\delta}{X_m} \cdot 100 \%$$

Коэффициент вариации – величина относительная, с его помощью можно сравнивать изменчивость признаков, выраженных в различных единицах измерений. Коэффициент вариации фактически является основным показателем, характеризующим воздействие риска. Для характеристики воздействия риска в зависимости от значения коэффициента вариации используется эмпирическая шкала (табл. 14).

Т а б л и ц а 14

**Шкала воздействия риска в зависимости  
от значения коэффициента вариации**

Значение коэффициента вариации, %	Лингвистическая характеристика воздействия риска
10	Низкий
От 10 до 25	Умеренный
От 25 до 50	Допустимый
От 50 до 75	Критический
Свыше 75	Катастрофический

*Концепция Value-at-Risk (VaR)*

Для измерения рыночных рисков широко применяется методология Value-at-Risk (VaR). VaR – это статистическая оценка максимальных потерь инвестиционного портфеля при заданном распределении рыночных факторов за данный период времени во всех случаях за исключением малого процента ситуаций, т. е. VaR отражает размер возможного убытка, который не будет превышен в течение некоторого периода времени с некоторой вероятностью (уровнем допустимого риска). Графическую интерпретацию методологии Value-at-Risk отражает рис. 13.

Ключевыми параметрами VaR являются:

- временной горизонт – период времени, на который производится расчет риска. Чаще всего распространен расчет с временным горизонтом 1 день, 10 дней используется для расчета величины капитала, покрывающего возможные убытки;
- уровень допустимого риска (доверительный уровень) – вероятность того, что потери не превысят определенной величины (используется величина 99 % или 95 %);
- базовая валюта – валюта, в которой рассчитывается VaR.

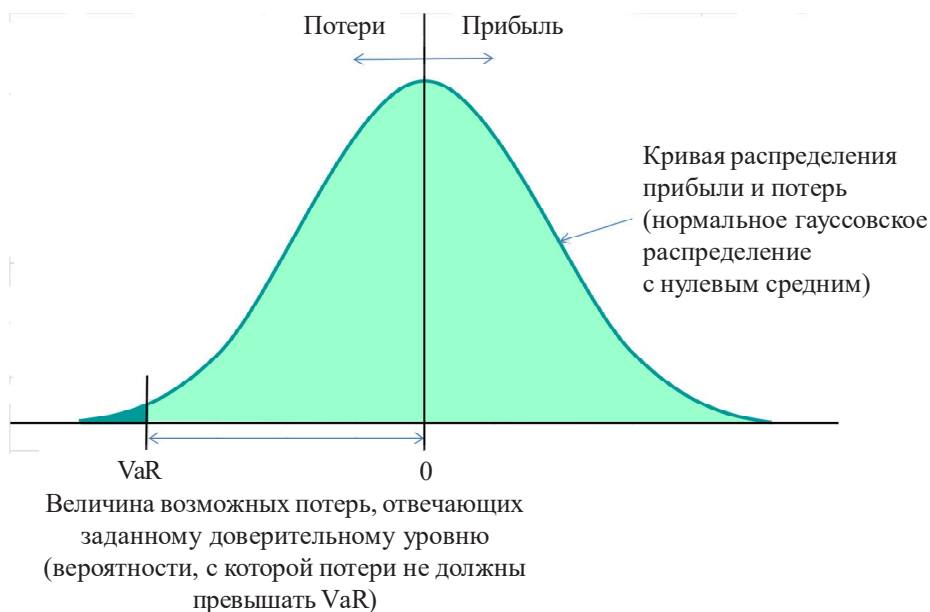


Рис. 13. Графическое выражение подхода Value-at-Risk (VaR)

Например, VaR, равный  $X$  при временном горизонте в  $n$  дней, уровне допустимого риска 95 % и базовой валюте – рубли, будет означать, что с вероятностью 95 % убытки не превысят  $X$  руб. в течение  $n$  дней.

Существуют три основных метода вычисления величины VaR:

- аналитический метод;
- историческое моделирование;
- метод Монте-Карло.

Аналитический метод (дельта-нормальный, параметрический, ковариационный) впервые был реализован в системе RiskMetrics банком J. P. Morgan в 1994 г. Он базируется на предположении о нормальном распределении рыночных факторов и требует только оценки параметров этого распределения. После оценки стандартных отклонений изменения цен каждого из входящих в портфель активов для них вычисляется VaR путем умножения отклонений на соответствующий доверительному уровню коэффициент. Полное вычисление VaR портфеля требует знания корреляционных связей между активами. Этот метод является наиболее простым, но его использование ограничено, так как в реальной практике нормальное распределение вероятностей рыночных факторов встречается редко.

Метод исторического моделирования (исторических симуляций) является непараметрическим и основан на предположении о стационарности рынка в ближайшем будущем. Выбирается период времени (например, 100 торговых дней), за который отслеживаются реальные наблюдаемые значения и относительные изменения цен всех входящих в сегодняшний портфель активов. Затем для каждого из этих изменений вычисляется, насколько изменилась бы цена сегодняшнего

портфеля (гипотетическая дневная прибыль или убыток), после чего полученные 100 чисел сортируются по убыванию. Поскольку инвестора прежде всего интересуют возможные убытки, то любые положительные значения прироста стоимости портфеля в выборке могут быть заменены нулевыми значениями. Взятое с обратным знаком число, соответствующее выбранному доверительному уровню (например, для уровня 99 % необходимо взять число с номером 99), и будет представлять собой VaR портфеля. Недостатком метода можно считать предположение о стабильности рынка в ближайшем будущем, что вызывает искажение результатов в случае значительных колебаний на рынке.

В отличие от исторического моделирования в методе Монте-Карло (имитационное моделирование) изменения цен активов генерируются случайным образом в соответствии с заданными параметрами. В результате имитируемого распределения вероятностей образуется множество сценариев будущего развития процесса. Имитируемое распределение может быть любым, а число сценариев – весьма большим (до нескольких десятков тысяч), для каждого сценария определяется прибыльность (убыток). На заключительном этапе повторяются расчеты метода исторического моделирования с построенным массивом прибыльности (убытков) по всем сценариям. Метод Монте-Карло широко применяется в инвестиционном моделировании в условиях неопределенности и риска. Компьютерная модель многократно использует различные входные данные и получает различные выходные данные. Далее они могут быть обработаны с помощью статистических методов, чтобы получить оценки стандартного отклонения, среднего и т. д.

Метод Монте-Карло отличается высокой точностью и пригоден практически для любых портфелей, однако имеет следующие недостатки:

- высокая сложность построения математических моделей динамики цен активов и, как следствие, высокий модельный риск (риск неадекватности модели);
- недостаточность наблюдаемых значений стоимостей активов, необходимых для корректной оценки их волатильности и коэффициентов корреляции;
- необходимость математической подготовки специалистов и достаточных компьютерных ресурсов.

К преимуществам метода Монте-Карло относят высокую точность его прогнозов для нелинейных инструментов, также он не использует гипотезу о нормальном распределении, возможность моделирования сценариев с учетом экспертных предположений о движении факторов риска.

Таким образом, выбор метода расчета показателя VaR определяется составом и структурой инвестиционного портфеля, доступностью данных для вычисления, имеющимся программным обеспечением и вычислительными мощностями, уровнем подготовки специалистов и рядом других факторов.

#### *Модели оценки риска банкротства организации*

Банкротство является крайней формой проявления совокупного риска финансово-хозяйственной деятельности экономического субъекта. Поэтому прогнозирование банкротства является неотъемлемым атрибутом финансового риск-менеджмента.



Методологические вопросы оценки вероятности банкротства организаций занимают важное место в экономической науке и особенно актуализируются в современных условиях нестабильной внешней среды бизнеса. К настоящему времени сформировалось значительное количество зарубежных и российских моделей оценки риска банкротства организаций, основной состав которых представлен в табл. 15.

Т а б л и ц а 15

### Модели оценки риска банкротства организации

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
<p>Двухфакторная модель Э. Альтмана: <math>Z = -0,3877 - 1,073 \cdot X_1 + 0,0579 \cdot X_2</math></p>	<p><math>X_1</math> = оборотные активы / краткосрочные обязательства; <math>X_2</math> = (долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства) / собственный капитал</p>	<p><math>Z &lt; 0</math> – вероятность банкротства меньше 50 % и уменьшается по мере уменьшения значения <math>Z</math>; <math>Z &gt; 0</math> – вероятность банкротства больше 50 % и увеличивается по мере увеличения значения <math>Z</math>; <math>Z = 0</math> – вероятность банкротства равна 50 %</p>
<p>Пятифакторная модель Э. Альтмана для компаний, не размещающих акции на фондовом рынке: <math>Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5</math></p>	<p><math>X_1</math> = оборотные активы / активы; <math>X_2</math> = чистая прибыль / активы; <math>X_3</math> = операционная прибыль / активы; <math>X_4</math> = собственный капитал / (долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства); <math>X_5</math> = выручка / активы</p>	<p><math>Z &gt; 2,9</math> – зона финансовой устойчивости; <math>1,23 &lt; Z &lt; 2,9</math> – зона неопределенности; <math>Z &lt; 1,23</math> – зона финансовой неустойчивости</p>
<p>Четырехфакторная модель Э. Альтмана для непроизводственных компаний: <math>Z = 6,56 \cdot X_1 + 3,26 \cdot X_2 + 6,72 \cdot X_3 + 1,05 \cdot X_4</math></p>	<p><math>X_1</math> = оборотные активы / активы; <math>X_2</math> = чистая прибыль / активы; <math>X_3</math> = операционная прибыль / активы; <math>X_4</math> = собственный капитал / (долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства)</p>	<p><math>Z &gt; 2,6</math> – зона финансовой устойчивости; <math>1,1 &lt; Z &lt; 2,6</math> – зона неопределенности; <math>Z &lt; 1,1</math> – зона финансовой неустойчивости</p>
<p>Пятифакторная модель Э. Альтмана, Г. Сабато (<i>logit</i>-модель): <math>P = 1 / (1 + e^{-Y})</math>, где <math>Y = 4,28 + 0,18 \cdot X_1 - 0,01 \cdot X_2 + 0,08 \cdot X_3 + 0,02 \cdot X_4 + 0,19 \cdot X_5</math>, <math>e</math> – основание натурального логарифма</p>	<p><math>X_1</math> = прибыль до вычета налогов и процентов / активы; <math>X_2</math> = краткосрочные обязательства / капитал; <math>X_3</math> = чистая прибыль / активы; <math>X_4</math> = денежные средства / активы; <math>X_5</math> = прибыль до вычета налогов и процентов / проценты к уплате</p>	<p><math>P &gt; 0,5</math> – зона финансовой неустойчивости; <math>P &lt; 0,5</math> – зона финансовой устойчивости</p>

Продолжение табл. 15

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки		
Четырехфакторная модель Р. Таффлера: $Z = 0,53 \cdot X_1 + 0,13 \cdot X_2 + 0,18 \cdot X_3 + 0,16 \cdot X_4$	$X_1$ = прибыль от продаж / краткосрочные обязательства; $X_2$ = оборотные активы / (краткосрочные обязательства + долгосрочные обязательства); $X_3$ = краткосрочные обязательства / активы; $X_4$ = выручка / активы	$Z > 0,3$ – банкротство маловероятно; $0,2 < Z < 0,3$ – зона неопределенности; $Z < 0,2$ – банкротство более чем вероятно		
Система показателей У. Бивера	Значения показателей			
	Наименование показателя	Финансово устойчивые	5 лет до банкротства	1 год до банкротства
	Коэффициент Бивера	От 0,4 до 0,45	0,17	-0,15
	Рентабельность активов, %	От 6 до 8	От 4 до 6	-22
	Финансовый леверидж, %	$\leq 37$	$\leq 50$	$\leq 80$
	Коэффициент покрытия оборотных активов собственными оборотными средствами	0,4	$\leq 0,3$	$\leq 0,06$
Коэффициент текущей ликвидности	$> 2$	От 1 до 2	$< 1$	
Четырехфакторная модель Р. Лиса: $Z = 0,063 \cdot X_1 + 0,092 \cdot X_2 + 0,057 \cdot X_3 + 0,001 \cdot X_4$	$X_1$ = оборотные активы / активы; $X_2$ = прибыль от продаж / активы; $X_3$ = нераспределенная прибыль / активы; $X_4$ = собственный капитал / (краткосрочные обязательства + долгосрочные обязательства)	$Z < 0,037$ – вероятность банкротства высокая; $Z > 0,037$ – вероятность банкротства невелика		
Девятифакторная модель Д. Фулмера: $Z = 5,528 \cdot X_1 + 0,212 \cdot X_2 +$	$X_1$ = нераспределенная прибыль прошлых лет / активы; $X_2$ = выручка от продаж / активы;	$Z < 0$ – банкротство вероятно; $Z > 0$ – банкротство маловероятно		

## Продолжение табл. 15

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
$+0,073 \cdot X_3 + 1,27 \cdot X_4 +$ $+0,12 \cdot X_5 + 2,235 \cdot X_6 +$ $+0,575 \cdot X_7 + 1,083 \cdot X_8 +$ $+0,984 \cdot X_9 - 6,075$	$X_3$ = (прибыль до налогообложения + + проценты к уплате) / собственный капитал; $X_4$ = денежный поток / (краткосрочные + долгосрочные обязательства); $X_5$ = долгосрочные обязательства / активы; $X_6$ = краткосрочные обязательства / активы; $X_7$ = Log (материальные активы); $X_8$ = оборотные активы / (долгосрочные + краткосрочные обязательства); $X_9$ = Log [(прибыль до налогообложения + проценты к уплате) / проценты к уплате]	
Четырехфакторная модель Г. Спрингейта: $Z = 1,03 \cdot X_1 + 3,07 \cdot X_2 +$ $+0,66 \cdot X_3 + 0,4 \cdot X_4$	$X_1$ = оборотные активы / активы; $X_2$ = (прибыль до налогообложения + + проценты к уплате) / активы; $X_3$ = прибыль до налогообложения / краткосрочные обязательства; $X_4$ = выручка / активы	$Z < 0,862$ – банкротство пред- приятия вероятно; $Z > 0,862$ – банкротство пред- приятия маловероятно
Четырехфакторная модель А. Ю. Беликова, Г. В. Давыдовой (модель Иркутской государственной экономической академии): $Z = 8,38 \cdot X_1 + 1 \cdot X_2 +$ $+0,054 \cdot X_3 + 0,63 \cdot X_4$	$X_1$ = оборотные активы / активы; $X_2$ = чистая прибыль / собственный капитал; $X_3$ = выручка от продаж / среднегодовая стоимость активов; $X_4$ = чистая прибыль / затраты	$Z < 0$ – риск банкротства максимальный (80–100 %); $0 < Z < 0,18$ – риск банкротства высокий (50–80 %); $0,18 < Z < 0,32$ – риск банкрот- ства средний (35–50 %); $0,32 < Z < 0,42$ – риск банк- ротства низкий (10–35 %); $Z > 0,42$ – риск банкротства минимальный (до 10 %)
Шестифакторная модель О. П. Зайцевой: $Z = 0,25 \cdot X_1 + 0,1 \cdot X_2 +$ $+0,2 \cdot X_3 + 0,25 \cdot X_4 +$ $+0,1 \cdot X_5 + 0,1 \cdot X_6$	$X_1$ = чистый убыток / собственный капитал; $X_2$ = кредиторская задолженность / дебиторская задолженность; $X_3$ = краткосрочные обязательства / (денежные средства + финансовые вложения); $X_4$ = чистый убыток / выручка; $X_5$ = заемный капитал / собственный капитал; $X_6$ = среднегодовая стоимость активов / выручка	Фактическое значение интег- рального показателя $Z$ срав- нивается с нормативным: $Z_{\text{норматив}} = 1,57 + 0,1 \cdot X_{\text{бпрел}}$ , где $X_{\text{бпрел}}$ – соответствующий по- казатель предыдущего периода. Если фактическое значение интегрального показателя $Z$ больше нормативного, то ве- роятность банкротства высо- кая. Если наоборот, то риск банкротства незначительный

О к о н ч а н и е т а б л . 15

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
Пятифакторная модель Г. В. Савицкой: $Z = 0,111 \cdot X_1 + 13,23 \cdot X_2 +$ $+ 1,67 \cdot X_3 + 0,515 \cdot X_4 +$ $+ 3,8 \cdot X_5$	$X_1$ = собственный оборотный капитал / оборотные активы; $X_2$ = оборотные активы / внеоборотные активы; $X_3$ = выручка / среднегодовая стоимость активов; $X_4$ = чистая прибыль / активы; $X_5$ = собственный капитал / активы	$Z > 8$ – риск банкротства малый или отсутствует; $5 < Z < 8$ – небольшой риск банкротства; $3 < Z < 5$ – средний риск банкротства; $1 < Z < 3$ – большой риск банкротства; $Z < 1$ – стопроцентная несостоятельность

Необходимо отметить, что представленные в табл. 15 модели оценки риска банкротства демонстрируют недостаточно высокую точность оценки (в среднем ниже 90 %), что, вероятно, обусловлено следующими факторами:

1. Формирование весовых (эмпирических) коэффициентов в моделях проходило в разное время. Так как фактор времени в экономике играет весьма важную роль, каждая модель оценки риска банкротства должна периодически корректироваться с учетом современных тенденций.

2. Исследуемые модели являются универсальными в отраслевом разрезе, не учитывают вид экономической деятельности хозяйствующего субъекта и факторы отраслевой специфики.

3. У большинства моделей формула Z-счета содержит показатели, коррелирующие между собой, что приводит к снижению точности оценки<sup>22</sup>.

Таким образом, идентификация и оценка финансовых рисков может осуществляться с использованием самых разнообразных методов (как качественных, так и количественных), но в любом случае ее методические основы должны отвечать следующим требованиям:

- достоверность и объективность заключений;
- достаточная точность;
- квантификация результатов анализа;
- экономическая целесообразность (затраты на осуществление оценки рисков не должны превышать дополнительных доходов от использования результатов оценочной деятельности)<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Волна Е. С., Долгих Ю. А. Анализ эффективности применения моделей оценки вероятности банкротства (на примере российских торговых компаний) // Сибирская финансовая школа. 2019. № 5 (136). С. 121–127.

<sup>23</sup> Гримашиевич О. Н., Кошелева А. С. Риск-менеджмент : учеб. пособие. Саратов: Изд-во Саратов. соц.-экон. ин-та, 2014. С. 96.

Идентификация и оценка финансовых рисков имеет большое значение, поскольку на основе ее результатов выявляется весь спектр потенциальных рисковых событий, вероятность и последствия их наступления, с учетом которых разрабатываются стратегии и методы управления ими.

## 2.4. Стратегии и методы управления финансовыми рисками

Полученные в ходе оценки финансовых рисков результаты выступают в качестве объективного обоснования того, как следует относиться к рискам: стремиться избежать их, передать риски другим субъектам или принять их. Отношение к рискам позволяет осуществить оптимальный выбор между тремя основными стратегиями и методами управления рисками (табл. 16).

### *Стратегия избежания риска*

Это самая простая и радикальная стратегия, подразумевающая отказ от действий, которые могут повлечь неприемлемый риск.

Решение об избежании риска может быть принято как на предварительной стадии принятия решения, так и позднее путем отказа от дальнейшего осуществления операций. Однако большинство решений об избежании риска принимаются на предварительной стадии, ибо отказ от продолжения операций часто влечет не только значительные финансовые, но и иные потери, а иногда и вовсе затруднителен в связи с принятыми контрактными обязательствами организации.

К основным мерам избежания риска относятся:

1. Отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым с точки зрения организации чрезмерно высок. Несмотря на высокую эффективность этой меры, ее применение носит ограниченный характер, так как большинство финансовых операций связаны с основной (операционной) деятельностью экономического субъекта, обеспечивающей регулярное поступление доходов и формирование его прибыли.

2. Отказ от использования в больших объемах заемного капитала. Снижение доли заемных финансовых ресурсов позволяет избежать одного из наиболее существенных финансовых рисков – риска неплатежеспособности вследствие потери финансовой устойчивости организации. Вместе с тем такое избежание риска влечет за собой снижение эффекта финансового левериджа, т. е. возможности роста рентабельности за счет привлечения заемного капитала.

3. Отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах. Повышение уровня ликвидности активов застраховывает от риска балансовой ликвидности организации, но лишает ее дополнительных доходов от расширения объема продажи продукции (услуг) в кредит и частично порождает новые риски, связанные с нарушением ритмичности операционного процесса из-за снижения размера страховых запасов сырья, материалов, готовой продукции.

## Стратегии и методы управления финансовыми рисками

Наименование стратегии управления риском	Основные методы управления риском		
Избежание риска	Отказ от реализации рискованных проектов, сделок, операций		
	Отказ от работы с сомнительными контрагентами, сотрудниками		
	Отказ от использования рисковых технологий, материалов и пр.		
	Продажа рисковых активов		
	Выход из рынка		
Удержание риска	Упреждение риска	Мониторинг внешней и внутренней среды	
		Сценарное планирование и прогнозирование	
		Превентивные мероприятия, обучение персонала	
		Повышение эффективности операционного контроля и создание систем безопасности	
	Диссипация (распределение) риска	Распределение риска в пространстве	Интеграция
			Диверсификация
	Распределение риска во времени		
Принятие риска	Лимитирование концентрации риска		
	Локализация риска		
	Самострахование (формирование резервов)		
Передача риска	Страхование		
	Хеджирование		
	Аутсорсинг		
	Гаранты		
	Контрактные условия и оговорки		

4. Отказ от использования временно свободных денежных активов в качестве краткосрочных финансовых вложений. Эта мера позволяет избежать последствия депозитного и процентного рисков, однако порождает инфляционный риск, а также риск упущенной выгоды.

5. Отказ от работы с сомнительными контрагентами (поставщиками, подрядчиками, покупателями). Организация стремится работать только с убедительно подтвердившими свою надежность потребителями и поставщиками, стараясь не подвергать себя дополнительным рискам взаимодействия.

6. Отказ от инвестиционных, инновационных и иных проектов, уверенность в выполнимости или эффективности которых вызывает хотя бы малейшие сомнения. Однако подобная мера в перспективе может привести к риску снижения конкурентоспособности.

7. Избавление от нерентабельных и малорентабельных бизнес-единиц, входящих в холдинг.

Содержание перечисленных мер избежания риска свидетельствует о том, что они лишают организацию дополнительных источников получения доходов и формирования прибыли, тем самым отрицательно влияя на темпы его экономического развития и эффективность использования собственного капитала. Поэтому реализация мер стратегии избежания риска требует взвешенного подхода и должна осуществляться при следующих условиях:

- если отказ от одного вида риска не влечет возникновение другого риска, более высокого или однозначного уровня;
- если степень риска несопоставима с уровнем доходности предполагаемой финансовой операции по шкале «доходность – риск»;
- если финансовые потери по данному виду риска превышают возможности их возмещения за счет собственных средств организации;
- если размер дохода от рискованной операции незначителен, т. е. в формируемом денежном потоке имеет небольшой удельный вес;
- если рискованные операции не характерны для организации, носят инновационный характер и по ним отсутствует информационная база, необходимая для оценки риска и принятия соответствующих управленческих решений<sup>24</sup>.

Таким образом, стратегия избежания риска имеет ограниченную область применения, поскольку сопровождается издержками упущенных возможностей. Кроме того, не всегда избежание финансового риска может быть просто возможным. Поэтому обозначенная стратегия применяется достаточно редко и при возникновении высокой вероятности рисков неприемлемых финансовых потерь.

#### *Стратегия удержания риска*

Стратегия удержания риска предполагает использование методов упреждения, диссипации (распределения) и принятия финансового риска.

*Методы упреждения риска* основаны на поиске и использовании максимально полной информации при принятии рискованного решения и реализации мероприятий в целях предотвращения риска. К ним относятся: мониторинг внешней и внутренней среды; сценарное планирование и прогнозирование; превентивные мероприятия, обучение персонала; повышение эффективности операционного контроля и создание систем безопасности.

<sup>24</sup> Гримашевич О. Н., Кошелева А. С. Риск-менеджмент. С. 100.

*Методы диссипации риска* предполагают распределение риска в пространстве и во времени.

Распределение риска в пространстве базируется на использовании методов интеграции и диверсификации.

Прямая интеграция подразумевает приобретение либо усиление контроля над структурами, которые находятся между компанией и конечным потребителем. Например, установление полного контроля (приобретение в собственность) над дистрибьюторской сетью или розничной торговлей товарами компании. Обратная интеграция подразумевает получение в собственность или установление полного контроля над поставщиками сырья (комплектующих, материалов). В основном обратная интеграция нацелена на закрепление поставщиков, которые отпускают товары по более низким ценам, чем у конкурентов. Вертикальная интеграция – установление контроля над всеми компаниями, которые обеспечивают производственную цепочку от добычи и (или) производства сырья до точки непосредственной реализации конечному потребителю. Горизонтальная интеграция подразумевает получение в собственность или установление полного контроля над конкурентами, которые производят аналогичную продукцию. Таким образом, методы интеграции реализуются путем приобретения или слияния с другой компанией.

Диверсификация – это процесс распределения средств (или видов деятельности) между различными объектами вложения (или направлениями), которые непосредственно не связаны между собой, с целью снижения степени риска и потери доходов. Согласно принципу диверсификации, нужно проводить разнообразные, не связанные друг с другом операции, тогда эффективность окажется усредненной, а риск уменьшится.

Выделяют следующие основные формы диверсификации:

1. Диверсификация видов деятельности. Предусматривает использование альтернативных возможностей получения дохода от различных видов деятельности, непосредственно не связанных друг с другом. В таком случае, если в результате непредвиденных событий один вид деятельности окажется убыточным, другие будут приносить прибыль.

2. Диверсификация рынков сбыта. Этот вид диверсификации особенно актуален в современных российских условиях ведения бизнеса в связи с действием торговых ограничений и иных мер протекционистского характера, предпринимаемых в отношении России со стороны США и ряда других стран.

3. Диверсификация контрагентов (поставщиков, подрядчиков, покупателей и др.). Позволяет снизить зависимость от узкого круга контрагентов и тем самым уменьшить уровень возможного ущерба, обусловленного рисками нарушения условий контрактов с их стороны. Так, например, диверсификация поставщиков предполагает расширение состава и улучшение качества работы снабженческих организаций, безболезненное переключение на взаимодействие с другими, более перспективными поставщиками, одновременную работу с поставщиками, предоставляющими различную продукцию (по качеству, ассортименту, ценам).



4. Диверсификация финансовых (портфельных) инвестиций. Позволяет снижать инвестиционные риски, не уменьшая при этом уровень доходности инвестиционного портфеля. Более подробно этот механизм отражен в гл. 5 настоящего учебника.

5. Диверсификация реальных (капитальных) инвестиций. При формировании реального инвестиционного портфеля организации целесообразно отдавать предпочтение программам реализации нескольких проектов относительно небольшой капиталоемкости перед программами, состоящими из крупного единственного инвестиционного проекта.

На практике диверсификация может не только уменьшить, но и увеличить риск. Увеличение риска происходит в случае, если предприниматель вкладывает средства в область деятельности, в которой его знания и управленческие способности ограничены. В этом случае необходимо удерживаться от соблазна поддерживать неудачный бизнес за счет прибылей, получаемых в других областях деятельности, так как подобная практика может привести к тому, что вся прибыль будет потрачена на убыточную отрасль.

Необходимо также отметить, что диверсификация является способом снижения несистематического риска. Посредством диверсификации не может быть сокращен систематический риск, который обусловлен общим состоянием экономики и связан с конъюнктурными факторами финансовых и товарных рынков<sup>25</sup>.

К *методам принятия риска* относят лимитирование, локализацию и самострахование.

Лимитирование представляет собой установление системы ограничений, способствующей уменьшению степени риска. Как правило, применяются следующие виды лимитирования:

- лимитирование объемов (расходов; заемных средств; высоколиквидных активов; товарного кредита и др.);
- лимитирование сроков (займов; инвестиций и др.);
- лимитирование структурных позиций (доли отдельных затрат в общем их объеме; доли каждого вида ценных бумаг в общей стоимости инвестиционного портфеля и др.);
- лимитирование уровня отдачи (установление минимального уровня доходности проекта).

Лимитирование применяется широким спектром коммерческих организаций: банками – при кредитовании, заключении договоров на овердрафт, кредитные линии и т. д.; производственными и коммерческими компаниями – при торговле в кредит, предоставлении займов, определении сумм вложения капитала и т. п.

Разновидностью лимитирования является таргетирование: валютное и инфляционное.

---

<sup>25</sup> Гурнович Т. Г., Остапенко Е. А., Молчаненко С. А. Оценка и анализ рисков : учебник / под общ. ред. Т. Г. Гурнович. М. : КНОРУС, 2019. С. 178.

Методы локализации риска используются в случаях, когда есть возможность четко идентифицировать риск и источник его возникновения. Выделив наиболее опасные этапы деятельности в обособленные структурные подразделения, можно сделать их более контролируемыми и снизить уровень риска.

Методы локализации риска давно и успешно применяются крупными компаниями реального сектора, например, при внедрении инновационных проектов, освоении новых видов продукции, коммерческий успех которых не детерминирован. Как правило, это такие виды продукции, для освоения которых требуются фундаментальные и дорогостоящие НИОКР либо использование новейших научных достижений, еще не апробированных в отрасли. Для реализации таких высокорисковых проектов создаются дочерние венчурные организации. Наиболее рискованная часть проекта при этом локализуется в пределах вновь созданной и сравнительно небольшой автономной компании, в то же время сохраняются условия для привлечения ресурсных возможностей «материнской» компании.

Помимо создания венчурных организаций к методам локализации риска также относится формирование специальных структурных подразделений с выделенным учетом по балансу, заключение договоров о совместной деятельности для реализации рискованных проектов и др.<sup>26</sup>

В основе самострахования лежит процесс резервирования. Резервирование средств как способ снижения отрицательных последствий наступления рискованных событий заключается в создании обособленных фондов возмещения убытков при непредвиденных ситуациях за счет части собственных средств. Самострахование становится необходимым, когда очевидна экономическая выгода от его использования по сравнению с другими методами управления риском либо когда невозможно обеспечить требуемое снижение или покрытие рисков в рамках других методов управления. Первая ситуация реализуется, когда при анализе страхового рынка выясняется, что размер премии, которую необходимо заплатить за страхование рисков, является чрезмерно большим. Проведение же предупредительных мероприятий дает малый эффект при больших затратах. Вторая ситуация может возникнуть, если риски организации являются очень крупными и покрыть их полностью за счет страхования не представляется возможным. Большинство страховых покрытий являются неполными, и финансовая компенсация редко соответствует реально произошедшим убыткам.

Преимущества резервирования как способа финансирования убытков от локализации рисков обусловлены его доступностью для большинства организаций, достаточно проработанной нормативно-правовой базой и, что особенно важно, высокой эффективностью. В зависимости от назначения, способов формирования и использования, как правило, могут быть сформированы три группы резервов.

В первую группу включены резервы предстоящих расходов, формирование которых для организации не является обязательным. Они создаются добровольно при условии достаточной экономической обоснованности таких видов затрат

---

<sup>26</sup> Гримашевич О. Н., Кошелева А. С. Риск-менеджмент. С. 102.

по обычным видам деятельности, уровень которых может существенно меняться в течение года.

Вторую группу составляют оценочные резервы. Они формируются по активам, подверженным воздействию рисков ликвидности и ценовых рисков, вызывающих обесценивание финансовых вложений и товарно-материальных запасов, готовой продукции, а также коммерческих рисков, связанных с непогашением дебиторской задолженности или снижением объемов продаж. Примерами оценочных резервов являются: резерв по сомнительным долгам; резервы под риски обесценивания финансовых вложений.

К третьей группе относится резервный фонд, формируемый в соответствии с законодательством Российской Федерации. Формирование резервного фонда является обязательным для акционерных обществ. Он создается в размере, предусмотренном уставом общества (но не менее 15 % уставного капитала). Ежегодно в резервный фонд отчисляются не менее 5 % чистой прибыли до тех пор, пока резервный фонд не достигнет установленного уставом размера. Он предназначен для покрытия убытков, погашения облигаций, выкупа акций общества в случае отсутствия иных средств<sup>27</sup>.

#### *Стратегия передачи риска*

К классическим методам в рамках стратегии передачи риска относятся: страхование, хеджирование, аутсорсинг, гаранты, контрактные условия и оговорки. Самым распространенным методом является страхование.

*Страхование* представляет собой совокупность экономических отношений между его участниками по поводу формирования за счет денежных взносов целевого страхового фонда и использования его для возмещения ущерба и выплаты страховых сумм. К страхованию финансовых рисков относятся:

1. Страхование кредитов, в том числе страхование:
  - риска невозврата кредита (страхователь – банк);
  - ответственности заемщика за невозврат (непогашение) кредита (страхователь – заемщик);
  - несвоевременной уплаты процентов за кредит заемщиком;
  - потребительского кредита (страхователь – физическое лицо);
  - коммерческого кредита (страхование векселей);
  - депозитов (страхователь – банк или вкладчик).
2. Страхование косвенных рисков, в том числе страхование:
  - на случай потери прибыли (дохода);
  - дополнительных расходов (как отдельный вид страхования);
  - роста расходов.
3. Страхование биржевых рисков, в том числе страхование:
  - рисков неплатежа по коммерческим сделкам;

---

<sup>27</sup> *Солодов А. К.* Основы финансового риск-менеджмента : учебник. М. : Изд-во Финан. ун-та, 2018. С. 155.

- комиссионного вознаграждения брокерской фирмы;
- операций с ценными бумагами.

#### 4. Страхование от неправомерных действий третьих лиц.

Одним из важных условий для целесообразности выбора данного метода является возможность застраховать риск и приемлемая стоимость страховой защиты по риску.

*Хеджирование* – это система мер, позволяющих исключить или ограничить риск финансовых операций в результате неблагоприятных изменений курса валют, цен на товары, процентных ставок и т. д. в будущем. Например, можно хеджировать риск ценовых колебаний, заключив контракт с поставщиком на жестко оговоренных условиях – в отношении будущей цены покупки или количества поставляемого товара. Однако хеджирование защищает не только от части потерь, но оно одновременно лишает возможности использовать благоприятную рыночную ситуацию. Данный метод применяют, как правило, в срочных сделках. К инструментам хеджирования относятся форвардные, фьючерсные и опционные контракты.

Форвардный контракт – это соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета договора, которое заключается вне биржи и является обязательным для исполнения.

Фьючерсный контракт – это соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета договора, которое заключается на бирже, а его исполнение гарантируется расчетной палатой биржи, т. е. обязательно.

При заключении фьючерсного контракта возможно хеджирование, связанное с покупкой и продажей актива. Хеджирование, предполагающее покупку фьючерсного контракта, страхует покупателя от возможных изменений курса (цен) в будущем, а в случае продажи фьючерсного контракта происходит страхование продавца от подобных изменений.

Опционный контракт предусматривает соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета договора, которое обычно заключается на бирже и предполагает право (но не обязанность) страхователя за определенную плату (опционную премию) купить (опцион *call*) или продать (опцион *put*) заранее оговоренное количество актива (валюты, ценных бумаг) по фиксированному курсу в согласованный срок.

Широкое признание получил такой метод передачи риска, как *аутсорсинг*. Он представляет собой передачу сторонней организации определенных задач или бизнес-процессов, обычно не являющихся частью основной деятельности компании, но необходимых для полноценного ее функционирования. При передаче на аутсорсинг определенного бизнес-процесса сторонней организации одновременно передаются и все риски, связанные с осуществлением этого бизнес-процесса. Часто аутсорсинг позволяет не только снизить риски, но и повысить эффективность деятельности, уменьшить затраты, связанные с самостоятельной реализацией таких функций.

В современных условиях аутсорсинг широко применяется в отношении IT-обслуживания, ремонтных и сервисных работ, грузовых и пассажирских перевозок, бухгалтерского учета, управления персоналом, маркетинга, рекламы, логистики.

Также необходимо отметить, что помимо страховых существуют и другие виды контрактов, которые выполняют ту же самую экономическую функцию – обеспечивают компенсацию убытков при реализации рискового события. Самый распространенный пример – кредитная *гарантия* или кредитное *поручительство*, которое страхует кредиторов от убытков, наступающих вследствие несостоятельности заемщиков.

*Контрактные условия и оговорки* также считаются формой передачи риска. Организация разделяет риски между собой и своими контрагентами не специальным соглашением, а в ходе подготовки сделки и заключения договора. Часть рисков отходит к контрагенту как составная часть сделки согласно условиям (пунктам) договора.

На основании вышеизложенного можно отметить, что методы управления финансовыми рисками весьма разнообразны. Выбор между различными стратегиями и методами управления целесообразно осуществлять в зависимости от оцененных параметров конкретных рисков (вероятности возникновения и уровня потерь). Так, к примеру, при незначительных потерях, независимо от вероятности их возникновения, рекомендуется удержание риска. В случае более существенного уровня потерь целесообразна передача риска. И наконец, если потенциальные потери от реализации рискового события являются неприемлемо высокими, рекомендуется избежание риска.

На практике наиболее эффективный результат можно получить лишь при комплексном использовании различных стратегий и методов управления финансовыми рисками. Комбинируя их друг с другом в самых различных вариациях, можно достичь оптимального соотношения между уровнем достигнутого снижения финансового риска и необходимыми для этого дополнительными затратами.

После реализации намеченной программы мероприятий в рамках выбранных стратегий и методов управления рисками оценивается их эффективность. Оценка эффективности предполагает расчет и анализ соотношения достигнутых результатов (например, сэкономленных денежных средств или предотвращенных потерь денежных средств) к понесенным затратам на осуществление мероприятий по управлению рисками. Сложность проведения такой оценки состоит в том, что за анализируемый период риски могут не реализоваться, но организация понесет расходы на программу управления рисками. В этой связи следует сопоставлять гипотетические потери с реальными расходами.

По результатам оценки эффективности мероприятий по управлению финансовыми рисками формулируются соответствующие выводы и при необходимости вносятся корректировки в систему управления рисками компании. Немаловажным условием оценки и анализа рисков является обновление и пополнение информационных массивов, что, в свою очередь, дает возможность принимать своевременные и адекватные управленческие решения в будущем.

Таким образом, оценка полученных результатов и совершенствование системы управления финансовыми рисками реализуют обратную связь в системе риск-менеджмента, что обеспечивает динамический характер процесса управления, его гибкость и адаптивность.

### Вопросы для самопроверки

1. Сформулируйте определение финансового риска.
2. На какие две группы подразделяются финансовые риски?
3. Какие финансовые риски относятся к систематическим (недиверсифицируемым)?
4. Какие финансовые риски можно отнести к несистематическим?
5. В чем заключается процентный риск?
6. На какие два вида подразделяется ценовой риск?
7. Чем инновационный риск отличается от инвестиционного?
8. На какие два вида подразделяется риск ликвидности?
9. Перечислите структурные элементы системы управления финансовыми рисками в организации.
10. Что входит в состав механизма управления финансовыми рисками?
11. Перечислите основные функции финансового риск-менеджмента.
12. Охарактеризуйте принципы управления финансовыми рисками.
13. Назовите этапы процесса управления финансовыми рисками.
14. Перечислите качественные методы идентификации и оценки финансовых рисков.
15. Перечислите количественные методы идентификации и оценки финансовых рисков.
16. Что представляет собой индекс (рейтинг) риска?
17. Что представляет собой карта (матрица) рисков?
18. Назовите и охарактеризуйте основные показатели статистического анализа риска.
19. В чем заключается методология Value-at-Risk?
20. Перечислите модели оценки риска банкротства организации.
21. Какие выделяют стратегии управления финансовыми рисками?
22. Охарактеризуйте стратегию избежания риска.
23. Какие методы относятся к стратегии удержания риска?
24. В чем заключается сущность стратегии передачи риска?
25. Перечислите основные формы диверсификации как метода управления финансовым риском.

### Список рекомендуемой литературы

*Астрелина В. В.* Управление ликвидностью в российском коммерческом банке : учебное пособие / В. В. Астрелина, П. К. Бондарчук, П. С. Шальнов. – Москва : Форум : ИНФРА-М, 2012. – 176 с. – ISBN 978-5-8199-0508-1.

*Балдин К. В.* Управление рисками : учебное пособие / К. В. Балдин, С. Н. Воробьев. – Москва : ЮНИТИ ДАНА, 2012. – 511 с. – ISBN 5-238-00861-9.

*Белоглазова Г. Н.* Банковское дело. Организация деятельности коммерческого банка : учебник / Г. Н. Белоглазова. – Москва : Юрайт, 2012. – 422 с. – ISBN 978-5-9916-1854-0

*Берзон Н. И.* Фондовый рынок : учебное пособие / Н. И. Берзон. – Москва : Вита Пресс, 2009. – 623 с. – ISBN 978-5-7755-1621-5.

- Бланк И. А.* Управление финансовыми рисками / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр, 2005. – 600 с. – ISBN 966-521-320-2.
- Брейли Р.* Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – Москва : Олимп-Бизнес, 2004. – 977 с. – ISBN 5-901028-67-8.
- Васильева Д. Н.* Репутация банков в условиях кризиса : практическое пособие / Д. Н. Васильева. – Москва : Дашков и К°, 2010. – 116 с. – ISBN 978-5-394-00749-1.
- Гончаренко Л. П.* Риск-менеджмент : учебное пособие / Л. П. Гончаренко, С. А. Филин. – 3-е изд. – Москва : КНОРУС, 2010. – 216 с. – ISBN 978-5-406-00648-1.
- Грачева М. В.* Риск-менеджмент инвестиционного проекта : учебник / под ред. М. В. Грачевой, А. Б. Секерина. – Москва : ЮНИТИ ДАНА, 2012. – 544 с. – ISBN 978-5-238-01506-4.
- Гримашевич О. Н.* Система управления рисками промышленного предприятия: методология и практика : монография / О. Н. Гримашевич. – Саратов : КУБиК, 2012. – 303 с. – ISBN 978-5-91818-196-6.
- Диксит А.* Теория игр. Искусство стратегического мышления в бизнесе и жизни / А. Диксит, Б. Нейлбафф ; пер. с англ. Н. Яцюк. – 3-е изд. – Москва : Манн, Иванов и Фербер, 2017. – 464 с. – ISBN 978-5-00057-311-2.
- Домащенко Д. В.* Управление рисками в условиях финансовой нестабильности / Д. В. Домащенко, Ю. Ю. Финогенова. – Москва : Магистр, 2015. – 240 с. – ISBN 978-5-9776-0138-2.
- Ермасова Н. Б.* Риск-менеджмент организации : учебно-практическое пособие / Н. Б. Ермасова. – Москва : Дашков и К°, 2008. – 379 с. – ISBN 978-5-91131-794-2.
- Князева Е. Г.* Инвестиционная политика государства : учебно-методический комплекс дисциплины / Е. Г. Князева, Л. И. Юзвович. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2012. – 88 с.
- Кричевский М. Л.* Финансовые риски : учебное пособие / М. Л. Кричевский. – Москва : КНОРУС, 2013. – 248 с. – ISBN 978-5-406-02758-5.
- Лапыгин Ю. Н.* Стратегический менеджмент : учебное пособие / Ю. Н. Лапыгин. – Москва : ИНФРА-М, 2009. – 234 с. – ISBN 5-16-002856-0.
- Новиков А. И.* Теория принятия решений и управление рисками в финансовой и налоговой сферах : учебное пособие / А. И. Новиков, Т. И. Солодкая. – Москва : Дашков и К°, 2012. – 284 с. – ISBN 978-5-394-01380-5.
- Тепман Л. Н.* Управление рисками в условиях финансового кризиса : учебное пособие / Л. Н. Тепман, Н. Д. Эриашвили. – Москва : ЮНИТИ, 2012. – 295 с. – ISBN 978-5-238-02200-0.
- Фомичев А. Н.* Риск-менеджмент / А. Н. Фомичев. – Москва : Дашков и К°, 2011. – 376 с. – ISBN 978-5-394-01158-0.

## Глава 3

# БАНКОВСКИЕ РИСКИ

### 3.1. Типичные банковские риски: сущность и классификация

Среди многообразия рисков, возникающих на различных сегментах финансового рынка, особое внимание необходимо уделить банковским рискам. Банковская деятельность относится к категории экономической деятельности, где имманентно присутствует риск во взаимоотношениях между субъектами.

В своей основе банковские риски – это риски, характерные при осуществлении банковской деятельности<sup>1</sup>.

В отношении понятия банковских рисков в экономической науке пока нет относительно устоявшихся взглядов. Например, по мнению О. И. Лаврушина и Н. И. Валенцевой, банковские риски – это особый вид деятельности, не предположение о вероятности отрицательного события, его опасности, а деятельность экономического субъекта, уверенного в достижении высоких результатов<sup>2</sup>.

По мнению Н. В. Гаретовского, банковские риски определяются опасностью потерь, вытекающих из банковских операций, осуществляемых кредитными учреждениями<sup>3</sup>.

Однако в Федеральном законе «О банках и банковской деятельности» четко перечислены все банковские операции (их всего девять), и данный список не подлежит расширительному толкованию, все остальные операции коммерческого банка являются сделками и иными сделками кредитной организации. При этом банковские риски могут возникать не только при осуществлении банковских операций, они могут возникнуть и при проведении иных сделок кредитной организации<sup>4</sup>.

Однако банковские риски возникают в сделках/операциях коммерческого банка, они специфичны для данного вида организаций и их результат оказывает влияние на величину капитала банка.

Таким образом, можем отметить, что банковские риски – это риски, характерные для деятельности коммерческих банков, предполагающие возникновение отрицательного результата в операциях банков и оказывающие неблагоприятный эффект на капитал банка.

---

<sup>1</sup> Банковская деятельность является одним из видов предпринимательской деятельности.

<sup>2</sup> Банковские риски : учебник / под ред. О. И. Лаврушина, Н. И. Валенцевой. М. : КНОРУС, 2018. С. 12.

<sup>3</sup> Финансово-кредитный словарь : в 3 т. / гл. ред. Н. В. Гаретовский. 2-изд., стереотип. М. : Финансы и статистика, 1994. Т. 3. С. 69.

<sup>4</sup> В дальнейшем будет обозначено разделение банковских рисков и типичных банковских рисков в современной практике.



Если мы ведем разговор о банковских рисках, то из данной группы можно выделить риски, наиболее характерные именно для коммерческого банка. Это будут типичные банковские риски.

В отношении типичных банковских рисков интересна позиция Центрального банка России. Однако на настоящий момент нет каких-либо документов, регламентирующих понятие «типичные банковские риски», так как письмо Банка России, в котором это все было описано, не действует с 2016 г. В свою очередь ни ранее, ни в настоящее время нет официальной позиции в отношении понятия «типичные банковские риски», существовала только совокупность банковских рисков, объединенных в категорию типичных.

В частности, Банк России в 2004 г. выделил следующие риски в качестве типичных банковских рисков:

1. Кредитный риск;
2. Страновой риск;
3. Рыночный риск.

Рыночный риск включает в себя фондовый риск, валютный и процентный риски<sup>5</sup>.

4. Валютный риск;
5. Процентный риск;
6. Риск ликвидности;
7. Операционный риск;
8. Правовой риск;
9. Риск потери деловой репутации кредитной организации (репутационный риск);
10. Стратегический риск.

Все вышеперечисленные виды риска в настоящее время можно отнести к категории банковских рисков<sup>6</sup>.

Исходя из смысла понятия «типичные банковских риски» как риски, характерные именно для банковских операций, к ним можно отнести следующий риск:

1. Кредитный риск;
2. Рыночный риск;
3. Валютный риск;
4. Операционный риск.

Все вышеперечисленные виды риска покрывают банковские операции, которые перечислены в Федеральном законе «О банках и банковской деятельности».

В целом все банковские риски можно разделить на различные категории в зависимости от типов и видов данных рисков.

---

<sup>5</sup> В настоящее время (с 03.12.2015 г.) в состав рыночного риска включаются процентный риск, фондовый риск, валютный риск и товарный риск.

<sup>6</sup> Категории «банковские риски» и «типичные банковские риски» в современной практике деятельности коммерческих банков имеют различное содержание. Типичные банковские риски более характерны для проведения именно банковских операций, указанных в действующем законодательстве, при этом банковские риски характерны для всего круга операций коммерческого банка, т. е. это сделки и иные сделки кредитной организации.

Для того чтобы представить варианты классификации банковских рисков, для начала необходимо определиться с понятием классификации банковских рисков.

Классификация банковских рисков – это единая система, отвечающая различным заданным критериям, состоящая из совокупности банковских рисков, которая показывает уровень стабильности банковской системы в целом и устойчивости каждого ее отдельного элемента.

Коммерческие банки могут быть подвержены разным рискам, например, данные риски можно разделить:

- на общие риски, которым подвержены абсолютно все объекты, функционирующие в данном социальном слое, местности, географической области и т. д., например, грабежи или стихийные бедствия;
- рыночные (предпринимательские) риски, которым подвержены любые предпринимательские структуры, например, провал стратегии, невостребованность продукта, изменение законодательства;
- риски банковской концентрации, которые наиболее близки кредитному риску, ему подвержены именно кредитные учреждения в силу специфики своей деятельности;
- риски банковской инициализации, в которых кредитная организация является фактором риска.

*По времени возникновения (временной характер):*

- ретроспективные – риски в прошедшем периоде и оказавшие наибольшее влияние на банк, по ним можно более точно прогнозировать текущие и перспективные риски;
- текущие – риски, возникающие в процессе осуществления банковской операции (гарантии, акцепт векселей, кредитование и т. д.);
- перспективные – риски, нацеленные на непосредственное проведение будущих операций (оплата по будущей гарантии, выдача векселей).

При учете времени возникновения риска необходимо избегать наложения прошлых рисков на будущие риски.

*По степени (уровню, силе) влияния:*

- низкие – риски, характеризующиеся пониженными коэффициентами вероятности возникновения неблагоприятной ситуации;
- умеренные – риски, которые обозначают среднее или повышенное возникновение неблагоприятной ситуации;
- полные – риски, которые обозначают вероятное возникновение данных неблагоприятных ситуаций.

В современной экономической литературе степень банковского риска рассматривается как вероятность события, ведущего к потере банком средств от соответствующей операции (выражается в процентах или в коэффициентах)<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Разделение по степени риска достаточно наглядно продемонстрировано в Инструкции Центрального банка России № 199-И от 29.11.2019 г. «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией».

*По сфере происхождения* риски можно разделить на следующие виды:

- социально-политические риски;
- административно-законодательные риски;
- производственные риски;
- экономические риски;
- финансовые риски.

*По характеру последствий* банковские риски подразделяются:

– на чистые риски, которые возникают в результате обычной деятельности в кредитной организации, связанной с вполне нормальным набором рискованных ситуаций и которые приводят к вполне предсказуемым последствиям, т. е. все остается как есть, при этом могут наступить незначительные потери;

– спекулятивные риски – риски, которые, кроме неблагоприятных и нейтральных последствий, предполагают также возможность благоприятных последствий (выгоды, выигрыша)<sup>8</sup>.

*По видам деятельности* различают:

- кредитные риски;
- депозитные риски;
- риски расчетов и платежей;
- эмиссионные риски;
- инвестиционные риски;
- риски валютнообменных операций;
- гарантийные риски;
- документарные риски;
- сберегательные риски;
- трастовые риски;
- консалтинговые риски.

*По инструментам и объектам банковской деятельности* риски можно разделить на следующие категории:

- валютные риски и риски-шансы;
- риски и риски-шансы по операциям с ценными бумагами;
- неденежные банковские риски (например, риски лизинга, залогов и залогов);
- риски неадекватности расчетных и платежных инструментов;
- риски операций с драгоценными металлами;
- риски имиджевых активов;
- риски безопасности и функциональности помещений и оборудования.

*По влиянию на базовые параметры банковской деятельности* банковские риски могут быть разделены:

- риски качества активов;

---

<sup>8</sup> При спекулятивном риске у субъекта существует возможность не только потерять (проиграть), но и получить выгоду (выиграть). При этом и вероятности отрицательных и положительных исходов для конкретного риска, и размеры последствий могут существенно отличаться друг от друга.

- на риски ликвидности (риски потери ликвидности, риски несбалансированной ликвидности);
- риски капитала (неадекватности величины, структуры, достаточности, своевременности формирования и пополнения);
- риски доходов, прибыли, процентной маржи и спреда (риски неоправданного увеличения операционных расходов процентных и непроцентных; риски уменьшения доходов от пассивных операций);
- риски уменьшения доходов от активных операций (риски потери и обесценения активов; риски упущенной выгоды).

*По факторам внутренней среды* банковские риски могут быть разделены:

- на ценовые риски;
- риски персонала;
- риски банковской политики (адекватность, исполнимость, функциональность);
- риски качества менеджмента; разновидности операционного риска.

*По подверженности управленческим воздействиям* риски делятся:

- на управляемые риски;
- риски ограниченной управляемости;
- неуправляемые риски.

*По типу управленческого воздействия* риски подразделяются:

- на передаваемые риски;
- нейтрализуемые риски;
- компенсируемые риски;
- минимизируемые риски;
- диверсифицируемые и другие риски.

*По взаимосвязи* (корреляции) фактор-риск банковские риски делятся:

- на параметрические (с высокой вероятностью и стабильностью, следующие за активизированными факторами риска);
- непараметрические (слабо или вообще не реагирующие на проявления нестабильности окружающей среды и формирующиеся в ней агрессивные факторы).

*В зависимости от соответствия допустимым пределам:*

- допустимые риски – предполагают уровень риска в пределах его среднего уровня, т. е. среднего по отношению к другим видам деятельности и к другим хозяйственным субъектам;
- критические риски – предполагают уровень выше среднего, но в пределах допустимых значений, принятых в данной экономической системе для определенных видов деятельности<sup>9</sup>;
- катастрофические риски – риски, которые превышают верхнюю (максимальную) границу риска, приемлемую для данного банка, группы банков.

---

<sup>9</sup> Допустимые значения – это значения различных показателей, допустимые для определенной группы банков.

*По методу расчета:*

– комплексные – комплексный риск предполагает оценку, прогнозирование величины риска банка и соблюдение экономических нормативов, а также соблюдение нормативов банковской ликвидности;

– частные – риск основан на оценке согласно частной шкале, т. е. это риск, измеряемый на основе частной шкалы коэффициентов риска или взвешивания риска по отдельной банковской группе.

*По типу банка:*

– специализированные – специфические риски по отдельным операциям;

– отраслевые – важен расчет среднеотраслевого риска;

– универсальные – учитывают все виды банковских рисков.

*По уровню возникновения:*

– внешние – риски, связанные с деятельностью других хозяйствующих субъектов, которые оказывают влияние на создание рисков ситуации в кредитной организации – это политические, социальные, экономические, географические;

– внутренние – риски в результате деятельности самого банка и его клиентов, зависящие от проводимой банком политики. На этот вид риска оказывает влияние деловая активность руководства банка, уровень маркетинговой стратегии, политики и тактики банка.

Внутренние риски можно разделить:

– на *риски в основной деятельности* – самые распространенные риски – кредитный, процентный, валютный, риск по факторинговым и лизинговым операциям, риск по расчетным операциям с ценными бумагами;

– *риски по вспомогательной деятельности* – имеют условную, косвенную оценку и, как правило, выражаются в упущенной выгоде.

Далее внутренние риски, в зависимости от характера возникающих проблем, можно разделить на следующие категории:

1. Риски, связанные с активами банка (кредитные, валютные, рыночные, расчетные);

2. Риски, связанные с пассивами банка (риск по вкладам);

3. Риски, связанные с качеством управления банком;

По степени возникновения банковские риски подразделяются: на *низкие, умеренные и полные*.

Низкие риски не оказывают влияния на основные экономические показатели банка.

Умеренные оказывают среднее воздействие на кредитную организацию, ее ликвидность, платежеспособность.

Полные могут грозить банкротством или отзывом лицензии кредитной организации.

Таким образом, классификация банковских рисков может быть в дальнейшем развита и представлена в иных вариантах развития деятельности банка.

### 3.2. Кредитный риск: понятие, методология и методика определения

Наиболее характерным риском для любого коммерческого банка, основным доходом которого является процентный доход, видится кредитный риск. Многие ученые-экономисты рассматривали в своих работах понятие «кредитный риск», в том числе кредитный риск в коммерческом банке<sup>10</sup>. Кроме того, понятие «кредитный риск» и возможные негативные последствия от данного риска были предметом исследования ученых на протяжении достаточно продолжительного времени. Например, по мнению Ж. К. Колли, кредитный риск – это, в первую очередь, разновидность банковского риска, который может возникнуть до момента погашения ссуды<sup>11</sup>.

По мнению Н. Ю. Ситникова, кредитный риск – это возможность потерь вследствие невыполнения контрагентом своих договорных обязательств<sup>12</sup>. Некоторые авторы включают в состав кредитного риска страновой риск, суверенный риск или риск контрагента, что не всегда оправданно. Страновой риск и риск контрагента связаны с положением другой стороны кредитной сделки, которая не связана с обстоятельствами возвращения кредитных средств<sup>13</sup>. Кредитный же риск, в первую очередь, оказывает влияние на возврат ссудного капитала. Возврат ссуженных средств предполагает нормальную процедуру обслуживания долга, которая не предусматривает существование текущей просроченной задолженности по кредиту.

По мнению А. С. Шапкина и В. А. Шапкина, кредитный риск для банков складывается из сумм задолженности заемщиков по банковским ссудам, а также задолженности клиентов по другим сделкам<sup>14</sup>. Но если посмотреть более детально на понятие именно кредитного риска, то можно прийти к выводу, что в рамках кредитного риска рассматриваются только кредиты, или обязательства кредитного характера, т. е. каких-либо иных сделок в данном риске не рассматривается.

С точки зрения О. И. Лаврушина и О. И. Валенцевой, кредитный риск – это риск невыполнения кредитных обязательств перед кредитной организацией со стороны третьей стороны<sup>15</sup>.

---

<sup>10</sup> В экономической науке неоднократно поднимался вопрос о многозначности понятия «кредитный риск». Кредитный риск может возникать в деятельности не только банков, но и в деятельности различных коммерческих предприятий (фирм), и в деятельности государства. Применительно к функционированию государств данный риск будет иметь название «риск дефолта».

<sup>11</sup> *Бернар И. В., Колли Ж. К.* Толковый экономический и финансовый словарь. М. : Инфра-М., 1994. С. 502.

<sup>12</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова. М. : Альпина Бизнес Букс, 2012. С. 362.

<sup>13</sup> Событие странового риска – это невозможность перевода денежных средств от резидента одной страны на счет резидента другой страны в связи с недоступностью денег по экономическим, политическим и иным обстоятельствам. Данное событие не имеет отношения к кредитному риску и обстоятельствам его возникновения.

<sup>14</sup> *Шапкин А. С., Шапкин В. А.* Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. М. : Изд-во «Дашков и К<sup>о</sup>», 2012.

<sup>15</sup> Банковские риски / под ред. О. И. Лаврушина, Н. И. Валенцевой. С. 30.

Достаточно интересно мнение Банка России на предмет определения кредитного риска. Как уже ранее говорилось, понятие типичных банковских рисков Банком России было сформулировано в 2004 г. и просуществовало оно до 2016 г. Так, кредитный риск – это риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неисполнения, несвоевременного либо неполного исполнения должником финансовых обязательств перед кредитной организацией в соответствии с условиями договора. Кроме того, к указанным финансовым обязательствам могут относиться обязательства должника по полученным кредитам, в том числе межбанковским кредитам (депозитам, займам), прочим размещенным средствам, включая требования на получение (возврат) долговых ценных бумаг, акций и векселей, предоставленных по договору займа. Действия Центрального банка России свидетельствуют о том, что и в настоящее время к кредитному риску можно отнести не только сами кредитные обязательства, но и обязательства кредитного характера, по которым ссудной задолженности не возникает<sup>16</sup>.

Таким образом, понятие «кредитный риск» представляется следующим. Кредитный риск – риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неисполнения, несвоевременного либо неполного исполнения должником финансовых обязательств перед кредитной организацией в соответствии с условиями договора.

Так, центральным звеном в кредитном риске является именно кредитная задолженность, которая регулируется действующими актами Центрального банка России.

Кредитные операции коммерческих банков являются одним из важнейших видов банковской деятельности. На финансовом рынке кредитование сохраняет позицию наиболее доходной статьи активов кредитных организаций, хотя и наиболее рискованной. Кредитный риск, таким образом, был и остается основным видом банковского риска.

Кредитный риск представляет собой риск невыполнения кредитных обязательств перед кредитной организацией со стороны третьей стороны.

Опасность возникновения этого вида риска существует при проведении ссудных и других приравненных к ним операций, которые отражаются на балансе, а также могут носить забалансовый характер.

К числу подобных операций относятся:

- предоставленные и полученные *кредиты (займы)*;
- размещенные и привлеченные депозиты;
- прочие размещенные средства, включая требования на получение (возврат) долговых ценных бумаг, акций и векселей, предоставленных по договору займа;
- учтенные векселя;
- уплата кредитной организацией бенефициару по банковским гарантиям, не взысканная с принципала;

---

<sup>16</sup> В глобальном плане к событию кредитного риска относится и риск дефолта какой-либо кредитной организации.

- денежные требования кредитной организации по сделкам финансирования под уступку денежного требования (факторинг);
- требования кредитной организации по приобретенным по сделке правам (уступка требования);
- требования кредитной организации по приобретенным на вторичном рынке залладным;
- требования кредитной организации по сделкам продажи (покупки) финансовых активов с отсрочкой платежа (поставки финансовых активов);
- требования кредитной организации к плательщикам по оплаченным аккредитивам (в части непокрытых экспортных и импортных аккредитивов);
- требования к контрагенту по возврату денежных средств по второй части сделки по приобретению ценных бумаг или иных финансовых активов с обязательством их обратного отчуждения в случае, если ценные бумаги являются некотируемыми;
- требования кредитной организации (лизингодателя) к лизингополучателю по операциям финансовой аренды (лизинга).

Но присутствуют на рынке и факторы, смягчающие уровень кредитного риска. Смягчающим ситуацию кредитного риска для коммерческого банка представляется сформированный резерв по кредитному портфелю<sup>17</sup>.

Для кредитного риска, как уже ранее было отмечено, характерно формирование резерва на временные потери по ссудам.

В настоящее время резерв на временные потери по ссудам должен быть сформирован каждым коммерческим банком при соблюдении следующих принципов:

1. Соответствие фактических действий по классификации ссуд и формированию резерва требованиям нормативных документов Банка России и внутренним документам кредитной организации по вопросам классификации ссуд и формирования резерва, принимаемых уполномоченным органом кредитной организации<sup>18</sup>;
2. Комплексный и объективный анализ всей информации, относящейся к сфере классификации ссуд и формирования резервов;
3. Своевременность классификации ссуды и (или) формирования резерва и достоверность отражения изменений размера резерва в учете и отчетности<sup>19</sup>.

Резерв как мера кредитного риска может быть сформирована как по конкретной ссуде, так и по портфелю ссуд<sup>20</sup>. Сформированный резерв должен соответ-

---

<sup>17</sup> Резерв по кредитному портфелю может носить наименование «резерв на временные потери по ссудам».

<sup>18</sup> В данном случае в кредитной организации должен существовать внутренний документ, в котором должна быть поэтапно расписана методика определения размера резерва по потерям по ссудам. На примере опыта Банка России можно сказать, что на его уровне присутствуют два положения, предусматривающие необходимость формирования резерва на временные потери по ссудам и резерва по требованиям кредитного характера.

<sup>19</sup> При классификации суд размер резерва может быть уточнен и изменен при изменении качества ссуды в процессе обслуживания кредита банком.

<sup>20</sup> В случае, если банк будет формировать резерв по портфелю ссуд, ссуды должны быть однородными. Однородные ссуды – это ссуды, кредиты с однородными требованиями.



ствовать уровню потерь банка при кредитовании или отражать возможность несения данных потерь банком.

В целом резерв банка по возможным потерям по ссудам должен быть разделен на 5 групп, в зависимости от реализации факторов риска<sup>21</sup>:

I (высшая) категория качества (стандартные ссуды) – отсутствие кредитного риска (вероятность финансовых потерь вследствие неисполнения либо ненадлежащего исполнения заемщиком обязательств по ссуде равна нулю);

II категория качества (нестандартные ссуды) – умеренный кредитный риск (вероятность финансовых потерь вследствие неисполнения либо ненадлежащего исполнения заемщиком обязательств по ссуде обуславливает ее обесценение в размере от 1 % до 20 %);

III категория качества (сомнительные ссуды) – значительный кредитный риск (вероятность финансовых потерь вследствие неисполнения либо ненадлежащего исполнения заемщиком обязательств по ссуде обуславливает ее обесценение в размере от 21 % до 50 %);

IV категория качества (проблемные ссуды) – высокий кредитный риск (вероятность финансовых потерь вследствие неисполнения либо ненадлежащего исполнения заемщиком обязательств по ссуде обуславливает ее обесценение в размере от 51 % до 100 %);

V (низшая) категория качества (безнадежные ссуды) – отсутствует вероятность возврата ссуды в силу неспособности или отказа заемщика выполнять обязательства по ссуде, что обуславливает полное (в размере 100 %) обесценение ссуды.

Группы риска, формируемые коммерческим банком, как правило, должны содержать процентное возмещение потерь при проведении кредитных операций. Как правило, в целом шкала резервирования должна укладываться в градацию от 0 до 100 %<sup>22</sup>. Шкала резервирования означает уровень вероятности невозврата ссуды, который соответствует потере стоимости ссуды, т. е. ее обесценению.

Отдельное внимание при определении кредитного риска отводится качеству портфеля ссуд, которое может быть определено как хорошее, среднее или плохое. Распределение качества ссуд зависит от следующих основных составляющих:

1. Обслуживание долга;
2. Финансовое положение заемщика.

Более подробно это представлено в табл. 17.

Как известно, качественное отличие кредитного портфеля от других портфелей коммерческого банка заключается в таких существенных свойствах кредита и категорий кредитного характера, как возвратное движение стоимости между участниками отношений, а также денежный характер объекта отношений.

<sup>21</sup> Разделение на группы и подгруппы риска – вполне обычная практика для определения степени и уровня кредитного риска.

<sup>22</sup> В некоторых рисках могут использоваться градации уровня риска не только в 100 %, например, Центральный банк России в некоторых своих документах использует градацию, где максимальный уровень риска увеличивается до 150 %.

Т а б л и ц а 17

**Определение категории качества ссуды с учетом  
финансового положения заемщика и качества обслуживания долга**

Обслуживание долга	Финансовое положение		
	Хорошее	Среднее	Неудовлетворительное
Хорошее	Стандартные (I категория качества)	Нестандартные (II категория качества)	Сомнительные (III категория качества)
Среднее	Нестандартные (II категория качества)	Сомнительные (III категория качества)	Проблемные (IV категория качества)
Плохое	Сомнительные (III категория качества)	Проблемные (IV категория качества)	Безнадежные (V категория качества)

Соответствие свойств кредитного портфеля и критериев оценки его качеств приведены в табл. 18.

Т а б л и ц а 18

**Свойства и критерии кредитного портфеля**

Фундаментальные свойства кредитного портфеля	Критерии оценки качества кредитного портфеля
Кредитный риск	Степень кредитного риска
Ликвидность	Уровень ликвидности
Доходность	Уровень доходности

При этом порядок определения кредитных рисков должен отражаться во внутренних документах банка. Как правило, данный внутренний документ должен быть согласован с Центральным банком России, его соответствующим структурным подразделением в субъекте Российской Федерации.

В целом правила определения кредитного риска банка должны содержать следующие элементы<sup>23</sup>:

- 1) порядок оценки ссуд, в том числе критерии оценки ссуд, порядок документального оформления и подтверждения оценки ссуд;
- 2) порядок принятия и исполнения решений по формированию резерва;

<sup>23</sup> Данные элементы должны обязательно быть отражены во внутренних документах банка.

- 3) порядок принятия решений о признании задолженности по ссудам безнадежной;
- 4) описание правил (методов, процедур), используемых для определения реальности деятельности заемщика;
- 5) описание правил (методов, процедур), используемых для определения реальности деятельности заемщика – юридического лица;
- 6) описание правил (методов, процедур), используемых при оценке финансового положения заемщика, перечень основных используемых источников информации по данному вопросу;
- 7) критерии существенности оборотов денежных средств по банковским счетам заемщика, открытым в кредитной организации;
- 8) критерии существенности сумм и сроков текущей картотеки неоплаченных расчетных документов к банковским счетам заемщика, задолженности перед федеральным бюджетом, бюджетами субъектов Российской Федерации, местными бюджетами и внебюджетными фондами, просроченных денежных обязательств перед Банком России
- 9) критерии оценки представляемой заемщиком информации (в том числе ее полноты, актуальности, достоверности), а также меры по получению информации о заемщике;
- 10) порядок осуществления контроля за правильностью оценки и определения размера резервов по ссудам;
- 11) критерии существенности для заемщика его просроченной дебиторской задолженности;
- 12) порядок и периодичность оценки ликвидности залога, а также порядок определения (уточнения) размера резерва с учетом обеспечения по ссуде;
- 13) порядок оценки кредитного риска по портфелю однородных ссуд;
- 14) порядок и периодичность формирования (уточнения размера) резерва;
- 15) иные положения, оказывающие существенное влияние на величину кредитного риска.

В целом перечень элементов, включаемых в методический базис определения кредитного риска в банке, может содержать и иные элементы, необходимые для определения величины кредитного риска.

Кроме того, в рамках определения уровня кредитного риска банка в первую очередь необходимо определиться с критериями кредитоспособности клиента<sup>24</sup>.

Уровень кредитоспособности должен определять степень риска банка и коррелироваться с создаваемым банком резервом.

---

<sup>24</sup> Критерии кредитоспособности важны для любого типа заемщика. Как правило, для заемщиков – юридических и физических лиц методики оценки риска, в том числе кредитного, несколько отличаются.

Кредитоспособность клиента должна содержать несколько критериев. Если посмотреть на мировую практику и практику российских банков, то основными критериями кредитоспособности могут быть:

- 1) характер деятельности клиента банка, отрасль бизнеса, где работает заемщик – юридическое лицо;
- 2) возможность и способность заемщика вернуть в срок полученную ссуду;
- 3) возможность в срок обслуживать образовавшуюся ссудную задолженность;
- 4) возможность получения прибыли и возможность формирования фонда для оплаты задолженности по кредиту;
- 5) капитал<sup>25</sup>;
- 6) условия осуществления кредитной сделки;
- 7) контроль за правильным формированием соответствующего резерва.

При оценке кредитоспособности банки, как правило, формируя мнение о клиенте-заемщике, определяют лимит кредита, который может быть выдан заемщику. В практике деятельности банков мы можем наблюдать объединение заемщиков в однотипные группы, что впоследствии предполагает формирование банком единых суждений по риск-профилю данных клиентов. И, как итог, это приводит к формированию единых подходов для всех заемщиков, включенных в данную группу.

В результате применения единых подходов для группы клиентов лимит рассчитывается банком практически одинаково для данной группы. Но в любом случае мнение о клиенте у банка индивидуально и в полной мере зависит от профиля конкретного клиента.

Существенное значение в определении кредитного риска отведено кредитной истории заемщика. Большинство банков рассматривают кредитную историю как динамику погашения заемщиком своих кредитных обязательств по ссудам за какой-то период. На практике кредитная история заемщика состоит из двух сегментов, первое – это данные за прошедший календарный год, и второе – кредитная история за текущий календарный год<sup>26</sup>.

В рамках определения финансового положения заемщика<sup>27</sup> банк старается исследовать следующие показатели:

- 1) норма валовой прибыли – отражает общую прибыльность хозяйственного объединения до учета операционных и внереализационных доходов и расходов, т. е. рентабельность производства;

---

<sup>25</sup> Наличие капитала необходимо для заемщика – юридического лица.

<sup>26</sup> В практической деятельности коммерческого банка встречаются случаи, когда банк смотрит на кредитную историю заемщика за последние 6 месяцев. В подобном случае, скорее всего, мы имеем дело с кредитами на относительно небольшую сумму, например, 250 000–500 000 руб. в настоящее время. Уровень лимита по кредитным операциям в том числе определяется размером капитала банка.

<sup>27</sup> Данная методика рассчитана на определение кредитоспособности заемщика – юридического лица. В отношении заемщика – физического лица показатели для оценки кредитоспособности будут несколько иными.

2) норма чистой прибыли – рассчитывается с учетом всех расходов на производство и реализацию продукции, характеризует рентабельность реализации продукции (услуг);

3) коэффициент текущей ликвидности – предполагает общую оценку ликвидности организации, характеризует, в какой мере краткосрочные кредиторские обязательства покрыты ликвидными краткосрочными оборотными активами;

4) стоимость чистых активов – характеризует ликвидность баланса, отражает стоимость имущества, сформированного за счет собственных средств.

Для более полного определения кредитоспособности некоторые банки также исследуют оборачиваемость кредиторской задолженности, динамику изменения кредиторской задолженности.

По результатам оценки этих показателей банк делает вывод о финансовом положении заемщика, которое может быть оценено как хорошее, среднее или плохое. Более конкретные требования для отнесения заемщика к категории финансового положения индивидуальны для каждого банка.

В банке, как уже говорилось, должна существовать своя методика оценки кредитных рисков, где все четыре показателя должны присутствовать, по каждому из них должен быть предусмотрен порядок присвоения баллов, общее количество баллов должно составлять 100–500 баллов, где крайние точки шкалы должны соответствовать принимаемым решениям предоставить необходимую сумму заемщику или отказать в предоставлении кредита.

Кредитная история может быть охарактеризована с двух позиций:

1) положительная – предполагает, что все обязательства по ссудной задолженности выполнялись своевременно и в полном объеме и если в течение действия кредитного договора просроченные платежи по процентам и (или) основному долгу по причинам, не зависящим от заемщика, имели место продолжительностью более 5 календарных дней включительно, а суммарно не превышали 30 календарных дней;

2) отрицательная – если есть неплатежи по кредитному договору и эти неплатежи по процентам или основному долгу в период действия неплатежей составляют больше 5 календарных дней, но не более 30 календарных дней, обязательства по ссуде могут быть погашены иным, не денежным способом или в результате действий поручителя по кредитному договору, если он существует.

Более того, в рамках методики определения кредитного риска в каждом коммерческом банке рассчитывается минимальный резерв по выданным кредитам, который рассматривается как совокупность расчетного резерва по выданным ссудам и стоимости обеспечения соответствующей группы качества ссуды.

В итоге, после проведения всех необходимых вычислений работники коммерческого банка в численном выражении, в виде баллов могут получить балльную оценку конкретного заемщика и определить, возможно ли кредитование заемщика – юридического лица и, если оно возможно, каков будет лимит кредитования по данному клиенту – юридическому лицу.

### 3.3. Операционный риск: понятие, особенности идентификации

Операционный риск не так часто встречается в деятельности коммерческого банка, как кредитный риск, но все же он представляется достаточно важной характеристикой деятельности банка. Операционный риск редко, к сожалению, исследуют в современной экономической литературе, хотя некоторые направления в исследовании данного риска можно выделить, о них будет сказано чуть позднее. По мнению П. В. Буркова операционный риск – это риск прямых и косвенных убытков в результате неверного построения бизнес-процессов, неэффективности процедур внутреннего контроля, технологических сбоев, несанкционированных действий персонала или внешнего воздействия<sup>28</sup>.

Операционный риск, судя по данному определению, включает в себя целую совокупность действий. Изначально в рамках операционных рисков рассматривались прочие и иные виды финансовых рисков. Некоторые исследователи к категории «операционный риск» причисляют прочие виды финансовых рисков, за исключением кредитных и рыночных. Однако, с нашей точки зрения, это относительно широкая трактовка операционных рисков, несмотря на то, что в теории риск-менеджмента до сих пор не установилось единого понимания термина «операционные риски». Некоторое исключение составляет операционный банковский риск, так как существуют документы Центрального банка России, регулирующие процесс расчета банковских операционных рисков<sup>29</sup>. При этом операционный риск практически в любой его трактовке будет включать в себя именно бизнес-риск, т. е. риск, связанный с поведением компании или банка на рынке. Однако бизнес-риск не всегда может ассоциироваться с операционным риском<sup>30</sup>.

Операционный риск в большинстве случаев возникает при осуществлении именно финансовых операций, в частности, операционный риск в коммерческом банке всегда может возникнуть при проведении банковских операций, сделок банка или иных сделок. Но он всегда будет связан с операциями финансового характера. В банке данный риск может возникнуть при операциях на различных уровнях проведения операций<sup>31</sup>.

Более того, операционные риски могут возникнуть при осуществлении контроля за проведением операций коммерческим банком. В этом случае операционными рисками можно назвать риски, которые характеризуются прямыми или косвенными убытками в результате не совсем корректно построенной бизнес-модели банка.

<sup>28</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента. С. 478.

<sup>29</sup> Впоследствии будет рассмотрена позиция Центрального банка России в отношении определения и расчета операционных рисков в коммерческом банке.

<sup>30</sup> В отношении коммерческих банков бизнес-риск будет рассматриваться как риск проведения банковских операций, одна из которых – это кредитные операции, при проведении которых будет возникать тот же кредитный риск, который, может быть, с этой точки зрения рассмотрен как бизнес-риск, не рассматривающийся как составная часть операционного риска.

<sup>31</sup> В банке уровни проведения операций могут зависеть от источника возникновения ситуации риска, которая может проявиться при действиях на уровне фронт-, бэк- или мидл-офиса.

По мнению О. И. Лаврушина и Н. И. Валенцевой операционный риск включает в себя следующие составные части:

1. Возможные отклонения в информационных системах и системах внутреннего контроля кредитной организации, которые могут привести к возможным финансовым потерям. Как отмечает О. И. Лаврушин, эти риски связаны с ошибками людей, сбоями в системах и наличием недостаточных, не всегда эффективных систем контроля проведения операций банком;

2. Недостатки, характерные для внутренних процессов, протекающих в банках, т. е. недостатки, сгенерированные реализацией внутренних алгоритмов банка;

3. Риски капитала или доходов банка, связанные с предоставлением услуг или продажей продуктов<sup>32</sup>.

Как уже отмечалось ранее, при всей разнородности точек зрения на понятие операционного риска, в экономической литературе наметились некоторые направления исследования.

Некоторые ученые-экономисты полагают, что операционный риск включает в себя иные риски, при которых возникают различные финансовые потери участников рынка, оказывающие влияние на ведение бизнеса. В этом варианте бизнес-риск может быть рассмотрен как ядро операционного риска, т. е. он рассматривается в качестве риска, охватывающего ситуацию неопределенности, возникшую при реализации бизнес-стратегии компании, возможной компетенции персонала. При этом в рамках операционного риска, как правило, рассматриваются методы и способы продвижения конкурентных преимуществ банка или иной компании<sup>33</sup>.

Другой подход к идентификации и определению операционного риска состоит в том, что данный риск тесно связан со сферами деятельности, где он может наиболее вероятно появиться, т. е. с финансовыми операциями. Так, источниками, которые могут сгенерировать ситуацию риска, могут быть массивы данных, операционные системы, при помощи которых проводятся операции участником, неправильное и (или) не совсем корректное проведение операций<sup>34</sup>. В данном отношении делается фокусировка именно на конкретных операциях юридического лица, которые выполняются при проведении сделок. Внимание здесь фокусируется на самой процедуре исполнения, этапах действий, алгоритме проведения операций.

Существует также точка зрения, которая рассматривает операционный риск как риск прямых или косвенных убытков, которые явились следствием неверного построения бизнес-процессов в кредитной организации<sup>35</sup>. Эта точка зрения фоку-

---

<sup>32</sup> В данном отношении большинство рисков, присущих деятельности коммерческих банков, могут оказать негативное влияние на величину капитала или его доходы.

<sup>33</sup> В рассматриваемом случае это могут быть преимущества позиционирования на рынке коммерческого банка.

<sup>34</sup> Неправильное проведение различных операций участником сделки может спровоцировать возникновение ситуации риска в определенном сегменте рынка, это риск именно от операций на рынке, т. е. рыночный риск.

<sup>35</sup> Данная точка зрения наиболее подходит для характеристики операционного риска в коммерческом банке.

сируется на неточности проведения процедур операций, неэффективности процедур внутреннего контроля, сбоях в режиме проведения операций, неправильных действиях персонала и, возможно, влиянии внешних воздействий, характеризующих уровень операционного риска в банке. Можно привести еще несколько формулировок и понятий, относящихся к операционному риску, но суть и смысл данного понятия уже не будут каким-либо образом изменяться, так как по сути, все эти понятия в общем и целом похожи друг на друга.

Достаточно важное влияние на формулировку понятия «операционный риск» оказали действия Базельского комитета. К 1997 г. Базельский комитет высказал свое видение понятия «операционный риск». Так, операционный риск, по его мнению, определяется как риск возникновения убытков в результате недостатков или ошибок во внутренних процессах, в действиях сотрудников и иных лиц, в работе информационных систем или вследствие внешних обстоятельств<sup>36</sup>. В своем соглашении Базельский комитет полагает, что понятие «операционный риск» включает в себя такой вид риска, как юридический риск. Однако ни в одном документе Базельского комитета не упоминается, что в данный риск включается стратегический риск. В проекции достаточности капитала банка репутационный риск может быть включен в понятие «стратегический риск». Кроме того, юридический и репутационный риски представляются составными элементами стратегического риска.

Думается, данное определение операционного риска носит универсальный характер и может с успехом применяться как в отношении банковского операционного риска, так и операционного риска, возникающего в деятельности иных финансовых организаций.

Несмотря на всю универсальность понятия «операционный риск», управление операционным риском, ориентированное на его минимизацию, должно уменьшать те негативные последствия, которые могут оказать влияние на развитие ситуации риска. Универсальность данного понятия обусловливается еще и многоаспектностью операционного риска, которая может быть выражена в двух тенденциях, т. е. операционный риск можно рассматривать с двух точек зрения.

Первая точка зрения предполагает, что операционный риск может возникнуть в текущей деятельности банка, которая включает в себя контроль за бизнес-процессами в банке и соответствие их установленным стандартам и системам безопасности. Как отмечает П. В. Бурков, при таком развитии ситуации можно увидеть, что последствия управления операционным риском будут относительно небольшими, а вероятность возникновения такой ситуации – достаточно высокой.

Вторая точка зрения базируется на том, что операционный риск может рассматриваться так, что операционный риск – это достаточно сложная категория, сложность которой определяется тем фактором, что операционный риск может возникнуть в деятельности многих структурных подразделений компании или банка. По этой причине результат реализации операционных рисков как-то пре-

---

<sup>36</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А. А. Добанова, А. В. Чугунова. 4 изд., испр. и доп. М. : Альпина Бизнес Букс, 2009.



двидеть или предсказать достаточно сложно. Это объясняется еще и тем, что сфера возникновения операционного риска относится к предметам ведения различных и порой не связанных друг с другом подразделений компании или банка.

Но, с другой стороны, если обратимся к трактовке понятия «операционный риск», предложенной Базельским комитетом, то следует отметить, что операционный риск рассматривается как звено в единой системе рисков в коммерческом банке<sup>37</sup>.

Необходимо отметить, что позиция Базельского комитета строит понятие операционного риска как составного элемента системы рисков.

Классификация операционного риска имеет два основных направления развития.

Первое направление предполагает рассмотрение различных типов и видов операционных рисков с позиции Базельского комитета, т. е. операционные риски рассматриваются по его источникам.

Второе направление предполагает иной подход к классификации операционных рисков, который рассматривает операционный риск с позиции возможных убытков и иных, в основном негативных, последствий<sup>38</sup>. Как некий промежуточный результат, можно встретить различные взгляды на типы и виды операционного риска и на его классификацию.

Например, по мнению ряда финансовых компаний, понятие «операционный риск» можно рассмотреть как совокупность следующих рисков:

1. Риск поведения персонала – это риск, при котором сотрудники совершают действия, не санкционированные внутренними документами этой компании, недостаточной компетентностью персонала.

2. Риск технологический предполагает периодические или единичные сбои в деятельности информационных систем, баз данных иных программ, иных систем информационного характера, которые оказывают влияние на деятельность банка и могут быть причиной возникновения ситуации риска;

3. Риск физического ущерба, который обычно наступает в результате различных природных катастроф и иных факторов природного характера, которые приносят значимый ущерб системам и технологическим цепочкам компании<sup>39</sup>.

4. Риск взаимоотношений может быть рассмотрен как ситуация риска при возникновении отношений во время реализации определенных бизнес-процессов или технологических цепочек при взаимодействии с различными клиентами, данный риск обычно является следствием недостаточного уровня контроля.

5. Риск внешний – это риск, который наступает в результате направленных действий иных лиц и действий контролирующих органов, который проецирует потери в банке.

---

<sup>37</sup> В приложении к соглашению «Базель I» представил достаточно подробную классификацию видов операционного риска, которые могут спрогнозировать убытки кредитной организации.

<sup>38</sup> Однако несмотря на возможные и общепризнанные наработки в этой области, некоторые банки идут своим путем и стараются разработать собственные методики по идентификации операционного риска.

<sup>39</sup> Ущерб технологическим цепочкам в рамках операционного риска в коммерческом банке можно не рассматривать.

Некоторые исследователи выделяют также и особый вид операционного риска – это модельный риск, который связан с некорректностью применения экономической модели расчета риска для оценки и управления операционным риском.

В рассмотренной классификации за основу может быть взята причина риска, технологии или, например, внешнее воздействие, что представляется одной из основ предложенной классификации.

Важнейшим элементом риска является процесс управлением им. В рамках процесса управления риском можно выделить основные подходы.

В практике известны три основных подхода, алгоритма к диагностике операционного риска.

Первый подход предполагает диагностику внутренних событий в коммерческом банке, совокупность сообщений и информации, заключенной внутри кредитной организации – это процесс сложный и неоднозначный, поскольку отдельно выделить данный массив сообщений не всегда получается. Как правило, при анализе данных сообщений обязательно получается наложение операционного риска на другие виды риска, например, на кредитный или рыночный риски.

Второй подход заключается в совместном количественном измерении операционного и рыночного риска<sup>40</sup>. Как правило, при идентификации данных рисков можно количественно измерить или определить их вероятность возникновения, размер возможного ущерба, уровень и степень влияния различных факторов на величину каждого из этих рисков. В данном подходе определяется позиция, согласно которой мерой операционного риска не всегда могут быть количественные методы исследования, дающие конкретные результаты в цифрах.

Третий подход фокусируется на измерении возможности вероятности понесения потерь, в целом потери от операционных рисков существенно меньше, чем потери от других рисков, например, от кредитных. В связи с данным обстоятельством мы можем предположить, что это маловероятный риск, и его измерение обычными математическими методами может быть затруднительно. Это касается и того, что операционный риск, как правило, не предполагает большой репрезентативной выборки<sup>41</sup>.

Таким образом, при диагностике операционного риска можно выделить следующие основные сегменты:

1. Система и процедуры внутреннего контроля в коммерческом банке;
2. Порядок осуществления различных операций на рынке и его сегментах;
3. Возможности использования различных информационных и иных систем при оказании услуг на рынке.

Следовательно, при определении уровня и степени операционного риска важнейшим фактором будет являться уровень внутреннего контроля в коммерческом

---

<sup>40</sup> Более подробно рыночный риск в коммерческом банке будет рассмотрен позднее.

<sup>41</sup> В данном случае имеется в виду то, что при измерении операционного риска, как правило, объем данных не всегда позволяет сформировать достаточное мнение для определения приемлемого результата при помощи статистических моделей.

банке. Первоначально внутренний контроль в кредитной организации был направлен на предотвращение различных мошеннических действий со стороны сотрудников и клиентов. Но впоследствии это понятие расширилось и стало включать в себя все сферы функционирования кредитной организации.

Достаточно важным и значимым видится позиция, высказанная в документах Базельского комитета в отношении уровня и степени операционного риска<sup>42</sup>. В данном случае Базельский комитет исследовал внутренние причины потерь, связанных с операционным риском и сформулировал их следующим образом:

1. Недостаточно полное внимание со стороны руководства кредитной организации при организации и создании системы поддержки внутреннего контроля в банке. Также было отмечено отсутствие корпоративной культуры как один из основных источников операционного риска в банке;

2. Некорректная и неверно построенная система оценки операционных рисков в кредитной организации, которая оказывает влияние на появление ситуаций риска при осуществлении банком различных балансовых операций на рынке;

3. Полное отсутствие системы внутренних структурных элементов, которые могут заниматься определением рисков, в том числе операционного риска при осуществлении операционной деятельности, в том числе таких процессов, как разделение обязанностей, верификация, надзор за деятельностью;

4. Позиционирование неэффективной системы передачи информации между различными уровнями управления в кредитной организации, в частности, это касается информационного оповещения руководства банка о возникающих трудностях;

5. Место и значение аудита в деятельности кредитной организации, а также оценка эффективности внутренней системы контроля.

Система внутреннего контроля в банке должна включать в себя следующие составные части:

а) деятельность руководства структурных подразделений банка и наличие системы внутреннего контроля;

б) наличие регламента выявления и оценки рисков, в том числе операционного риска;

в) наличие процедуры внутреннего контроля;

г) мониторинг текущих операций банка.

В рамках функционирования систем внутреннего контроля в коммерческом банке следует отметить, что контрольные процедуры должны иметь в своей основе некоторые требования. В частности, основными требованиями при определении операционного риска являются:

1. Возможность разделения функций в банке, которая заключается в том, что сотрудники, которые ответственны за порядок совершения сделок, не должны совершать расчеты и вести бухгалтерские операции в банке;

---

<sup>42</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А. А. Добанова, А. В. Чугунова. 4 изд., испр. и доп. М. : Альпина Бизнес Букс, 2009.

2. Не должно происходить двойного ввода данных в деятельности различных кредитных организаций, информационные данные должны вводиться различными структурными подразделениями с обязательной независимой проверкой;

3. Сверка данных должна организовываться между различными структурными подразделениями банков и на различных стадиях обработки данных, Например, может производиться сравнение уточненной информации и итоговых сумм по различным параллельным операциям. Подобная процедура позволит сохранить контроль за информационными потоками;

4. В рамках контроля за операционными рисками необходимо проводить периодическое подтверждение операций различных структурных подразделений банка. Например, периодическое подтверждение при совершении операций должно происходить до момента завершения конкретной операции.

Кроме того, в новом Базельском соглашении предлагается рассматривать несколько возможных вариантов расчета величины операционного риска.

Первый вариант – это упрощенный подход на основе базового индикатора. Данный вариант расчета размера резерва капитала под операционные риски (*Basic indicator approach*) предполагает наличие прямой взаимосвязи между уровнем операционного риска и масштабом деятельности организации, а также размером резервов в зависимости от различных видов деятельности. В данном варианте расчета одно из основных направлений отводится расчету резерва под потери по рискам, которые могут быть включены в расчет резерва под потери, связанные с операционными рисками. В подобном случае при расчетах, как правило, используется валовый подход<sup>43</sup>.

Основное правило в данном варианте – это то, что размер капитала в обязательном порядке резервируется под операционные риски и размер его определяется постоянной величиной – коэффициентом  $\alpha$ , который устанавливается Базельским комитетом.

Размер капитала, резервированного под операционные риски, вычисляется по следующей формуле:

$$ORC = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n GI_i \alpha, \quad (1)$$

где ORC (*Operational risk capital*) – размер капитала, резервируемого под операционные риски;

$GI_i$  – валовый доход за  $i$ -й год;

<sup>43</sup> Более точно Базельский комитет определяет данный показатель как совокупность, т. е. сумму, чистого процентного дохода и чистого непроцентного дохода. Базельский комитет отмечает, что определение валового дохода может быть скорректировано национальными центральными банками в соответствии со стандартами бухгалтерской отчетности, но при обязательном соблюдении следующих условий: 1. Валовый доход должен рассчитываться до вычета совокупных резервов; 2. Данный доход рассчитывается до вычета операционных расходов; 3. Финансовый результат от операций с ценными бумагами не включается в валовый доход; 4. Валовый доход не может включать в себя результаты от разовых операций или единичных непериодических сделок, в том числе и операций секьюритизации и страхования рисков.

$\alpha$  – коэффициент резервирования капитала;

$n = 3$  – три последних периода значений валового годового дохода;

В данном расчете предполагается, что коэффициент резервирования капитала должен отражать некий усредненный процент неожиданных и непредвиденных потерь кредитной организации вследствие реализации операционного риска<sup>44</sup>.

Рассмотренный подход видится наиболее простым из всех возможных вариантов расчета размера капитала, резервируемого под операционные риски, т. е. фактически под сами операционные риски. Однако рассмотренный подход с успехом применяется в относительно небольших кредитных организациях на практике. Но если коммерческий банк при расчетах операционных рисков применяет подходы, относимые к данному варианту, то в целом необходимо учитывать и другие моменты, предлагаемые Базельским комитетом.

Второй вариант видится несколько сложнее, чем ранее рассмотренный, но, несмотря на это, стандартный подход не представляется слишком усложненным. Вследствие некоторой излишней простоты метод с использованием базового индикатора не позволяет учитывать особенности возникновения операционного риска в различных сферах, поэтому был предложен стандартный подход. Стандартный подход (*the standardized approach*) базируется на выделении в структуре банка нескольких приоритетных направлений деятельности и определении в рамках каждого направления размера резервируемого капитала<sup>45</sup>.

В рамках данного подхода все операции коммерческого банка классифицируются в рамках стандартных направлений деятельности для коммерческого банка. По каждому направлению рассчитывается размер валового дохода. Далее для каждого направления деятельности задается свой весовой коэффициент. Таким коэффициентом стал  $\beta$ -коэффициент, при помощи которого формируется резервный капитал для покрытия рисков. Впоследствии требования к капиталу определяются посредством суммирования всех значений по всем направлениям деятельности банка.

Формула, используемая для стандартного подхода, следующая:

$$ORC = \frac{1}{3} \left( \sum_{i=1}^8 GI_n \beta_i, 0 \right),$$

где ORC – размер капитала, резервируемого под операционные риски;

$GI_i$  – валовый доход от  $i$ -го вида деятельности в период (год)  $t$ ;

$\beta$  – уровень резервирования капитала для  $i$ -го вида деятельности.

Для основных видов деятельности были установлены соответствующие коэффициенты, размер которых составляет величину от 12 до 18 единиц. Данная классификация является стандартной и разделена на 8 уровней. Как уже ранее отмечалось, значение  $\beta$  для каждого уровня находится в пределах от 12 до 18.

<sup>44</sup> Первоначально Базельский комитет сделал предложение установить значение коэффициента на уровне 30 % от размера валового дохода, но впоследствии из-за слишком завышенных резервных требований данный показатель был установлен на уровне 15 %.

<sup>45</sup> В пределах каждого вида деятельности размер капитала определяется достаточно точно, по сравнению с предыдущим способом, где резервировался капитал в целом под всю совокупность деятельности.

Наряду с подходами Базельского комитета Центральный банк России предложил свою методику для определения операционного риска, которая заключается в следующем. В настоящее время размер операционного риска в российских банках рассчитывается по формуле

$$\text{ОР} = 0,15 \cdot \frac{\sum_{i=1}^n D_i}{n},$$

где ОР – размер операционного риска;

$D_i$  – доход за  $i$ -й год для целей расчета капитала на покрытие операционного риска, определяемый как капитал на покрытие операционного риска, представляет собой сумму чистых процентных доходов и чистых непроцентных доходов за финансовый год;

$n$  – количество лет (три года, предшествующие дате расчета размера операционного риска).

Размер операционного риска рассчитывается банком ежегодно по состоянию на первое января года, следующего за отчетным.

Таким образом, операционный риск имеет важное значение в системе расчета рисков коммерческих банков.

### 3.4. Рыночный риск и иные риски, характерные для деятельности банка

В процессе проведения различных операций на рынке могут возникать разные ситуации, при осуществлении которых мы можем наблюдать возникновение ситуации нестабильности, т. е. ситуации риска. Зачастую такие ситуации риска описываются одним типом риска. Как правило, такой риск носит рыночный характер, и сам риск называется рыночным. В настоящее время существует множество точек зрения на понятие «рыночный риск». Например, некоторые авторы под понятием «рыночный риск» подразумевают риск возможных потерь в результате развития негативной динамики рыночных факторов. Для данного типа риска характерно изменение стоимости активов. Изменение может сопровождаться отрицательной динамикой. Отрицательная динамика обусловлена достаточно резким колебанием стоимости различных активов, цена за которые оказывает непосредственное влияние на динамику процессов роста нестабильности на рынке. Это может быть волатильность курсов валют, процентных ставок на рынке, цен на акции и облигации, цен на товарные активы<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> В отношении включения измерения цен на товарные активы в характеристику рыночного риска существует множество точек зрения, но основная причина его возникновения – это резкое изменение цен на активы финансового рынка и активы, являющиеся активами финансового рынка, которые торгуются на товарных рынках.

Исходя из данного определения, рыночный риск, в первую очередь, связан с изменением показателей, влияющих на компанию на четырех рынках. При этом неустойчивое положение финансового рынка может быть следствием резкого изменения цен на данных рынках. Такое положение достигается не только по причине резких изменений рынка, но и действий участников рынка, что может приводить к возникновению ситуации рыночного риска.

Как следствие, можно выделить несколько рисков, входящих в рыночный риск<sup>47</sup>:

1. Процентный риск;
2. Фондовый риск и риск ценовых изменений на акции;
3. Валютный риск;
4. Товарный риск или риск изменения цен на товарные активы.

Более того, рыночный риск – это, в первую очередь, вероятностный показатель, который является результатом изменения прежде всего процентных ставок и активов, цены на которые имеют прямую взаимосвязь с процентными ставками на рынке. Следовательно, рыночный риск – это определенная вероятность снижения чистого дохода банка и рыночной стоимости его капитала в результате изменения уровня процентных ставок на рынке. Более того, изменение процентных ставок в экономике может оказывать непосредственное воздействие на поступление свободного капитала в кредитную организацию.

Таким образом, рыночный риск – это вероятностная категория. По мнению М. А. Рогова, данная категория представляет возможность несоответствия характеристик экономического состояния объекта значениям, ожидаемым лицами, принимающими решения под действием рыночных факторов<sup>48</sup>. В данном отношении часто применяется понятие риска как явления, связанного с вероятностью наступления только неблагоприятных последствий, исходов и негативных последствий<sup>49</sup>.

Как правило, рыночные риски относятся к такой категории групп экономических рисков, в которой можно рассматривать кредитные и рыночные риски<sup>50</sup>. Кроме того, иногда рыночные риски рассматриваются как риски, связанные с возникновением неопределенности в результате рыночных колебаний (неопределенности колебания рыночной конъюнктуры). Изменения и неопределенность могут наступать на рынке и быть следствием реализации ценовых и курсовых рисков, процентных рисков, изменения ликвидности на рынке и чувствительных к этим колебаниям объектов, например, активов. Некоторые авторы называют рыночные риски техническими<sup>51</sup>. Такое название связано с тем, что при прогнозировании изменения цен на данные активы, т. е. на акции, иные ценные бумаги, может

<sup>47</sup> Подобное деление рыночного риска на четыре категории похоже на позицию Центрального банка России, где рыночный риск также рассматривается как совокупность похожих составляющих.

<sup>48</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента. С. 242.

<sup>49</sup> Достаточно часто данное объяснение можно встретить при применении методологии Value-at-Risk.

<sup>50</sup> Некоторые исследователи полагают, что рыночные риски могут возникать и при получении/выдаче кредитных ресурсов.

<sup>51</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента. С. 242.

быть использован технический анализ рынков или его сегментов<sup>52</sup>. Но не только прямые измерения на рынке могут быть источником рыночных рисков. Например, корреляция между доходностью различных инструментов, с одной стороны, не является прямым ценовым фактором возникновения рисков, но, с другой стороны, может косвенно оказать влияние на ценовые характеристики, к примеру, портфеля ценных бумаг коммерческого банка, что повлияет на увеличение степени возникновения рыночных рисков.

Рыночный риск может быть разделен на различные типы и виды, как уже ранее говорилось. Но для коммерческого банка важна позиция Центрального банка России в этом вопросе. Так, по его мнению, рыночный риск – это достаточно широкое понятие, в которое включаются риски активов, чувствительных к процентной ставке.

Однако прежде чем сделать выводы по составным элементам рыночного риска, необходимо определиться с его понятием с учетом позиции Банка России. В частности, по мнению Центрального банка России, рыночный риск – это риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неблагоприятного изменения рыночной стоимости финансовых инструментов торгового портфеля и производных финансовых инструментов кредитной организации, а также курсов иностранных валют и (или) драгоценных металлов<sup>53</sup>.

В настоящее время рыночный риск в кредитной организации может быть рассчитан по следующей формуле:

$$PP = 12,5 \times (PR + \Phi P + BP + TP),$$

где PP – совокупная величина рыночного риска;

PR – величина рыночного риска по ценным бумагам и производным финансовым инструментам, чувствительным к изменениям процентных ставок;

ΦP – величина рыночного риска по ценным бумагам и производным финансовым инструментам, чувствительным к изменению справедливой стоимости на долевые ценные бумаги (далее – фондовый риск);

BP – величина рыночного риска по открытым кредитной организацией позициям в иностранных валютах и золоте;

TP – величина рыночного риска по товарам, включая драгоценные металлы (кроме золота), и производным финансовым инструментам, чувствительным к изменению цен товаров<sup>54</sup>.

<sup>52</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента. С. 245.

<sup>53</sup> Данное определение рыночного риска было представлено Центральным банком России в 2004 г. В современных документах Банка России не содержится определения данного вида риска. Несмотря на это, в положении о расчете рыночного риска предполагается делать расчет фондового риска, процентного риска, риска по производным финансовым инструментам. Об этом будет сказано позднее.

<sup>54</sup> О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска : Положение Центрального банка России № 511 от 03.12.2015 г. // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_190828/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190828/) (дата обращения: 14.08.2020).



Для расчета как рыночного риска, так и его составляющих, т. е. фондового и товарного риска, используются чистые позиции, которые представляют разницу между суммой всех длинных позиций и суммой всех коротких позиций по однородным финансовым обязательствам. В этой связи возникает закономерный вопрос: что представляют собой длинные, короткие позиции и к чему относить однородные финансовые обязательства.

Так, к длинным позициям относятся активы, отражаемые в бухгалтерском балансе банка, и требования внебалансового характера.

К коротким позициям относятся балансовые пассивы и внебалансовые обязательства.

В свою очередь к группе однородных финансовых активов необходимо отнести финансовые активы, которые должны отвечать следующим требованиям:

- они должны быть выпущены одним эмитентом;
- иметь одинаковую справедливую стоимость<sup>55</sup>;
- иметь одинаковую текущую доходность, т. е. доходность, уровень которой на дату расчета совокупной величины рыночного риска различается не более чем на 10 базисных пунктов (0,1 %);
- а также одинаковый срок погашения.

Кроме того, при расчете величины рыночного риска и величины фондового риска может быть произведен взаимозачет балансовых активов или обязательств по ценным бумагам и внебалансовых требований или обязательств по производным финансовым инструментам, не содержащим встроенные производные кредитные обязательства в следующей последовательности:

1. Зачет производится полностью для ценных бумаг и противоположных позиций по однородным ценным бумагам по форвардным договорам и в случае полного соответствия между ценной бумагой и базисным (базовым) активом кредитного производного финансового инструмента, представляющего собой своп на совокупный доход и в случае полного соответствия между ценной бумагой и базисным (базовым) активом кредитного производного финансового инструмента, представляющего собой своп на совокупный доход;

2. Зачет производится в размере 80 % от стоимости обязательства, если инструментом сделки является кредитно-дефолтный своп или кредитная нота при отсутствии существенного, по оценке кредитной организации в соответствии с порядком, установленным в ее внутренних документах, различия в изменении справедливых стоимостей долговой ценной бумаги и кредитного производного финансового инструмента и при полном соответствии между долговой ценной бумагой и позицией по кредитному производному финансовому инструменту в части одного и того же контрольного лица, являющегося одновременно эмитентом долго-

---

<sup>55</sup> Если посмотрим на стандарт МСФО IFRS № 13, то справедливой стоимостью принято считать стоимость конкретного объекта, и при этом учитываются его неотъемлемые характеристики с точки зрения участников рынка. Например, для актива это будут его состояние и местонахождение, для обязательства – уровень кредитного риска эмитента.

вой ценной бумаги, номинальной суммы, установленной договором (контрактом), одинаковых сроков, оставшихся до погашения долговой ценной бумаги и до истечения договора (контракта) кредитного производного финансового инструмента, валюты, в которой они номинированы<sup>56</sup>.

При проведении сделок банком с кредитно-дефолтными свопами данные сделки могут включаться в объект рыночного риска<sup>57</sup>.

Кроме того, при расчете чистых позиций однородность любых товаров может иметь определенную специфику, по сравнению с другими случаями применения определенных товаров. Например, к определенным товарам могут относиться товары со следующими признаками:

1. Различные подвиды (категории, сорта, марки) товара, признаваемые взаимозаменяемыми организаторами торговли;

2. Товары, являющиеся близкими заменителями друг друга<sup>58</sup>.

Подобные требования по однородности товаров относятся и к расчету чистых позиций по товарному риску. При расчете рыночного риска важное значение отводится расчету чистых позиций по ценным бумагам, их специфика заключается в следующем:

1. Для расчета величины чистых позиций ценные бумаги переоцениваются по справедливой стоимости. Кроме того, справедливая стоимость ценных бумаг может быть скорректирована;

2. Соотносимые длинные (короткие) позиции по однородным ценным бумагам разных траншей могут не включаться в расчет чистой позиции в случае, если ценные бумаги разных траншей одновременно обращаются на бирже в течении 6 месяцев; если очевидно совпадение направления величин справедливых стоимостей по ценным бумагам разных траншей, а периоды обращения совпадают.

Более того, по кредитным производным финансовым инструментам в качестве величин длинной и короткой позиций принимаются номинальные суммы, установленные условиями договора, т. е. величины, исходя из которых рассчитываются платежи по кредитному производному финансовому инструменту или позиции по базисному (базовому) активу, выраженные в ценных бумагах.

В свою очередь кредитные ноты могут включаться в расчет специализированного процентного риска.

Позиции по производным финансовым инструментам, базисным (базовым) активом которых являются несколько различных активов (корзина активов), вклю-

---

<sup>56</sup> В данном случае может производиться операция хеджирования.

<sup>57</sup> При расчетах рыночного риска коммерческим банком под кредитно-дефолтным свопом понимается кредитный производный финансовый инструмент, базисным (базовым) активом которого является наступление обстоятельства, являющегося кредитным событием, по контрольному лицу, установленному условиями договора.

<sup>58</sup> При расчете рыночного риска товары, минимальное значение коэффициента линейной корреляции которых за период более 1 года равно 0,9, также могут быть отнесены к категории однородных.

чаются в расчет рыночных рисков как позиции по отдельным активам пропорционально их доле в совокупности<sup>59</sup>.

В случае, если по производным финансовым инструментам, предусматривающим поставку ценных бумаг, выбор поставляемых выпусков ценных бумаг производится непосредственно перед исполнением контракта, позиции при расчете рыночных рисков определяются исходя из того, какие выпуски ценных бумаг были бы поставлены в случае исполнения контракта на дату совершения сделки.

При расчете рыночного риска производится расчет гамма- и вега-рисков, которые впоследствии включаются в расчет валютного риска в составе рыночного риска. Как правило, гамма- и вега-риски должны рассчитываться в составе валютного риска, в рамках которого рассчитывается риск по опционам, базисный актив которых – ценная бумага. Данные риски рассчитываются по следующим формулам.

Гамма-риск рассчитывается по формуле

$$\text{гамма-риск} = \frac{1}{2} \times \Gamma \times \text{ИБА}^2,$$

где  $\Gamma$  – значение коэффициента гамма, определяемого как отношение изменения коэффициента дельта-опциона при малом изменении справедливой стоимости базисного (базового) актива к величине указанного изменения справедливой стоимости базисного (базового) актива;

ИБА<sup>2</sup> – расчетный показатель изменения справедливой стоимости базисного (базового) актива, порядок определения которого устанавливается Банком России.

В свою очередь вега-риск рассчитывается по формуле

$$\text{вега-риск} = B \times 0,25\sigma,$$

где  $B$  – значение коэффициента вега (в денежном выражении), определяемого как отношение изменения справедливой стоимости опциона при малом изменении волатильности справедливой стоимости базисного (базового) актива к величине указанного изменения волатильности справедливой стоимости базисного (базового) актива;

$\sigma$  – величина волатильности (вмененная волатильность), рассчитанная для базисного (базового) актива опционного договора.

Величины гамма- и вега-рисков по одному и тому же базисному активу должны суммироваться. Кроме того, при расчете рыночного риска, как отмечает Центральный банк России, должны определяться банком активность и ликвидность рынка для каждого финансового актива, а также обязательно проводиться ряд оценок. В частности, к ним относятся следующие:

- 1) банк должен проверять регулярность совершения операций с активом;
- 2) наличие независимых источников информации о рыночных ценах;
- 3) разница между ценами спроса и предложения актива (производного финансового инструмента);

---

<sup>59</sup> В подобном случае при расчете рыночного риска совокупность ценных бумаг включается в их корзину.

- 4) объем сделок с активом (производным финансовым инструментом)<sup>60</sup>;
- 5) количество участников рынка, осуществляющих сделки с активом (производным финансовым инструментом);
- 6) количество участников рынка, выполняющих функции маркетмейкеров;
- 7) период времени, необходимый для продажи актива (производного финансового инструмента) без существенной потери в стоимости актива<sup>61</sup>.

При определении рыночного риска все показатели для определения параметров рынка и сделок на нем должны содержаться во внутренних документах кредитной организации. В частности, это касается показателей активности и ликвидности рынка<sup>62</sup>.

При расчете рыночного риска возникает вопрос оценки величины валютного риска, который в настоящее время является его составляющей единицей. Величина валютного риска в рамках рыночного риска в кредитной организации соответствует сумме 8 % и сумме открытых валютных позиций в отдельных валютах и в золоте и сумме гамма- и вега-риска по опционам<sup>63</sup>.

Кроме того, расчет гамма- и вега-риска имеет некоторые особенности, которые заключаются в следующем:

- 1) величина ИБА в формуле расчета гамма- и вега-рисков определяется как произведение справедливой стоимости базисного актива на коэффициент 8 %;
- 2) опционы, имеющие в качестве базисного актива одинаковую валютную пару (одинаковые базисные активы и одинаковую валюту расчетов) или золото, признаются опционами с одним и тем же видом базисного актива.

Одним из важнейших рисков в составе рыночного риска представляется процентный риск. При расчете процентного риска анализируются активы, чувствительные к процентной ставке.

По мнению Центрального банка России, процентный риск рассчитывается в отношении:

- 1) долговых ценных бумаг, а также ценных бумаг, являющихся инструментами секьюритизации или повторной секьюритизации, к которым относятся ипотечные сертификаты участия;
- 2) долевых ценных бумаг с правом конверсии в долговые ценные бумаги;
- 3) неконвертируемых привилегированных акций, размер дивиденда по которым определен;
- 4) производных финансовых инструментов, базисным активом которых являются ценные бумаги, указанные в настоящем пункте, индексы ценных бумаг, ука-

---

<sup>60</sup> В данном случае коммерческий банк должен отдельно проверять сделки с финансовыми активами в условиях нестабильности, данные условия должны быть сформулированы во внутренних документах банка.

<sup>61</sup> Период времени, как правило, определяется исходя из концентрации рынка и срока удержания позиций на рынке по данной позиции.

<sup>62</sup> Во внутренних документах банка также должен быть порядок оценки возможного дополнительного оценочного снижения справедливой стоимости активов.

<sup>63</sup> Здесь имеется в виду риск по опционам, базисный актив для которых – валюта или золото.

занных в настоящем пункте, договоров, по условиям которых соответствующие требования и (или) обязательства рассчитываются на основе процентных ставок;

5) требований или обязательств по поставке денежных средств по производным финансовым инструментам (в том числе по производным финансовым инструментам, не предусматривающим поставку базисного (базового) актива), по которым рассчитывается фондовый риск или товарный риск;

6) производных финансовых инструментов, базисным (базовым) активом которых являются иностранная валюта или золото, договоров, по условиям которых соответствующие требования и (или) обязательства рассчитываются на основе курсов иностранных валют или учетных цен на золото;

7) кредитных производных финансовых инструментов.

Процентный риск, как уже ранее отмечалось, это риск активов, чувствительных к процентной ставке, он состоит из суммы специализированного, общего процентных рисков и гамма-, вега-рисков, включаемых в расчет процентного риска.

Формула выглядит следующим образом:

$$\text{ПР} = \text{СПР} + \text{ОПР} + \text{ГВР (ПР)},$$

где ПР – процентный риск;

СПР – специальный процентный риск, т. е. риск неблагоприятного изменения справедливой стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов под влиянием факторов кредитного риска, связанных с эмитентом ценных бумаг и обеспечением по ценным бумагам, а также сроков, оставшихся до погашения ценных бумаг, и валюты, в которой номинированы и (или) фондированы ценные бумаги;

ОПР – общий процентный риск, т. е. риск неблагоприятного изменения справедливой стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов, связанный с рыночными колебаниями процентных ставок, в данном случае рассматриваются ценные бумаги, чувствительные к изменению процентных ставок на рынке;

ГВР (ПР) – сумма гамма- и вега-риска по опционам, включаемым в расчет процентного риска.

При вычислении процентного риска производится расчет длинных и коротких позиций со следующими коэффициентами риска:

– в отношении ценных бумаг, не являющихся предметом секьюритизации и двойной секьюритизации, коэффициент будет варьировать от 0 до 12 %, к данной категории относятся и безрисковые ценные бумаги, у которых уровень риска будет составлять 0 %;

– в отношении бумаг являющихся предметом секьюритизации, коэффициент будет колебаться от 1,6 до 100 %, где 1,6 – это коэффициент для ценных бумаг с низким риском, 100 % – это коэффициент для бумаг с высоким риском;

– для ценных бумаг, являющихся предметом двойной секьюритизации, коэффициент будет колебаться от 3,2 до 100 %, т. е. от инструментов с низким риском к инструментам с высоким риском.

С точки зрения Центрального банка России, к безрисковым ценным бумагам относятся:

1) ценные бумаги, эмитированные Правительством Российской Федерации или Центральным банком Российской Федерации, номинированные и фондированные в рублях.

2) ценные бумаги, номинированные и фондированные в рублях, полностью обеспеченные гарантиями Правительства Российской Федерации или Центрального банка Российской Федерации;

3) ценные бумаги, эмитированные правительствами или центральными банками стран, имеющих страновые оценки по классификации экспортных кредитных агентств, участвующих в соглашении стран – членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) «Об основных принципах предоставления и использования экспортных кредитов, имеющих официальную поддержку» (далее – страновые оценки), «0», «1», а также стран с высоким уровнем доходов, являющихся членами ОЭСР и (или) Европейского союза, перешедших на единую денежную единицу Европейского союза (далее – страны с высоким уровнем доходов, являющиеся членами ОЭСР и (или) Еврозоны), номинированные и фондированные в валюте страны-эмитента (для целей настоящего Положения используется информация о страновых оценках и странах с высоким уровнем доходов, являющихся членами ОЭСР и (или) Еврозоны, размещенная на соответствующем сайте ОЭСР в информационно-телекоммуникационной сети Интернет);

4) ценные бумаги, номинированные и фондированные в валюте страны местонахождения эмитента, если они полностью обеспечены гарантиями (банковскими гарантиями) правительств или центральных банков стран, имеющих страновые оценки «0», «1», а также стран с высоким уровнем доходов, являющихся членами ОЭСР и (или) Еврозоны, номинированными в валюте страны эмитента<sup>64</sup>.

В последующем производится расчет общего процентного риска, который осуществляется в каждой иностранной валюте отдельно. Величина общего процентного риска должна представлять собой сумму величин общего процентного риска, рассчитанных в каждой валюте и пересчитанных в рубли по официальному курсу Банка России на дату расчета рыночного риска. Величина общего процентного риска может составлять от 10 до 100 %.

Специализированный процентный риск рассчитывается по группам активов – это совокупность рассчитанных рисков по ценным бумагам, производные финансовые инструменты, кредитные производные финансовые инструменты, корзинные дефолтные свопы.

Одним из важнейших элементов рыночного риска представляется фондовый риск.

Фондовый риск – это риск, возникающий при операциях на рынке ценных бумаг, не чувствительных к процентной ставке.

---

<sup>64</sup> Вопрос о безрисковости данных ценных бумаг представляется неоднозначным, но для целей расчета рыночного риска эта формулировка используется Банком России.

Фондовый риск рассчитывается в отношении следующих групп активов:

1) обыкновенных акций;

2) депозитарных расписок;

3) конвертируемых ценных бумаг (облигаций и привилегированных акций), удовлетворяющих условиям конверсии в обыкновенные акции, удостоверяющих долю владельца в праве общей собственности и (или) предоставляющих право голоса при принятии решений общим собранием владельцев ценных бумаг, в том числе ипотечных сертификатов участия, неконвертируемых привилегированных акций, в отношении которых общим собранием акционеров было принято решение о невыплате или неполной выплате дивидендов;

4) производных финансовых инструментов, в том числе кредитных производных финансовых инструментов, базисным (базовым) активом которых являются ценные бумаги, указанные в настоящем пункте, а также фондовые индексы.

Фондовый риск вычисляется по следующей формуле:

$$\text{ФР} = \text{СФР} + \text{ОФР} + \text{ГВР}(\text{ФР}),$$

где ФР – фондовый риск;

СФР – специальный фондовый риск, т. е. риск неблагоприятного изменения справедливой стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов под влиянием факторов кредитного риска, связанных с эмитентом ценных бумаг и обеспечением по ценным бумагам;

ОФР – общий фондовый риск, т. е. риск неблагоприятного изменения справедливой стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов, связанный с колебаниями цен на рынке ценных бумаг;

ГВР(ФР) – сумма гамма- и вега-риска по опционам, включаемым в расчет фондового риска.

При расчете фондового риска очевидны общие положения с расчетом процентного риска. Например, при расчете чистых позиций по производным финансовым инструментам, базисным (базовым) активом которых является индекс Мосбиржи, индекс РТС 50 или индексы акций, включаются в расчет специального фондового риска с коэффициентом риска, равным 2 %. Чистые позиции по производным финансовым инструментам, базисным активом которых являются прочие индексы акций, включаются в расчет специального фондового риска с коэффициентом риска, равным 8 %. Таким образом, коэффициент фондового риска может иметь значение от 2 до 8 %.

Общий фондовый риск – это разность между суммой чистых длинных позиций и суммой чистых коротких позиций, умноженная на коэффициент риска, равный 8 %<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Знак в данном случае не учитывается.

Важным аспектом для расчета рыночного риска представляется расчет товарного риска. Так, под товарным риском понимается риск, возникающий у банка при операциях с инструментами, чувствительными к цене товаров<sup>66</sup>.

Следовательно, необходимо определиться, к каким группам активов относится товарный риск.

По мнению Центрального банка России, товарный риск рассчитывается в отношении:

1) балансовых активов и пассивов, номинированных в драгоценных металлах (кроме золота) или в рублях, величина которых зависит от изменения установленных Банком России учетных цен на драгоценные металлы (кроме золота);

2) внебалансовых требований и обязательств по поставке товаров по договорам, по которым дата заключения договора не совпадает с датой его исполнения;

3) полученного в обеспечение по балансовым активам и (или) внебалансовым обязательствам залога;

4) производных финансовых инструментов, базисным (базовым) активом которых являются товары; договоров, по условиям которых соответствующие требования и (или) обязательства рассчитываются на основе цен на товары.

Товарный риск рассчитывается по следующей формуле:

$$TP = OTR + DTP + GBR (TP),$$

где OTR – величина основного товарного риска по позициям (кроме гамма-и вега-риска по опционам);

DTP – величина дополнительного товарного риска по позициям, кроме гамма-и вега-риска по опционам;

GBR (TP) – сумма гамма-риска и вега-риска по опционам, включаемым в расчет товарного риска.

При расчете товарного риска должны определиться единицы измерения товаров, в отношении которых происходит расчет товарного риска в количественном выражении в натуральных единицах измерения (например, в баррелях, килограммах, граммах), стандартных для соответствующего вида товара. По каждому виду товара (кроме драгоценных металлов) рассчитывается чистая позиция, исходя из его справедливой стоимости, которая пересчитывается в рубли по установленным Банком России соответствующим курсам иностранных валют по отношению к рублю на дату расчета товарного риска.

Следующим, не менее важным, представляется страновой риск. Если обратиться к позиции, высказанной Центральным банком России в 2004 г., то страновой риск представляется одним из типичных банковских рисков<sup>67</sup>.

Так, по мнению О. И. Лаврушина, страновой риск – это степень риска того, что действия суверенного правительства повлияют на способность должника,

<sup>66</sup> На товарном рынке тоже, как правило, банк имеет дело с различными ценными бумагами, напрямую связанными с товарными активами.

<sup>67</sup> О типичных банковских рисках : Письмо ЦБР № 70-т от 23.06.2004 г. // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_48195/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_48195/) (дата обращения: 16.08.2020).



связанного с данной страной, исполнить свои обязательства<sup>68</sup>. Различают риски прямые и косвенные. Некоторые ученые рассматривают страновой риск как один из подвидов кредитного риска, особенно если при данном риске происходит кредитование между нерезидентами<sup>69</sup>. Такое понимание странового риска приводит к недостаточно обоснованным суждениям о данном виде риска. Действительно, при возникновении и реализации странового риска может происходить кредитная операция между нерезидентом и резидентом Российской Федерации, но риск возникает именно из-за особенностей статуса участников сделки, и это есть специфика странового риска<sup>70</sup>.

Так, по мнению Центрального банка России, страновой риск (включая риск неперевода средств) – риск возникновения у кредитной организации убытков в результате неисполнения иностранными контрагентами (юридическими, физическими лицами) обязательств из-за экономических, политических, социальных изменений, а также вследствие того, что валюта денежного обязательства может быть недоступна контрагенту из-за особенностей национального законодательства (независимо от финансового положения самого контрагента).

В частности, исходя из данного определения, событиями странового риска могут быть факты неисполнения иностранными контрагентами обязательств из-за различного рода изменений политического и социального характера.

Таким образом, банк в своей деятельности может столкнуться с ситуацией нестабильности в экономической, политической и социальной областях деятельности.

В рамках управления страновым риском можно выделить цель и задачи, которые характерны для данного вида риска.

Так, целью управления страновым риском представляется поддержание принимаемого банком риска на уровне, определенном банком в соответствии с собственными стратегическими задачами. Приоритетным является обеспечение максимальной сохранности активов и капитала на основе уменьшения (исключения) возможных убытков<sup>71</sup>.

При определении уровня риска банком должны быть поставлены цели управления страновым риском:

- получение оперативных и объективных сведений о состоянии и размере странового риска;
- выявление и анализ странового риска, возникающего у банка в процессе деятельности;
- качественная и количественная оценка (измерение) странового риска;

---

<sup>68</sup> Банковские риски. С. 115.

<sup>69</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента. С. 363.

<sup>70</sup> При кредитовании между резидентом и нерезидентом может возникнуть ситуация возникновения странового риска.

<sup>71</sup> Уровень странового риска определяется лимитами и порядком их определения в банке. Лимиты, как правило, зависят от страны-контрагента и возможного профиля непосредственно контрагента.

– установление взаимосвязей между отдельными видами рисков с целью оценки воздействия мероприятий, планируемых для ограничения одного вида риска, на рост или уменьшение уровня других рисков;

– создание системы управления страновым риском на стадии возникновения негативной тенденции, а также системы быстрого и соответствующего случаю реагирования, направленной на предотвращение достижения страновым риском критически значительных для банка размеров (минимизацию риска).

При определении уровня странового риска следует обратить особое внимание на факторы, связанные с причинами возникновения странового риска. К этим факторам относятся:

- политическая обстановка (особенности политического режима, предсказуемость действий органов государственного и местного самоуправления, ситуации в целом);
- экономическая обстановка (как в государстве, так и во всем мире);
- социальные факторы (безработица, гражданские волнения, революции);
- стабильность и предсказуемость законодательства;
- форс-мажорные обстоятельства (военные действия, природные катаклизмы).

Особенностью возникновения странового риска является то обстоятельство, что данный риск не всегда зависит от размера капитала и, как правило, возникает вследствие действий и событий внешнего характера.

В процессе управления страновым риском важны следующие принципы:

- соответствие характеру, возможностям и размерам деятельности банка;
- внесение оперативных изменений в случае изменения внешних и внутренних факторов;
- возможность количественной оценки соответствующих параметров деятельности банка;
- непрерывность проведения мониторинга размеров определенных параметров;
- осуществление оценки риска и подготовка принятия надлежащих управленческих решений одним и тем же специально выделенным самостоятельным структурным подразделением;
- наличие самостоятельных информационных потоков по рискам.

При осуществлении управления страновым риском у банка должны быть цели, которые можно обозначить следующим образом:

- выявления, измерения и определения приемлемого уровня странового риска;
- постоянного наблюдения за страновым риском;
- принятия мер по поддержанию странового риска на уровне, не угрожающем финансовой устойчивости банка и интересам его кредиторов и вкладчиков.

Важнейшим элементом для понимания процесса управления страновым риском являются причины этого риска. Все причины можно разделить на две категории: внешние и внутренние. Данные категории зависят от места возникновения риска<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> Место возникновения странового риска может быть обусловлено действиями как стран и контрагентов – нерезидентов, так и действиями страны-резидента или соответствующих органов государственной власти этой страны.

В практике деятельности банка внешние и внутренние причины возникновения странового риска могут быть определены следующим образом.

К внутренним причинам относятся:

- несоответствие внутренних документов банка законодательству иностранных государств;
- неспособность банка своевременно приводить свои внутренние документы и правила в соответствие с изменениями условий деятельности: при осуществлении валютного банковского обслуживания, при разработке и внедрении новых форм и условий осуществления банковских операций и сделок, финансовых инноваций и технологий, при выходе на новые рынки (по видам услуг, по видам валют и по территориальной (страновой) принадлежности);
- ошибочные условия договоров, процедур, тарифов;
- нарушение банком условий договоров, процедур, тарифов.

К внешним причинам возникновения странового риска можно отнести следующие:

- неисполнение иностранными контрагентами (юридическими, физическими лицами) обязательств из-за экономических изменений условий его деятельности;
- неисполнение иностранными контрагентами (юридическими, физическими лицами) обязательств из-за политических изменений условий его деятельности;
- неисполнение иностранными контрагентами (юридическими, физическими лицами) обязательств из-за социальных, в том числе правовых, изменений условий его деятельности.

Как видно из вышеизложенного, основной внешней причиной возникновения странового риска является неисполнение иностранным контрагентом условий договора из-за обстоятельств различного характера.

В процессе управления страновым риском большинство коммерческих банков выделяют основные этапы:

- выявление странового риска;
- оценка странового риска;
- мониторинг странового риска;
- контроль и (или) минимизация странового риска.

В целом в банке должна быть сформирована целая система определения рисков. Это касается и определения уровня странового риска.

Система рисков может состоять из совокупности соответствующих элементов, например, следующих:

- система пограничных значений (лимитов);
- система полномочий и принятия решений;
- информационная система;
- система мониторинга законодательства;
- система контроля.

Важнейшим элементом в определении уровня странового риска является определение странового лимита для банка.

Страновым лимитом является тот предел средств, который может быть выдан контрагенту соответствующей страны<sup>73</sup>.

При определении уровня странового риска в банке, как правило, применяется следующая методика:

1. Страновой риск зависит от политико-экономической стабильности стран-клиентов, стран-контрагентов, импортеров или экспортеров, работающих с банком. Одним из возможных способов оценки уровня странового риска является индекс Moody's (рейтинговое агентство Moody's Investors Service).

2. Для целей выявления и оценки признаков возникновения странового риска банк осуществляет применение индекса Moody's, изменение состояния и размера которого в каждом конкретном случае означает возникновение иной характеристики конкретного направления деятельности банка и, соответственно, принятие банком качественно иного странового риска.

3. Индексы Moody's сотрудник организационно-контрольного отдела получает в сети Интернет на официальном сайте агентства ([www.moody.com](http://www.moody.com)).

4. Присвоив индекс Moody's контрагенту, сотрудник внутреннего подразделения банка сверяет его с ранее полученными данными по данной стране/банковской операции<sup>74</sup>:

– в случае присвоения индекса из группы II банк не осуществляет операции с контрагентом;

– в случае присвоения индекса из группы I производится обращение к ранее полученным данным. Если контрагент не входит в перечень указанного Приложения, индекс должен понизиться на 2 пункта, после чего сотрудник должен посмотреть и скорректировать лимиты по стране.

При проведении контроля за уровнем странового риска в информационно-учетной системе банка, на основании введенных показателей оценки уровня странового риска должны формироваться следующие документы:

- «Оценка уровня странового риска»;
- «Результаты оценки уровня странового риска в динамике».

В процессе расчета уровня странового риска лимит на страну определяется по схеме, отраженной в табл. 19.

Балльная оценка должна производиться на основании методики ОЭСР (Организации экономического содействия и развития в Европе).

Согласно методики данной организации предполагается разделение всех стран в одну из категорий (от 0 до 7), где ноль предполагает минимальный уровень странового риска. Впоследствии для каждой категории стран предполагается использование показателя минимального размера премии за риск.

<sup>73</sup> В практике банковской деятельности могут встречаться случаи предоставления валютных ресурсов сверх лимита, но не следует забывать, что это, во-первых, разовые операции; во-вторых, у банка скорее всего было какое-то обстоятельство, существенно снижающее риск операции. Например, возможно, был залог в виде ликвидного, безрискового имущества.

<sup>74</sup> При определении странового риска в деятельности кредитной организации.

**Расчет уровня пограничных значений лимитов,  
используемых для оценки странового риска**

Страновая оценка, баллы <sup>75</sup>	Коэффициент риска, % <sup>76</sup>	Собственный капитал банка, рублей	Максимальный размер риска, %	Лимит на страну, рублей	
1	2	3	4	5	
0	20	Строка 000 из отчетности по форме 0409134	0–50	(4) × (3)/(2)	
1					
2					
3	50				
4					100
5					
6					
7	150				

Страновые оценки для остальных стран определяются по методологии классификации странового риска, которая состоит из нескольких элементов, а именно:

– количественная модель оценки странового риска – оценка странового риска, включающего в себя следующие группы индикаторов: опыт обслуживания обязательств страны, финансовой и экономической ситуации. Подобная модель включает в себя различные этапы, которые состоят из оценки трех групп показателей риска, далее производится расчет показателей и установление удельного веса индикатора риска. В случае необходимости конкретизации результатов производится корректировка модели;

– качественная модель содержит оценку политического риска и других качественных факторов странового риска, не учтенных ранее, в разграничении по странам для включения в итоговый результат.

В настоящее время Банк России рекомендует использовать методику ОЭСР в деятельности коммерческих банков. Коэффициенты странового риска можно увидеть в табл. 20.

Помимо методики ОЭСР могут быть использованы методики других агентств при определении уровня странового риска.

<sup>75</sup> Производится по методике ОЭСР.

<sup>76</sup> Коэффициент риска определяется согласно Инструкции Центрального банка России № 199-И от 29.11.2019 г. «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией».

Т а б л и ц а 20

**Коэффициенты странового риска**

Страновая оценка ОЭСР	0–2 <sup>77</sup>	3	4–6	7
Коэффициент странового риска, % <sup>78</sup>	20	50	100	150

В практике банков используются методики следующих агентств:

1. Bank of America World Information Services.

Bank of America на основе 10 экономических показателей оценивает уровень странового риска для 80 государств. Оценка по каждому из индикаторов, а также итоговая оценка (усредненное значение по всем показателям) варьируются от 1 (наименьшие трудности) до 80 (наибольшие проблемы). Своим клиентам Bank of America предлагает оценки странового риска в текущем году, исторические данные за 4 года и прогноз на 5 лет.

2. Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A.

В данной методике оценка странового риска (для 50 стран) основана на среднем арифметическом трех составляющих: политический риск (взвешенная оценка 10 политических и социальных переменных), операционный риск (взвешенная с помощью экспертов оценка 15 экономических, финансовых и структурных переменных) и R-фактор (взвешенная оценка существующей законодательной системы, валютного курса, валютных резервов и внешнего долга). Наименьшему значению риска на используемой BERI шкале соответствует 100, наибольшему – 0. Прогноз уровня риска осуществляется на 1 год и 5 лет.

3. Control Risks Group (CRG).

Проводимое CRG измерение политического риска (118 стран) основано на оценке трех показателей. На основании экспертных заключений итоговое значение риска может варьироваться между следующими значениями: «незначительный», «низкий», «средний», «высокий», «крайне высокий». Прогнозирование заключается в построении различных сценариев развития событий.

4. Economist Intelligence Unit.

Оценка странового риска производится для 100 стран и базируется на четырех составляющих: политическом риске (22 % в общей оценке; состоит из 11 показателей); риске экономической политики (28 %; 27 переменных); экономико-структурном риске (27 %; 28 переменных) и риске ликвидности (23 %; 10 переменных).

<sup>77</sup> В данной группе есть возможность поставить уровень риска от 0 до 20 %, коммерческие банки стараются поставить максимальный уровень риска по группе, т. е. 20 %.

<sup>78</sup> Коэффициент уровня риска определяется в соответствии с Инструкцией Центрального банка России № 199-И от 29.11.2019 г. «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией».

Полученные численные значения риска, расположенные на шкале, – 0 (самый низкий риск), 100 (самый высокий риск), конвертируются соответственно в буквенную шкалу: А–Е.

#### 5. Euromoney.

Euromoney в своей модели оценки уровня странового риска использует оценки по 9 категориям: экономические данные (25 % в оценке), политический риск (25 %), долговые показатели (10 %), невыплачиваемые или реструктурированные во времени долги (10 %), кредитный рейтинг (10 %), доступ к банковским финансам (5 %), доступ к краткосрочным финансам (5 %), доступ к рынкам капитала (5 %), дискант по форфейтингу (5 %). При этом оценка политического риска производится на основе экспертных заключений по шкале от 0 (высокий риск) до 10 (низкий риск). Результирующее значение странового риска варьируется от 0 (наибольший риск) до 100 (наименьший). Данные числовые значения конвертируются в 10 буквенных категориях: от AAA до N/R.

#### 6. Institutional Investor (II).

Измерение уровня риска (кредитоспособности) (более 135 стран), проводимое агентством Institutional Investor, построено на опросе экспертов, которые выделяют и оценивают наиболее существенные для риска факторы. Полученные оценки взвешиваются в зависимости от эксперта и усредняются. Итоговый рейтинг лежит в числовом промежутке от 0 (очень высокая вероятность дефолта) до 100 (наименьшая вероятность дефолта).

#### 7. International Country Risk Guide (ICRG).

ICRG представляет оценку странового риска для 140 стран. Данная модель основана на оценках трех составляющих странового риска: политическом (50 пунктов из 100 в общей оценке; 12 переменных), финансовом (25 из 100; 5 переменных) и экономическом (25 из 100; 5 переменных) рисках. Каждая из 22 переменных оценивается по собственной шкале, максимальные значения которых в сумме дают 100. На результирующей шкале максимальному риску соответствует 0, минимальному – 100.

#### 8. Standard & Poor's Ratings Group (S & P).

Рейтинговая методология S & P основана на результатах прогнозирования способности обслуживать долги, вероятности дефолта. Она включает в себя оценку политического риска (3 фактора) как желание страны платить вовремя по долгам и экономического (5 факторов) как способность платить по долгам. Ранжирование стран осуществляется на основе 3-буквенной рейтинговой системы: от AAA до D.

Отдельно необходимо остановиться на методике Moody's.

Данное агентство рассматривает любую страну, исходя из 6 (шести) направлений исследования:

1. Ликвидность – отражает возможность обслуживания долга (величина резервов):

- в процентах от дефицита статей платежного баланса;
- в динамике для покрытия дефицита по импортным операциям.

2. Экономическая и социальная стабильность. Показатель используется для определения настоящей и будущей способности страны обслуживать долги, должны рассчитываться показатели:

- изменение ВВП на душу населения;
- изменение в абсолютных значениях ВВП;
- структура пополнения бюджета и динамика его расходов;
- потребление электроэнергии на душу населения;
- уровень образования – доля посещающих средние специальные учреждения и высшие учебные заведения.

3. Степень финансовой стабильности в статике, динамике, прогноз по стабильности:

- динамика ИПЦ (индекса потребительских цен);
- размер резервов и денежной массы в процентах от ВВП.

4. Платежный баланс. Его состояние характеризует динамику потоков наличности и финансовых взаимосвязей:

- изменение уровня экспорта;
- сальдо и вид в разрезе внешней торговли;
- величина чистых прямых инвестиций и их соотношение с дефицитом статей платежного баланса государства.

5. Финансовые стимулы. Характеризует возможность руководства страны и центрального банка направлять золотовалютные резервы и валютные ресурсы на внутренние товарные рынки для уравнивания оттока капитала. Агентством проводится анализ фактического уровня всех видов процентных ставок в экономике страны. В частности, например, процентные ставки по банковским кредитам подвержены влиянию на них условий на рынке и изменения спроса и предложения ссуд.

6. Размер и порядок обслуживания внешнего и внутреннего долга. Размер и динамика данного фактора отражают значимость долговых обязательств по сравнению с доходом и размером ресурсов:

- анализируется внешний государственный долг в процентах от ВВП.
- рассчитывается коэффициент обслуживания внешнего долга.

Страновую оценку рейтингов агентства Moody's отражает табл. 21.

В дальнейшем структурным подразделением банка составляется таблица оценки факторов уровня странового риска (табл. 22).

В табл. 22 могут быть включены и иные макроэкономические показатели, характеризующие экономики государств, например, динамика золотовалютных резервов, динамика стоимости долговых обязательств государства. Все показатели указываются на текущий календарный год.

При оценке уровня странового риска можно воспользоваться методикой Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР).



## Страновая оценка рейтингов агентства Moody's

№	Значение шкалы	Характеристика
1	Aaa	Рейтинги инвестиционной категории (группа I)
2	Aa1	
3	Aa2	
4	Aa3	
5	A1	
6	A2	
7	A3	
8	Baa1	
9	Baa2	
10	Baa3	
11	Ba1	Рейтинги со спекулятивными характеристиками (группа II)
12	Ba2	
13	Ba3	
14	B1	
15	B2	
16	B3	
17	Сaa1	
18	Сaa2	
19	Сaa3	
20	Са	
21	С	
22	D	

Специалисты ЕБРР при расчете странового риска учитывают следующие показатели:

- макроэкономическая стабильность;
- условия налогообложения;
- правовой порядок (включая коррупцию) и качество судебной системы;

Таблица 22

## Оценка факторов странового риска

Страна	Макроэкономические показатели			Членство в ФАТФ/ОЭСР	Суверенный рейтинг страны	Суверенный рейтинг страны	Лимит на страну, у. е.	Прочие факторы (при наличии)	Балл
	Уровень инфляции, %	Уровень ставки рефинансирования, %	Иные показатели						
Чехия	1,8 низкий	0,75 низкий	.....	Нет/да	A	0	1 750	.....	1
США	1,6 низкий	0,25 низкий	.....	Да/да	AAA	0	1 750	.....	1
Швейцария	0,5 низкий	0,25 низкий	.....	Да/да	AAA	0	1 750	.....	1
Бразилия	6 высокий	11,75 высокий	.....	Да/нет	BVB-	3	700	.....	2
Индонезия	6,84 высокий	6,75 средний	.....	Нет/нет	BV+	4	350	.....	2,4
Украина	9,1 высокий	7,75 высокий	.....	Нет/нет	B+	7	233	.....	2,8
Количество стран									6
Средний балл									1,7

- состояние финансов предприятий;
- состояние инфраструктуры.

В дальнейшем проводится анализ событий странового риска за 6 месяцев и составляется таблица следующего типа (табл. 23).

Т а б л и ц а 23

## События странового риска

События странового риска	Дата	Контрагент	Описание	Количество случаев
Неисполнение иностранными контрагентами обязательств				
Неперевод средств от иностранных контрагентов				
Недоступность валюты для контрагента				
Расторгнутые сделки с иностранными контрагентами по инициативе банка				
Расторгнутые сделки с иностранными контрагентами по инициативе контрагента				
Итого случаев				0
Балл				1

В результате уровень странового риска может быть определен как низкий, умеренный, высокий. По результатам оценки уровня странового риска в банке составляется таблица с результатами, которая выглядит следующим образом (табл. 24).

В табл. 24 отмечается далее, каков уровень риска по каждой группе, т. е. по группе описание событий странового риска, мониторинг банковских операций и оценка факторов риска.

Представленная методика определения уровня странового риска отражает основные этапы идентификации и оценки уровня и степени странового риска. Страновой риск в данном аспекте может быть изучен и подход может вполне быть применим.

Т а б л и ц а 24

**Уровень странового риска**

Уровень риска	Низкий	Средний	Высокий
<i>Описание события странового риска</i>			
Количество случаев странового риска	0	1–3	4 и более
<i>Мониторинг банковских операций</i>			
Международный рейтинг контрагента	Инвестиционная категория ВВВ–/Ваа3 и выше	Спекулятивная категория от В–/В3 до ВВ+/Ва1	Дефолтная категория ССС+/Саа1 и ниже / отсутствие рейтинга
Лимит на страну	Соблюдается	–	Нарушается
<i>Оценка факторов риска в странах</i>			
Макроэкономические показатели	Низкий/высокий уровень	Средний уровень	Высокий/низкий уровень
Суверенный рейтинг	Инвестиционная категория ВВВ–/Ваа3 и выше	Спекулятивная категория от В–/В3 до ВВ+/Ва1	Дефолтная категория ССС+/Саа1 и ниже / отсутствие рейтинга
Страновая оценка	0–2	3–5	6–7
Членство в ФАТФ/ОЭСР	Страна входит в состав ФАТФ/ОЭСР	Страна ведет переговоры о вступлении в ФАТФ/ОЭСР	Страна не входит в ФАТФ/ОЭСР
Балл	1	2	3

**Вопросы для самопроверки**

1. Что представляет собой классификация банковских рисков?
2. Раскройте понятие низких рисков, приведите их особенности.
3. Сформулируйте определение кредитного риска.
4. Перечислите принципы формирования резерва на временные потери по ссудам.
5. Что включают группы риска, формируемые коммерческим банком в рамках кредитного риска?
6. Раскройте понятие портфеля однородных ссуд.
7. Сформулируйте определение операционного риска.
8. Каковы риски, включаемые в расчет рыночного риска банка?
9. Охарактеризуйте ИБА в расчете гамма-риска.

10. Какие риски включает в себя фондовый риск?
11. Сформулируйте определение странового риска.
12. Каковы цели управления страновым риском?
13. Перечислите основные документы, формируемые при оценке уровня странового риска.
14. Перечислите основные показатели методики ЕБРР при оценке уровня странового риска.
15. Приведите основные группы странового риска.

### Список рекомендуемой литературы

Банковские риски : учебник / под ред. О. И. Лаврушина, Н. И. Валенцевой. – Москва : КНОРУС, 2018. – 296 с. – ISBN 978-5-406-04738-5.

*Бедрединов Р. Т.* Управление операционными рисками банков : практические рекомендации / Р. Т. Бедрединов. – Москва : Альпина Паблишен, 2014. – 190 с. – ISBN 978-5-9614-3643-3.

*Волков А. А.* Управление рисками в коммерческом банке / А. А. Волков. – 3-е изд., испр. и доп. – Москва : ОМЕГА-Л, 2015. – 156 с. – ISBN 978-5-370-02991-2.

*Воронцовский А. В.* Управление рисками / А. В. Воронцовский. – 2-е изд. – Москва : Юрайт, 2019. – 485 с. – ISBN 978-5-534-12206-0.

*Вяткин Н. В.* Риск-менеджмент / Н. В. Вяткин, В. А. Гамза, Ф. В. Маевский. – Москва : Юрайт, 2015. – 365 с. – ISBN 5-94798-273-0.

*Казимагомедов А. А.* Банковские риски : учебное пособие / А. А. Казимагомедов, А. А. Абдулсаламова. – Москва : Кнорус, 2020. – 195 с. – ISBN 978-5-406-01048-8.

*Ларионова И. В.* Риск-менеджмент в коммерческом банке / И. В. Ларионова. – Москва : Кнорус, 2015. – 456 с. – ISBN 978-5-406-02907-7.

Оценка и анализ рисков / Т. Г. Гурнович, Е. А. Остапенко, С. А. Молчаненко ; [под общ. ред. Т. Г. Гурнович]. – Москва : Кнорус, 2019. – 252 с. – ISBN 978-5-406-05701-8.

*Тепман Л. Н.* Управление банковскими рисками / Л. Н. Тепман, Н. Д. Эриашвили. – Москва : Юнити-дана, 2013. – 311 с. – ISBN 978-5-238-02469-1.

Финансово-экономические риски : учебное пособие / Е. Г. Князева, Л. И. Юзвович, Р. Ю. Луговцов, В. В. Фоменко. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. – 112 с. – ISBN 978-5-7996-1459-1.

*Шапкин А. С.* Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – Москва : «Дашков и К°», 2012. – 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

*Шаталова Е. П.* Банковские рейтинги в системе риск-менеджмента: процедуры мониторинга банковских рейтингов / Е. П. Шаталова. – Москва : Кнорус, 2019. – 248 с. – ISBN 978-5-4365-2587-7.

*Шаталова Е. П.* Оценка кредитоспособности заемщиков в банковском риск-менеджменте / Е. П. Шаталова, А. Н. Шаталов. – Москва : Кнорус, 2015. – 168 с. – ISBN 978-5-4060-5259-4.

Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова. – Москва : Альпина Бизнес Букс, 2012. – 878 с. – ISBN 978-5-9614-2284-9.

## РИСКИ, ВОЗНИКАЮЩИЕ НА СТРАХОВОМ РЫНКЕ

### 4.1. Особенности функционирования субъектов страхового дела. Экономическая природа рисков страховщика

Как известно, деятельность любого хозяйствующего субъекта сопряжена с возникновением различных рисков, причем такие финансовые институты, как страховые организации, подвержены влиянию и негативному воздействию рисков фактически с двух сторон: с одной стороны, они принимают на себя чужие риски, которые им передаются по различным договорам страхования и перестрахования, а с другой – в процессе инвестиционной и иной деятельности у страховщика возникают его собственные финансовые риски, связанные с невозвратом вложенных средств или недополучением прибыли.

Таким образом, характерной особенностью страхового бизнеса является то, что, с одной стороны, страхование как основной вид услуг страховой компании выступает одним из методов управления риском, а с другой, страховая компания как субъект рынка сама потенциально подвержена целому ряду рисков.

В основе страхования лежит понятие риска как случайного события, приводящего к ущербу. В развитии этого понятия выделяются три ступени:

1. Риск определяется в самом общем виде как вероятностное распределение результатов хозяйственной деятельности субъекта.

2. Риск определяется как отклонение фактических результатов от их плановых ожиданий. Достижимые результаты отклоняются в ту или иную сторону, и эти отклонения являются выражением риска.

3. Риск определяется как распределение вероятностей неблагоприятных результатов<sup>1</sup>. Это также можно сформулировать как вероятностное распределение ущерба.

Способами бытия риска являются пространство и время (риск располагается во времени и пространстве, как любая другая система), но с тем условием, что наступление ущерба в каждом конкретном случае неизвестно, причем эта неизвестность касается места и времени наступления.

Распределение риска в пространстве характеризуется протяженностью, структурностью, трехмерностью, а во времени – процессуальностью, длительностью, одномерностью и однонаправленностью. Риск одновременно существует на разных территориях, но распределен он неравномерно как в пространстве, так и во времени, что выражается в зависимости вероятности наступления неблагоприятного события и суммы ущерба от временной и пространственной координат. Так, напри-

---

<sup>1</sup> Основы страховой деятельности : учебник / отв. ред. проф. Т. А. Федорова. М. : Изд-во БЕК, 2001.

мер, вероятность и последствия от эпидемий в России больше, чем в Швейцарии, что подтверждает пространственное распределение риска; в межсезонье, в условиях гололеда, вероятность ДТП и связанных с ним страховых событий, как известно, выше, чем летом – временное распределение.

Распределение риска в пространстве и времени носит явно неравномерный характер, так как вероятностные характеристики существенно зависят от пространственных и временных координат. Согласно аксиоме неповторяемости любое поле рисков изменяется во времени, не повторяясь даже для близких ситуаций и сходных систем независимо от степени их идентичности.

В каждой области деятельности человека сформировался набор приемов и методов выравнивания локальных неоднородных рисков, при этом наиболее логичным методом перераспределения риска на макроуровне является страхование как социально-экономический институт. Страхование, по сути дела, представляет собой передачу риска от страхователей к страховщику, который в процессе своей профессиональной деятельности перераспределяет эти риски в соответствии со страховым принципом солидарной ответственности.

Солидарное участие страхователей перераспределяет риск во времени и пространстве в направлении выравнивания риска между страхователями. Так, например, риск пожара для страхователя – предприятия А со стоимостью объекта  $p_1$ , расположенного в одном районе и риск пожара предприятия Б со стоимостью объекта  $p_2$ , расположенного в другом районе, очевидно, распределен неравномерно. Но при наступлении страхового случая с предприятием Б страхователь А принимает участие в возмещении ущерба, поскольку передает свою страховую премию в общий страховой фонд, хотя находится в другом месте и платит из расчета стоимости объекта  $p_1$ .

Таким образом, процесс прямого страхования связан с перераспределением объективно распределенного риска. Основой для оценки первичного риска является статистика за ряд лет, которая находит свое выражение в страховом тарифе.

Необходимо подчеркнуть, что перераспределение или выравнивание риска путем страхования имеет существенную особенность по сравнению с другими методами управления рисками, а именно: страхование фактически расщепляет исходный риск на два риска – риск страховщика и риск страхователя. Эти риски существенно разнятся по своим характеристикам – вероятности наступления неблагоприятного события и ущербу. Вероятность наступления события, принятого на страхование, уменьшается ввиду проведения предупредительных мероприятий, финансирование которых частично производится из средства резерва предупредительных мероприятий, сформированного страховщиком (рис. 14).

Величина ущерба также уменьшается и равняется величине исходного риска за вычетом стоимости страховой услуги. Риск страхователя существенно отличается от исходного риска, поскольку ущерб понижается до величины стоимости страховой услуги, а вероятность повышается до величины, близкой к единице.

Изложенные выше рассуждения позволяют оценить необходимость введения такой экономической категории, как *стоимость риска*, являющейся интеграль-

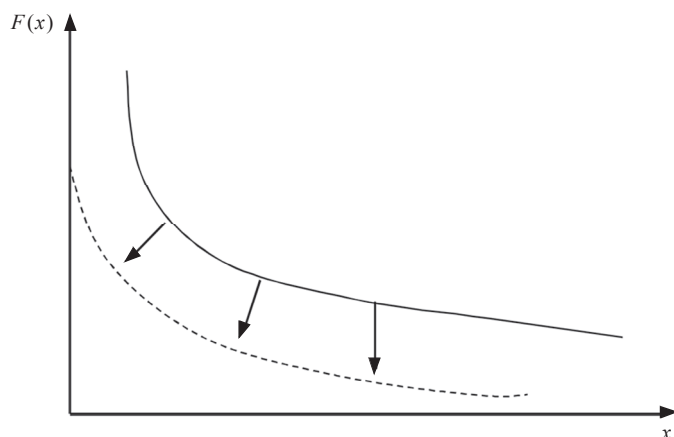


Рис. 14. Кривая риска при осуществлении и неосуществлении предупредительных мероприятий

ной характеристикой, объединяющей вероятность и ущерб. Существуют несколько мотиваций подобной дефиниции:

- во-первых, наличие такого понятия подтверждает право самой категории риска причислить к экономической категории, в частности к финансовой;
- во-вторых, это понятие является удобным критерием для принятия решения при управлении риском в условиях частичной или полной неопределенности, например, принятия решения на передачу риска в страхование или решения сохранения риска на ответственности лица, принимающего данное решение (этим лицом может быть и сам страховщик);
- в-третьих, риск получает денежный эквивалент, что очень удобно при финансовом анализе рискованной экономической ситуации.

Перераспределение риска через систему страхования значительно снижает степень неопределенности в обществе, ведущую к хаосу, и таким образом способствует снижению энтропии в обществе, упорядочивая происходящие вокруг процессы.

Но следует отметить, что перераспределение риска на этом не заканчивается, поскольку, принимая на страхование риски, страховые организации сами становятся носителями риска. В то время как риски между страхователями выравниваются, появляются новые риски, в частности, риски невыполнения или недостаточного выполнения страховщиками своих обязательств, о которых пойдет речь ниже.

Как уже отмечалось в гл. 1, риски можно классифицировать по различным признакам, одним из которых выступает критерий дифференциации по возможному результату, разделяющий риски на чистые и спекулятивные. Страховые риски относятся к чистым рискам по следующим причинам. Как известно, страховой риск – это вероятность предусмотренного условиями страхования события, в результате наступления которого страховщик обязан выплатить страховое возмещение (страховую сумму). Таким образом, реализация страхового риска – это



наступивший страховой случай. В такой ситуации страховщик имеет два возможных варианта действий: выполнять свои обязанности по выплате страхового возмещения или не выполнять (если, конечно, есть причины и законные основания). Следовательно, вариант выигрыша здесь не предусмотрен изначально, в любом случае для страховщика реализация страхового риска – это потери (проигрыш), связанные с расходом средств страховых резервов, либо отсутствие потерь (нулевой результат). По нашему убеждению, страховую премию, получаемую страховщиком при заключении договора страхования, нельзя считать выигрышем при ненаступлении страхового случая, поскольку ее получение не имеет причинно-следственной связи с реализацией страхового риска (наступления страхового события).

Для уточнения роли и места риска в страховом бизнесе имеет смысл рассмотреть причинно-следственную связь понятий с точки зрения исследования операций<sup>2</sup>:

ИНТЕРЕСЫ субъекта => ЦЕЛИ субъекта => ВОЗМОЖНЫЕ РЕШЕНИЯ (альтернативы) субъекта, направленные на достижение цели => ХАРАКТЕРИСТИКА РЕШЕНИЙ (факт достижения целей сделки – РЕЗУЛЬТАТ, неопределенность достижения целей сделки – РИСК) => ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕШЕНИЙ (мера результата, мера риска) => ПОЛЕЗНОСТИ РЕШЕНИЙ – оценка субъектом целесообразности решения (удовлетворение интересов субъекта) => ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ (выбор наиболее полезного для субъекта решения).

С целью более четкого представления сути риска в принятии решения в страховом бизнесе рассмотрим одну модель исхода страховой сделки (сделки страховщика и страхователя).

Пусть страховщик и страхователь (далее – клиент) заключили договор страхования. После вступления договора в силу отношения страховщика и клиента могут развиваться двумя путями в зависимости от наступления или ненаступления страхового случая:

1) если за период действия договора страховой случай не наступает, то страховщик приобретает, а клиент теряет страховой взнос;

2) при наступлении страхового случая страховщик теряет, а клиент приобретает страховое возмещение при условии, что страховщик выполнит свои обязательства (поскольку, как известно, имеют место случаи, когда страховщики по разным причинам отказываются от выплаты возмещений).

Тогда математическую модель страховой сделки, адекватную данному описанию, можно представить как совокупность двух случайных величин следующего вида:

а) исход сделки для страховщика (ИС):

$$ИС = \begin{cases} -(В - П), & \text{с вероятностью наступления страхового случая } P; \\ + П, & \text{с вероятностью ненаступления страхового случая } (1 - P); \end{cases}$$

<sup>2</sup> Юлдашев Р. Т., Тронин Ю. Н. Российское страхование: системный анализ понятий и методология финансового менеджмента. М. : Анкил, 2000.

б) исход сделки для клиента (ИК):

$$\text{ИК} = \begin{cases} + (В - \Pi), \text{ с вероятностью } Н \text{ выполнения страховщиком своих} \\ \text{обязательств в условиях наступления страхового случая} \\ \text{с вероятностью } Р; \\ - (В + \Pi), \text{ с вероятностью } (1 - Н) \text{ невыполнения страховщиком} \\ \text{своих обязательств в условиях наступления страхового случая} \\ \text{с вероятностью } Р; \\ - \Pi, \text{ с вероятностью ненаступления страхового случая } (1 - Р), \end{cases}$$

где  $\Pi$  – сумма страховой премии;

$В$  – сумма страхового возмещения;

$Н$  – вероятность выполнения страховщиком своих обязательств при наступлении страхового случая;

$Р$  – вероятность наступления страхового случая.

Из приведенной модели видно, что наступление страхового случая – нежелательное событие как для страховщика, так и для его клиента-страхователя, поскольку, как правило, оба несут потери. Но возможность его наступления – это объективная реальность, и признание этого факта субъектами страховой деятельности не является для них риском.

При этом следует отметить разную природу риска субъектов при заключении договора страхования. Риск страховщика (неопределенность получения прибыли) имеет только объективную компоненту, характеризующую неопределенность в наступлении страхового случая. Риск страхователя имеет как субъективную компоненту – неопределенность в надежности страховщика, так и объективную – неопределенность в наступлении страхового случая.

Но кроме рисков, принимаемых по договорам страхования, в страховой организации возникают и другие риски, которые могут иметь как объективную, так и субъективную компоненту.

Вообще, риски, возникающие в таких финансовых институтах, как страховые компании, учитывая их двустороннюю подверженность различным факторам (о чем было сказано выше), можно классифицировать следующим образом (рис. 15):

– риски, связанные со страховой деятельностью, которые, в свою очередь, подразделяются на риски, принимаемые по договорам страхования, и риски, возникающие при обслуживании договоров;

– риски, не связанные со страховой деятельностью, которые, как правило, проявляются в рисках внешней рыночной среды, а именно: природные, политические и экономические риски.

Рассмотрим основные риски, характерные для деятельности страховых организаций, более подробно.

### 1. Рыночный риск

Рыночный риск представляет собой возможность потерь, связанных с неблагоприятными движениями финансовых рынков. Рыночный риск имеет макроэконо-

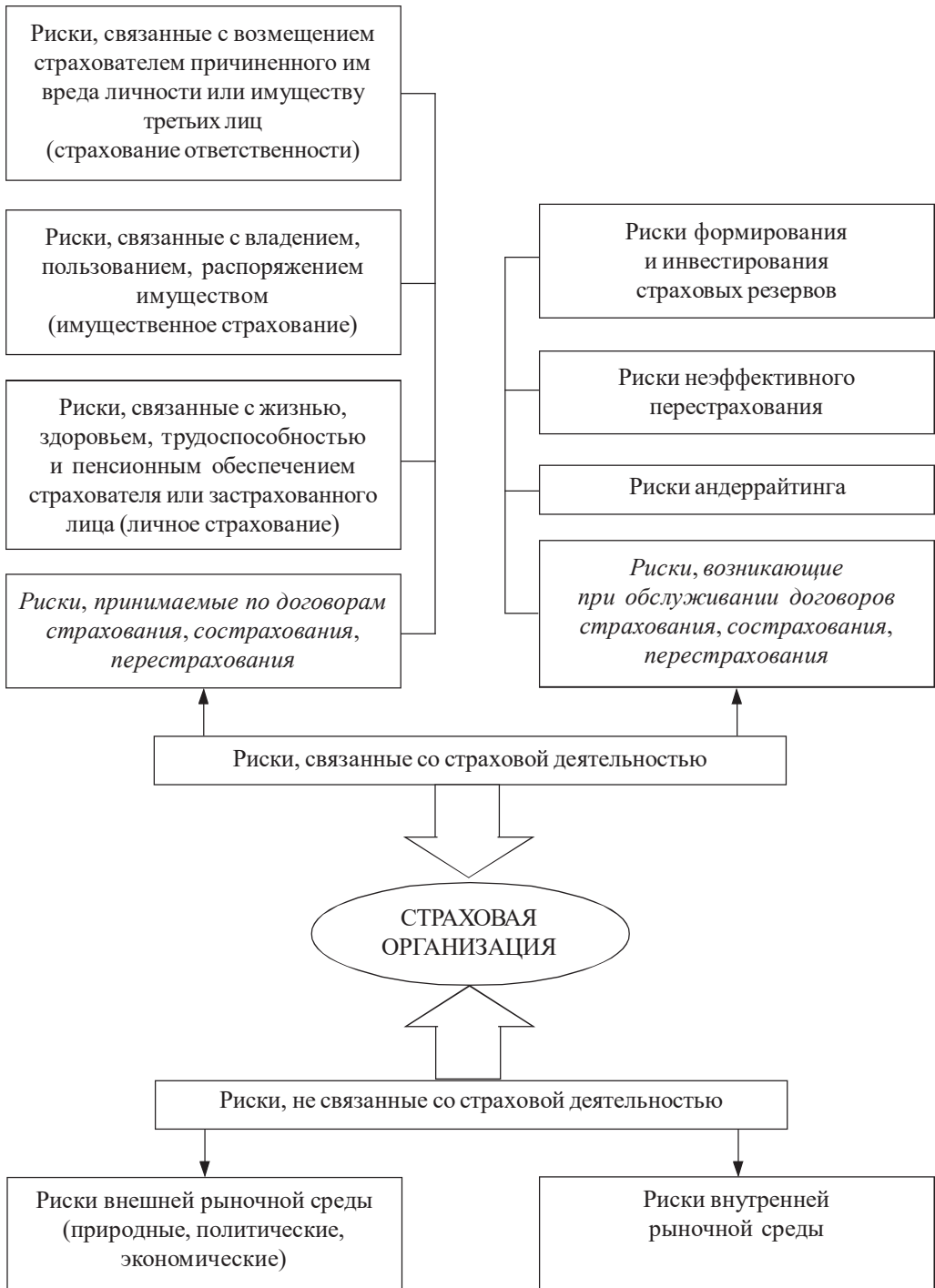


Рис. 15. Риски, возникающие в страховом бизнесе

мическую природу, т. е. источниками рыночных рисков являются макроэкономические показатели финансовой системы – индексы рынков, кривые процентных ставок и т. д.

Основными видами рыночных рисков являются:

- *валютный риск* – риск потерь, связанный с неблагоприятным изменением курсов валют;
- *процентный риск* – риск потерь, связанный с неблагоприятными изменениями процентных ставок;
- *ценовой риск* – риск потерь, связанный с неблагоприятным изменением цен на активы, ценовых индексов на товары, корпоративные ценные бумаги;
- *инфляционный риск* – риск потерь, связанный с изменением уровня инфляции в стране.

Страховые компании являются крупными эмитентами и инвесторами на рынке долговых ценных бумаг, в связи с чем сильно подвержены процентному и ценовому риску. Функционирование крупных транснациональных компаний, осуществляющих свою деятельность на международном страховом рынке, а также компаний, проводящих по отдельным видам страхования расчеты в валюте, сопряжено с негативным воздействием валютного риска.

Ключевым понятием, используемым для оценки рыночных рисков и управления ими, является понятие «волатильность». Оценка волатильности финансовых индексов и инструментов – основной элемент наиболее популярного подхода к оценке рыночных рисков – VaR-оценки рисков.

## 2. Кредитный риск

Кредитный риск – риск потерь, связанный с ухудшением состояния заемщика, контрагента по сделке, эмитента ценных бумаг. Под ухудшением состояния (рейтинга) понимается как ухудшение финансового состояния заемщика, так и изменение деловой репутации, позиции относительно конкурентов в регионе, отрасли, снижение способности успешно завершить какой-либо конкретный проект и т. д., т. е. все факторы, способные повлиять на платежеспособность заемщика. Потери в данном случае могут быть как прямые – невозврат кредита, непоставка средств, так и косвенные – снижение стоимости ценных бумаг эмитента (например, векселей), необходимость увеличить объем резервов под кредит и т. д.

Страховые компании в достаточно высокой степени подвержены негативно-му влиянию данного вида риска, поскольку аккумулируют значительные объемы денежных средств, являясь крупнейшими инвесторами на финансовых рынках.

Следует отметить, что хотя источником кредитного риска является заемщик, контрагент или эмитент, данный риск связан в первую очередь с конкретной операцией, проводимой страховщиком или другим финансовым институтом.

## 3. Риски ликвидности

Под рисками ликвидности понимаются два достаточно сильно отличающихся друг от друга вида рисков:

- *риск ликвидности активов* возникает при продаже имеющегося финансового актива. Этот вид риска означает невозможность быстрой реализации актива

без существенного снижения стоимости. Главной мерой ликвидности является рыночная разница между ценой покупки и продажи;

- *риск ликвидности фондирования* (привлечения денежных средств) связан с тем, что в неблагоприятных обстоятельствах способность компании выполнять обязательства, покрывать денежными ресурсами требования контрагентов снижается, т. е. этот вид риска можно назвать риском платежеспособности.

Страховые компании достаточно сильно подвержены второму виду риска ликвидности – риску ликвидности фондирования. При наступлении страховых событий по крупным рискам, принятым на страхование, у страховых компаний возникают обязательства, которые они могут и не покрыть за счет средств страховых резервов, находящихся в данный момент в наличии.

#### 4. *Операционный риск*

Операционный риск можно определить как риск прямых или косвенных потерь, вызванных ошибками или несовершенством процессов, систем в организации, ошибками или недостаточной квалификацией персонала или неблагоприятными внешними событиями нефинансовой природы (например, стихийные бедствия). На наш взгляд, операционные риски можно классифицировать следующим образом:

- *риск наступления страхового события* (риски, принимаемые по договорам страхования) – риск потерь, связанный с наступлением не планируемых страховых событий в результате неблагоприятных изменений во внешней среде (климатические изменения, увеличение/сокращение продолжительности жизни и т. д.) или ошибок, допущенных при оценке рисков, принимаемых на страхование.

Риски наступления страховых событий имеет смысл дифференцировать по следующим критериям:

- *по характеру риска*: риски причинения ущерба имуществу – риски пожара, наводнения, повреждения в результате каких-либо событий; риски причинения ущерба личности и др.;

- *по объектам страхования*: здания, средства транспорта, профессиональной ответственности, жизни и т. д.;

- *по структуре объекта страхования*: индивидуальный, групповой (коллективный), институциональный;

- *по природе источника*: неопределенной природы, социально-технической природы, естественной природы;

- *риск персонала* – риск потерь, связанный с возможными ошибками сотрудников, мошенничеством, недостаточной квалификацией, неустойчивостью штата организации, возможностью неблагоприятных изменений в трудовом законодательстве и т. д.

- *риск процесса (транзакционный риск)* – риск потерь, связанный с ошибками в процессах проведения операций и расчетов по ним, их учета, отчетности, ценообразования и т. д. В страховых компаниях этот риск связан в первую очередь с неправильным определением страховых тарифов (стоимости страховых продуктов): при занижении страховых тарифов страховая компания понесет

прямые убытки по договорам страхования, а при завышении компании трудно будет реализовать свои страховые продукты, что также приведет к потерям;

- *риск технологий* – риск потерь, обусловленных несовершенством используемых технологий: недостаточной емкостью систем, их неадекватностью проводимым операциям, грубостью методов обработки данных или низким качеством и т. д.;

- *риски среды* – риски потерь, связанных с нефинансовыми изменениями в среде, в которой действует организация, т. е. изменениями в законодательстве, политике, системе налогообложения, климатическими изменениями и т. д.;

- *риски физического вмешательства* – риски потерь, являющиеся следствием непосредственного физического вмешательства в деятельность организации (стихийными бедствиями, пожарами, ограблениями, терроризмом и т. д.).

Следует отметить, что все изложенные выше группы рисков относятся (в соответствии с классификацией, приведенной на рис. 15) либо к рискам, непосредственно связанным со страховой деятельностью, либо не связанным с таковой.

## 4.2. Обеспечение финансовой устойчивости как цель управления рисками страховой организации

Как было отмечено в п. 4.1, страховые организации подвержены влиянию и негативному воздействию различных рисков фактически с двух сторон: с одной стороны, они принимают на себя чужие риски, которые им передаются по различным договорам страхования, сострахования и перестрахования, а с другой – в процессе инвестиционной и иной финансовой деятельности у страховщика возникают его собственные финансовые риски, связанные с невозвратом вложенных средств или недополучением прибыли.

Все указанное многообразие рисков, за исключением страховых рисков, принимаемых по договорам страхования и являющихся чистыми, относится к спекулятивным рискам (такие, как рыночные, финансовые, инвестиционные). Следовательно, процесс управления подобными рисками должен учитывать как неблагоприятный исход реализации риска (отрицательный результат – убытки, потери, ущерб, т. е. проигрыш), так и благоприятный (положительный эффект реализации риска – дополнительная прибыль, доход, т. е. выигрыш).

Когда говорят о *минимизации риска*, то имеют в виду первый сюжет – понятно, что вероятность реализации таких рисков необходимо снижать, а негативные последствия их реализации минимизировать. При этом цель *управления рисками* более широкая, комплексная и представляет собой оптимизацию обоих критериев, а именно: максимизацию положительного эффекта влияния рисков и минимизацию негативного воздействия в виде потерь и убытков.

*Цель риск-менеджмента в страховании – это повышение эффективности деятельности страховой компании, ее финансовой устойчивости и конкурентоспособности на рынке.*

Достижение данной цели осуществляется посредством решения задач оптимизации критериев: максимизации положительного эффекта реализации риска (дохода) и минимизации отрицательного результата (потерь).

Поэтому можно утверждать, что одна из главных целей управления рисками страховой организации – это повышение уровня ее финансовой устойчивости, поскольку повышение эффективности деятельности страховой организации невозможно без обеспечения соответствующего уровня ее финансовой устойчивости.

Как известно, на законодательном уровне<sup>3</sup> закреплены следующие факторы обеспечения финансовой устойчивости страховой организации:

- 1) экономически обоснованные страховые тарифы;
- 2) сформированные страховые резервы;
- 3) средства страховых резервов, достаточные для выполнения обязательств по страхованию, сострахованию, перестрахованию, взаимному страхованию;
- 4) собственные средства (капитал);
- 5) система перестрахования.

Если рассматривать процесс обеспечения финансовой устойчивости через призму управления рисками, то можно сделать вывод, что все указанные выше факторы являются, с одной стороны, элементами системы риск-менеджмента, и выполнение (удовлетворение) их представляет собой, с другой стороны, не что иное, как цели управления рисками, принимаемыми по договорам страхования и связанными с обслуживанием договоров страхования.

Таким образом, с одной стороны, повышение уровня финансовой устойчивости есть одна из главных целей риск-менеджмента в страховании, а с другой, эффективная система управления рисками сама является, в свою очередь, фактором и необходимым элементом системы обеспечения и повышения финансовой устойчивости страховой организации. В современных условиях изменяющейся конъюнктуры рынка и преодоления кризисных явлений уже недостаточно выполнения требований обеспечения финансовой устойчивости, установленных на государственном уровне. Поэтому существует объективная необходимость дополнения существующей системы факторов обеспечения финансовой устойчивости такими, как уровень финансового менеджмента; инвестиционная политика, предполагающая формирование оптимальных инвестиционных портфелей активов, принимаемых в покрытие страховых резервов и собственных средств; эффективная система управления рисками, возникающими в страховом бизнесе как основа финансовой устойчивости страховщика.

Главным условием нормального функционирования страхового рынка является надежность страховщиков и других субъектов страхового дела. К критериям надежности относятся: финансовая устойчивость, оперативность и полнота исполнения обязательств. В современных условиях финансовая устойчивость страхо-

---

<sup>3</sup> Об организации страхового дела в Российской Федерации : Закон РФ от 27.11.1992 г. № 4015-1 (с последними изменениями и дополнениями). Ст. 25 // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_1307/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_1307/) (дата обращения: 25.08.2020).

вых компаний является важнейшим фактором, определяющим эффективность страховой деятельности, развитие страховой системы и повышение доверия к страховому бизнесу.

Среди причин, сдерживающих динамичное развитие страхования, немаловажное место занимают проблемы ухудшения финансового состояния страховщиков, наиболее значительные из которых:

- резкое сокращение числа страховых компаний в связи с повышением требований к величине уставного капитала;
- рост числа убыточных страховых компаний, не отвечающих нормативным требованиям платежеспособности;
- банкротство известных страховых компаний.

Неспособность страховой компании выполнять свои обязательства перед страхователями подрывает саму идею страхования как способа защиты от финансовых потерь. В связи с этим обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности страховой компании должно рассматриваться в качестве главного направления регулирования деятельности страховых организаций и главной цели управления рисками. Регулирование финансовой устойчивости и платежеспособности в России и странах ЕС осуществляется в процессе государственного страхового надзора и саморегулирования.

В Законе РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» определены основные гарантии финансовой устойчивости страховщиков<sup>4</sup>, указанные выше, а также сформулированы требования к данным гарантиям.

В странах ЕС контроль и регулирование платежеспособности страховых компаний представляет собой одну из важнейших сторон деятельности органов надзора. Свобода размещения капитала для открытия дочерних предприятий, представительств в пределах ЕС обусловила необходимость единой системы контроля платежеспособности. Особое внимание в процессе страхового надзора уделяется анализу платежеспособности страховой компании, который включает в себя:

- оценку рисков, связанных с активами;
- анализ актуарного риска;
- анализ соотношения активов и обязательств;
- анализ эффективности и прибыльности.

В экономической литературе можно выделить два основных подхода к исследованию понятийного аппарата финансовой устойчивости.

При первом подходе, который в настоящее время доминирует, понятие «финансовая устойчивость страховой организации» отождествляется с понятием «платежеспособность». Сторонники второго подхода, ресурсного, связывают понятие финансовой устойчивости с конкретным состоянием финансовых ресурсов

---

<sup>4</sup> Об организации страхового дела в Российской Федерации : Закон РФ от 27.11.1992 г. № 4015-1 (с последними изменениями и дополнениями) // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_1307/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_1307/) (дата обращения: 25.08.2020).



страховой организации, предполагая, что эти две категории должны использоваться для определения различных характеристик финансового состояния.

Авторы, придерживающиеся первой точки зрения, часто определяют финансовую устойчивость страховщика как способность выполнять принятые обязательства по договорам страхования при воздействии неблагоприятных факторов. Например, А. К. Шихов под финансовой устойчивостью страховой организации понимает «имущественное и финансовое состояние, при котором величина и структура собственных и приравненных к ним средств, ликвидных активов, являющихся следствием степени совершенства организации страхования, развития его новых видов, а также массовости проведения эффективных страховых операций и режима экономии, обеспечивают в любой момент времени определенный уровень платежеспособности»<sup>5</sup>.

По мнению ряда авторов, под финансовой устойчивостью страховой организации понимается ее способность выполнить свои обязательства перед страхователями по выплатам страхового возмещения в строгом соответствии с законодательством и в оговоренные договором страхования сроки<sup>6</sup>.

Следует отметить, что такое определение финансовой устойчивости больше подходит по смыслу к термину «платежеспособность». Страховщик осуществляет свою деятельность не только через страховые операции, но и через инвестиционные и финансовые, поэтому и выполнять свои обязательства страховая компания должна не только перед страхователями, но и перед другими партнерами.

Еще одно определение финансовой устойчивости страховой компании, близкое по смыслу к определению платежеспособности, сформулировано таким образом: «под финансовой устойчивостью страховой компании понимается такое состояние ее финансов, при котором она в состоянии своевременно и в предусмотренном объеме выполнять взятые на себя финансовые обязательства перед всеми субъектами в течение всего срока действия заключенных между ними договоров»<sup>7</sup>.

Отождествление понятий «финансовая устойчивость» и «платежеспособность» встречается и в публикации Швейцарского перестраховочного общества SwissRe: «страховщик неплатежеспособен либо финансово неустойчив, если его активов недостаточно (чрезмерная задолженность) или их невозможно в нужный момент превратить в денежные средства (неликвидность), чтобы оплатить возникающие претензии»<sup>8</sup>.

Как было указано выше, такие трактовки понятия финансовой устойчивости в большей степени характеризуют платежеспособность страховой организации.

Действительно, Л. А. Орланюк-Малицкая определяет платежеспособность организации как способность хозяйствующего субъекта к своевременному вы-

<sup>5</sup> Шихов А. К. Страхование : учеб. пособие для вузов. М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. С. 81.

<sup>6</sup> См., напр.: Галагуза Н. Ф. Страхование посредники. М. : Юринфор, 1998.

<sup>7</sup> Ширинян Л. В. Достижение финансовой устойчивости страховых компаний // Финансы. 2004. № 6. С. 19.

<sup>8</sup> Телетин Я. Е. Финансовая устойчивость и платежеспособность страховых компаний // Страховое дело. 2005. № 1. С. 25.

полнению денежных обязательств, обусловленных законом или договором. Отождествление категорий, по нашему мнению, обусловлено тем, что понятия финансовой устойчивости и платежеспособности имеют практически одну и ту же природу, так как они сосредоточены на способности выполнения страховщиком принятых страховых обязательств. Можно с определенной степенью условности утверждать, что данные понятия совпадают, если предположить, что внешняя среда относительно неизменна и не приводит к серьезным колебаниям деятельности компании (в краткосрочном периоде), в противном случае отождествление понятий нецелесообразно.

Таким образом, проанализировав дискуссионные моменты в области формирования понятийного аппарата, можно сделать следующие выводы:

- во-первых, в сложившемся понятийном аппарате доминирует отождествление понятий «финансовая устойчивость» и «платежеспособность», что создает определенные трудности в разработке и применении методов их оценки;
- во-вторых, отсутствие единообразия в теоретических основах и методиках оценки финансовой устойчивости не позволяет обеспечить системный подход при выборе инструментов управления и выработке управленческих решений.

Итак, финансовая устойчивость и платежеспособность являются самостоятельными характеристиками финансового состояния страховой организации, причем акцент при определении финансовой устойчивости должен быть сделан на собственном капитале.

Проведенные исследования позволяют сформулировать понятие финансовой устойчивости страховщика следующим образом. *Финансовая устойчивость – это такое состояние финансовых ресурсов, их распределение и использование, способствующее развитию страховой организации, при котором обеспечивается безусловное выполнение обязательств перед страхователями и стабильно положительный финансовый результат.*

Определение содержания финансовой устойчивости позволяет исследовать факторы, обуславливающие ее характер.

Если отталкиваться от работ представителей классических школ менеджмента, то можно отметить, что они анализировали в первую очередь внутренние факторы управления фирмой, внешние же оставались вне поля их зрения. В конце 1950-х гг. усилилось понимание значения внешнего окружения фирмы. Следует отметить особую актуальность этого вопроса в современных условиях России, поскольку сегодня внешние факторы оказывают гораздо более значительное влияние на поведение предприятий, чем прежде. Условия внешней среды настолько жестки, что набор вариантов возможных стратегий страховых организаций очень ограничен.

Внешние факторы – те, которые страховщик, как правило, не может изменить, но должен учитывать, поскольку они сказываются на состоянии его дел и на уровне финансовой устойчивости (рис. 16).



Рис. 16. Факторы, определяющие устойчивость страховой организации

Трудно определить, какие из внешних факторов имеют приоритет, так как в основном они связаны друг с другом (изменение одного фактора может вызвать изменение других) и, следовательно, взаимосвязано их влияние на уровень финансовой устойчивости. Так, например, политические изменения, произошедшие в середине 1980-х гг. в России, вызвали крупные перемены в экономической среде, что привело к усилению уровня риска в стране, оказавшему влияние на всю предпринимательскую деятельность.

Логичным, на наш взгляд, является разделение внешних факторов на две группы: факторы прямого воздействия («ближайшее окружение») и факторы косвенного воздействия («общее окружение»).

Факторы прямого воздействия непосредственно влияют на уровень финансовой устойчивости. К этой группе следует отнести: изменения законодательства, регулирующего страховую предпринимательскую деятельность; конкуренцию страховщиков; взаимоотношения с хозяйствующими партнерами; налоговую систему.

Трудно определить, какие из внешних факторов имеют приоритет, так как в основном они связаны друг с другом (изменение одного фактора может вызвать изменение других) и, следовательно, взаимосвязано их влияние на уровень финансовой устойчивости. Так, например, политические изменения, произошедшие в середине 1980-х гг. в России, вызвали крупные перемены в экономической среде, что привело к усилению уровня риска в стране, оказавшему влияние на всю предпринимательскую деятельность.

Логичным, на наш взгляд, является разделение внешних факторов на две группы: факторы прямого воздействия («ближайшее окружение») и факторы косвенного воздействия («общее окружение»).

Факторы прямого воздействия непосредственно влияют на уровень финансовой устойчивости. К этой группе следует отнести: изменения законодательства, регулирующего страховую предпринимательскую деятельность; конкуренцию страховщиков; взаимоотношения с хозяйствующими партнерами; налоговую систему.

Наибольшее влияние из этой группы оказывает налоговая система. Экономическая практика свидетельствует о том, что изъятие у налогоплательщика до 30 % его доходов – тот рубеж, за которым начинается процесс сокращения инвестиций в экономику. Если же налоги лишают 40–50 % прибыли, это ведет к практической ликвидации стимулов для предпринимательской инициативы и расширения производства.

К факторам косвенного воздействия относят те, которые могут не оказывать прямого немедленного воздействия на уровень риска, но способствуют его изменению. Это политическая обстановка, международные события, экономическая неустойчивость страны деятельности, экономическое положение страховой отрасли, стихийные бедствия.

Конъюнктура рыночной экономики имеет тенденцию изменяться циклически. Высокий уровень спроса сменяется периодами депрессии, когда страховым организациям становится трудно продавать страховые продукты по приемлемым ценам (тарифам). Отдельной страховой организации не под силу бороться с кризисами, имеющими национальные масштабы, но в ее силах проводить гибкую политику, способствующую снижению негативных последствий экономического спада.

Значительное влияние на финансовую устойчивость страховых организаций оказывает уровень инфляции. Инфляционные процессы подрывают стимулы экономического роста, препятствуют повышению эффективности производства на базе научно-технического прогресса. Инфляция искажает все экономические расчеты, делает неопределенными перспективы развития, усиливает риск, связанный с новыми инвестициями. Неуверенность, отсутствие необходимой достоверности в прогнозах динамики цен становятся причинами отказа от долгосрочных проектов. Инфляция оказывает влияние на каждую грань страхового дела, в том числе на состояние страховых резервов. И это воздействие имеет довольно сложный характер.

Во-первых, инфляция сказывается на соответствии страховых резервов обязательствам, принятым на себя страховщиком. На первый взгляд, темпы обесценения обязательств и страховых резервов одинаковы, что в целом сохраняется сложившееся соотношение. Однако при ближайшем рассмотрении видно, что постоянство пропорций обязательств и резервов в условиях инфляции в определенной мере зависит также от состава страхового портфеля и типа распределения риска. В отдельных видах страхования пропорции между резервами и обязательствами могут изменяться, так как инфляция по-разному влияет на оценку объекта, например, более быстрыми темпами может расти стоимость строений, автомобилей, изделий из драгметаллов и т. д. Это влияет на стоимостную структуру портфеля, и в итоге страховщик имеет хотя и близкие по объему, но разные стоимостные структуры страхового портфеля и страховых резервов, что ведет к перераспределению средств между группами страхователей. Обычно этому не придается значения: в отечественном страховании такое перераспределение исторически широко использовалось, а кроме того, в условиях единого запасного фонда и неполноценного экономического анализа этот структурный сдвиг зачастую не виден даже самому страховщику.

Во-вторых, влияние инфляции различается в зависимости от продолжительности действия обязательств страховщика. При незначительных сроках действия обязательств (например, краткосрочное имущественное и личное страхование) страховщик в целом имеет возможность адаптировать условия страхования и тарифы к реальному инфляционному процессу. При значительных сроках многое зависит от того, определена ли заранее сумма обязательств. Если сумма определена, страховщик оплачивает претензии в дефляционной валюте, получая более высокий инфляционный доход от инвестиций (угрозы адекватности страховых резервов нет). Если по условиям договора обязательства определены, например, в процентах от реальной суммы ущерба, которая в условиях инфляции растет быстрыми темпами, то полученных ранее платежей и сформированных страховых резервов может оказаться недостаточно. Это положение особенно актуально для страхования ответственности, по которому ликвидация убытков растягивается на длительные сроки.

В-третьих, инфляция имеет огромное влияние на размещение средств страховых резервов. В целом в этой сфере деятельности инфляция ставит перед страховщиком те же проблемы, что и перед любыми другими финансовыми компаниями. В связи с тем, что норма прибыли по инвестиционной деятельности зависит не столько от текущего уровня инфляции, сколько от изменения ее темпов и ожидания этих изменений, разрыв между ожидаемым процентом и реальным может представлять серьезную проблему для страховой организации, поскольку страховщики обязаны инвестировать значительную долю своих активов в «безопасные» ценные бумаги, которые имеют заранее определенную учетную ставку. Возрастание процентных ставок вызывает снижение цен на такие бумаги, и портфель страховщика обесценивается. Спецификой инвестиционной деятельности страховой организации является то, что размещение средств страховых резервов регу-

лируется нормативными актами. Вопрос разумных границ регулирования размещения средств страховщика представляется исключительно важным, поскольку в условиях инфляции жесткое регулирование, которое всегда будет «отставать» от быстро меняющейся рыночной ситуации, может нанести определенный урон.

В-четвертых, инфляция влияет на инвестиционный доход страховой организации как основу индексирования обязательств. Трудно заранее оценить темпы инфляции с достаточной точностью. Вследствие этого реальная прибыль страховщика по инвестиционным операциям может иметь отрицательный характер. Далее, номинальный рост инвестиционного дохода в условиях инфляции приводит к росту налогов, при этом зачастую выросший налог «съедает» не только реальный доход, но и часть собственного капитала. Следовательно, чем больше страховщик работает и чем быстрее растет его номинальный доход, тем быстрее тает его собственный капитал.

Рассмотренные аспекты влияния инфляции на страховые резервы не исчерпывают всех связанных с ней проблем.

Однако страховщикам необходимо учитывать не только экономические изменения, происходящие в стране в целом, но и экономическое положение страховой отрасли, так как негативные процессы в отрасли оказывают значительное влияние на финансовую устойчивость каждого отдельного страховщика.

Кроме того, финансовую устойчивость страховой организации подрывает снижение платежеспособного спроса, характерное для кризисной экономики. Востребованность страховых услуг зависит и от жизненного уровня страхователей.

Остановимся более подробно на конкретизации внутренних существенных факторов, обеспечивающих финансовую устойчивость страховщиков в рыночных условиях. Как уже отмечалось, на законодательном уровне закреплены четыре фактора обеспечения финансовой устойчивости страховой организации:

- достаточность собственного капитала;
- сформированные в необходимом объеме для выполнения обязательств перед страхователями страховые резервы;
- система перестрахования;
- экономически обоснованные страховые тарифы.

Рассмотрим каждый фактор более подробно.

#### *Достаточность собственного капитала страховщика*

В целях обеспечения финансовой устойчивости страховщика, как в России, так и за рубежом, законодательно устанавливается минимальный размер уставного капитала, необходимого для начала деятельности. Это связано, с одной стороны, с тем, что на начальном этапе у страховой организации нет других средств для выполнения обязательств по договорам страхования, кроме уставного капитала, поскольку поступление страховых взносов в первое время крайне незначительно. С другой стороны, большой размер стартового капитала позволяет предприятию более уверенно планировать свое поведение на рынке, осуществлять достаточно крупные операции и тем самым иметь возможность выстоять в конкурентной

борьбе. Кроме того, уплачиваемые страхователями страховые взносы, являющиеся основным источником формирования страховых резервов, вносятся за ограниченный период, в то время как страховая организация создается на неопределенный, сколь угодно долгий срок. Поэтому при создании страховой организации основное внимание должно уделяться размерам и структуре уставного капитала, т. е. основа финансовой устойчивости страховщика закладывается еще при его учреждении. Однако значение уставного капитала и в целом свободных резервов не уменьшается и тогда, когда страховщик действует на рынке длительное время. Их роль в обеспечении финансовой устойчивости текущей деятельности при этом не менее важна, чем роль страховых резервов, так как даже самый точный расчет страховых резервов является только предположением, и в силу этого при самом стабильном портфеле и самых надежных статистических обоснованиях и математических методах сохраняется опасность колебания убыточности в неблагоприятную для страховщика сторону. Это может быть следствием его неудачной тарифной политики либо нежелательных изменений в структуре договоров, обесценением активов (недвижимости, ценных бумаг и т. п.) в силу ухудшения общей экономической ситуации, предъявления страхователями дополнительных претензий по страховым выплатам, которые страховщик уже считал урегулированными, и т. д. К тому же ситуация может сложиться таким образом, что для поддержания своих позиций на рынке страховщику необходимо будет расширить спектр осуществляемых операций, что потребует в первое время принятия рисков, не обеспеченных уже имеющимися страховыми резервами, которые предназначены для покрытия обязательств исключительно по действующему портфелю договоров<sup>9</sup>.

Уставный капитал предназначен для обеспечения уставной деятельности предприятия и может быть использован для покрытия расходов по страховым выплатам при недостатке средств страховых резервов и текущих поступлений страховых взносов. Уставный капитал формируется в порядке и размерах, определенных законодательством и учредительными документами.

В соответствии с последними изменениями в Закон РФ от 27.11.1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (далее – Закон) страховщики (за исключением обществ взаимного страхования) должны обладать полностью оплаченным уставным капиталом, размер которого должен быть не ниже установленного указанным Законом минимального размера уставного капитала. При оплате уставного капитала страховщика должны быть внесены денежные средства в сумме не ниже минимального размера уставного капитала страховщика, установленного Законом, а также соблюдены порядок и условия инвестирования собственных средств (капитала), установленные нормативными актами органа страхового надзора.

Минимальный размер уставного капитала страховой организации (за исключением страховой организации, осуществляющей обязательное медицинское стра-

---

<sup>9</sup> Сухов В. А. Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков. М. : Анкил, 1995. С. 45.

хование) определяется на основе базового размера ее уставного капитала, равного 300 млн руб., и следующих коэффициентов:

– 1 – для осуществления страхования объектов, предусмотренных п. 2–6 ст. 4 Закона (а именно, страхование от несчастных случаев и болезней; медицинское страхование; страхование имущества; страхование финансовых рисков; страхование предпринимательских рисков; страхование гражданской ответственности);

– 1,5 – для осуществления страхования объектов, предусмотренных п. 1 ст. 4 Закона (страхование жизни);

– 2 – для осуществления перестрахования, а также страхования в сочетании с перестрахованием.

Минимальный размер уставного капитала страховой организации, осуществляющей обязательное медицинское страхование, устанавливается в сумме 120 млн руб.

При этом изменение минимального размера уставного капитала страховщика допускается Федеральным законом не чаще одного раза в два года при обязательном установлении переходного периода.

Отметим, что страховые резервы и собственные средства страховщика должны быть обеспечены активами, соответствующими требованиям диверсификации, ликвидности, возвратности и доходности.

*Страховые резервы, сформированные в необходимом объеме для выполнения обязательств перед страхователями*

Как уже отмечалось ранее, атрибутом финансовой устойчивости страховой организации является ее способность адекватно реагировать на внешние и внутренние дестабилизирующие факторы. Страховая организация функционирует в определенном экономическом пространстве, которое является для нее объективным и диктует те или иные характеристики и параметры ее страховому и финансовому механизму, в том числе страховым резервам. Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела» (ст. 26) ввел в отечественную практику единое понятие – «страховые резервы».

Страховой фонд в отечественной страховой литературе<sup>10</sup> представляет собой часть совокупного общественного продукта, используемую для возмещения потерь, причиненных народному хозяйству стихийными бедствиями, катастрофами, несчастными случаями, авариями, преступлениями и другими неблагоприятными событиями в жизни общества. Поскольку совокупный общественный продукт является понятием скорее абстрактным, то и совокупный страховой фонд как его часть – тоже абстракция. Страховые резервы – понятие совершенно конкретное – отражают величину обязательств страховщика по заключенным им со страхователями договорам страхования, но не исполненным на данный момент времени. Страховые резервы показываются в балансе любого страховщика на каждую отчетную дату. Отсутствие их не означает, что страховщик не участвует в форми-

<sup>10</sup> Страховое дело / под ред. Л. И. Рейтмана. М. : Прогресс. 2003. С. 200.



ровании совокупного страхового фонда, а значит лишь то, что на данную дату он рассчитался по всем имевшимся у него договорам страхования и формировать страховые резервы для неисполненных обязательств у него нет необходимости.

Страховой фонд, формируемый методом страхования, характеризует сумму страховых премий (взносов), уплаченных страхователями в течение определенного периода, в то время как страховые резервы отражают сумму «отложенных» страховых выплат, причем на конкретную дату. Это также является принципиальным различием.

Как уже отмечалось выше, страховые резервы предназначены для того, чтобы страховщик был в состоянии отвечать по своим обязательствам, которые он несет в соответствии с заключенными им со страхователями договорами страхования. Согласно принятой за рубежом схеме формирования страховых резервов, каждый вид обязательств, которые имеет страховщик, покрывается соответствующим видом страхового резерва.

Учитывая предназначение страховых резервов, отчисления на их пополнение принимается в качестве расходов при налогообложении прибыли. Назначение и, соответственно, порядок формирования страховых резервов различны, но общим для них признано то, что они в экономическом смысле являются средствами страхователей, а не страховщиков и предназначены для страховых выплат согласно обязательствам по неоконченным на отчетную дату договорам страхования.

Переход от плановой экономики к рынку вызвал кардинальные изменения страховой политики, а соответственно, и страхового механизма, и методологии формирования страховых резервов как элемента этого механизма.

В условиях рынка, тем более формирующегося, экономическая среда динамична, поэтому система страховых резервов должна быть мобильной, вариативной и приведена в соответствие с потребностями каждого страховщика с точки зрения компенсации убытков.

Определение их размера является результатом тщательного анализа операций страховщика и трудоемких математических расчетов. Зарубежная практика свидетельствует, что при наличии опытных и квалифицированных специалистов такой расчет становится достаточно надежным и его результаты в значительной степени гарантируют страховщика от возможного банкротства.

Российские страховщики в своей практике все в большей степени используют имеющийся мировой опыт. Широкое, практически повсеместное распространение в начале 1990-х гг. получил нормативный метод формирования страховых резервов. Использование нормативного метода значительно облегчало работу налоговых инспекторов по контролю за правильностью исчисления страховщиками налогооблагаемой прибыли, поскольку сводило проблему решения сложного комплекса вопросов по формированию страховых резервов к условиям примитивной арифметической задачи.

Основными недостатками нормативного метода, грозящими любому страховщику банкротством в любой момент времени, является то, что резервы формируются не в зависимости от тех обязательств, которые имеет страховщик по дей-

ствующим договорам, а от суммы страховых премий (взносов), которые он получил за отчетный период, т. е. страховщик может вывести прибыль и выплатить дивиденды своим акционерам, а на следующий день не в состоянии будет произвести даже минимальную страховую выплату. Кроме того, при нормативном методе возникает и другой нонсенс. При увеличении уровня выплат, когда темп роста страховых выплат превышает темпы роста поступающих страховых премий (взносов), вследствие чего уровень выплат становится больше, чем доля нетто-ставки в тарифе-брутто, резервы по нормативному методу уменьшаются, а не увеличиваются<sup>11</sup>.

При всем многообразии страховых операций в отечественном, а также в зарубежном законодательстве страховые резервы принято разделять на две большие группы – страхование жизни и остальные виды страхования (рисковые), поскольку в основе проведения этих видов страхования лежат различные технические принципы.

Оценка величины страхового резерва основана на математической модели тарифной ставки и динамики страховой премии, где структура страхового тарифа проецируется в начисленную (полученную) страховую премию. Большая часть страхового тарифа (нетто-часть) рассчитывается для предстоящих страховых выплат и выражает размер обязательств (или ущерб), приходящийся в среднем на одного страхователя, поэтому источниками страховых резервов являются нетто-премии в определенном размере.

Страховые резервы представляют собой оценку неисполненных обязательств страховщика и одновременно являются для него источниками средств (или активов). Активы страховщика, в том числе и те, что сформированы за счет страховых резервов, являются средствами исполнения обязательств по договорам страхования.

В настоящее время усложнился кругооборот денежных средств страховой организации, который включает в себя непосредственно страховые, инвестиционные и финансовые операции. На первом этапе кругооборота денежных средств страховые резервы – это оценка стоимости обязательств страховщика части будущих страховых выплат; на втором – средства страховых резервов используются как ресурсы для инвестирования; на третьем этапе, через реализацию, активы, покрывающие страховые резервы, становятся элементом финансовых операций.

Страховые резервы являются финансовыми ресурсами с различными возможностями использования исходя из сроков договоров: по видам страхования жизни – долгосрочные (от трех лет и более), по видам страхования иным, чем страхование жизни – краткосрочные (в пределах 12 месяцев). В связи с разным распределением риска, разной методикой расчета тарифных ставок страховые резервы определяются по-разному по различным видам страхования. По видам страхования жизни формируются «математические» резервы, а по видам иным, чем страхование жизни, – «технические» резервы. На наш взгляд, наиболее адекватной современным условиям функционирования страховых организаций является классификация страховых резервов, приведенная на рис. 17.

<sup>11</sup> Сухов В. А. Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков. С. 20–25.



Рис. 17. Классификация видов страховых резервов

Целесообразность создания математических резервов обусловлена тем фактом, что полученные страховщиком премии относятся к обязательствам, выполнение которых отсрочено на несколько лет. В результате возникает необходимость определять вероятную (ожидаемую) стоимость будущих обязательств как страховщика, так и страхователя. Кроме того, поскольку стороны выполняют свои обязательства в разные моменты времени и имеет место эффект накопления (капитализации), при расчете приходится приводить их стоимость к одному моменту времени (к моменту расчета). Иными словами, оценка обязательств сторон осуществляется по их современной вероятной стоимости.

Математические резервы формируются по видам событий, на случай наступления которых проводится страхование жизни, например, «на дожитие» и «на случай смерти» застрахованного лица.

Математический резерв и другие виды резервов по страхованию жизни формируются страховщиком в соответствии с Положением Банка России № 557-П «О правилах формирования страховых резервов по страхованию жизни»<sup>12</sup>.

Термин «технические резервы» обозначает резервы, создание которых обусловлено требованиями техники проведения страховых операций. Выделяют две группы технических резервов, в обязательном порядке образуемых страховой организацией по рисковому виду страхования: резерв незаработанной премии и резервы убытков. Кроме того, могут формироваться и другие технические резервы, например стабилизационный.

<sup>12</sup> О правилах формирования страховых резервов по страхованию жизни : Положение Банка России от 16.11.2016 г. № 557-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_210142/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_210142/) (дата обращения: 25.08.2020).

Резервы убытков не менее важны для правильной организации учета и определения реальных финансовых результатов, чем резервы премий. Резервы убытков формируются на тот случай, когда потребность в страховой выплате возникла в течение отчетного периода. Резервы убытков и резерв незаработанной премии дополняют друг друга.

Состав и порядок расчета страховых резервов определены Положением Банка России № 558-П «О правилах формирования страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни»<sup>13</sup>.

Под достаточностью страховых резервов понимается адекватность их структуры и размеров принятым страховщиком обязательствам по договорам страхования и расчет в строгом соответствии с требованиями Положений 557-П и 558-П.

Подводя итоги, следует отметить, что принципиальным моментом формирования страховых резервов является то, что они формируются в зависимости не от доходов, а от обязательств. Страховые резервы по своему характеру являются кредитным капиталом.

Поскольку страховые резервы представляют собой кредиторскую задолженность, то большой их размер при условии, что резервы адекватны обязательствам по договорам страхования, будет говорить о финансовой устойчивости страховщика при наличии еще как минимум двух условий: соблюдение пропорции с объемом собственных средств и их оптимальное размещение (рациональная инвестиционная политика).

#### *Система перестрахования*

Перестрахование является необходимым условием обеспечения финансовой устойчивости страховых операций и нормальной деятельности любой страховой компании.

Перестрахование – это вторичное распределение риска, система экономических отношений, в соответствии с которой страховщик, принимая на страхование риски, часть ответственности по ним, исходя из своих финансовых возможностей, передает на согласованных условиях другим страховщикам.

Целью перестрахования является прежде всего установление однородного страхового портфеля посредством деления и выравнивания рисков. Конечно, эта цель может быть достигнута и более простым методом – путем отклонения нежелательных рисков, однако такая политика невыгодна с позиции конкурентоспособности компании на рынке.

Перестрахование решающим образом влияет на обеспечение финансовой устойчивости страховщика.

Во-первых, в каждом отдельном виде страхования существует большое количество крупных рисков, которые он, страховщик, не может взять на себя целиком.

---

<sup>13</sup> О правилах формирования страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни : Положение Банка России от 16.11.2016 г. № 558-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_210301/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_210301/) (дата обращения: 25.08.2020).

Страховая компания лучше защитит себя в случае наступления особо крупных рисков, сократит уровень ответственности по сравнению со взятыми на себя обязательствами.

Во-вторых, финансовой устойчивости страховщика угрожают не только крупные риски, но и массовое наступление мелких рисков. Заключение договора перестрахования на случай наступления катастрофического страхового события позволяет страховщику избежать чрезвычайных убытков. Путем перестрахования катастрофические риски сводятся до уровня, безопасного для компании.

В-третьих, с помощью перестрахования можно выравнять колебания в результатах деятельности страховщика на протяжении ряда лет. На результатах деятельности страховой компании в течение одного года могут неблагоприятно сказаться либо существенные потери от большого числа страховых выплат, вызванных наступлением одного страхового случая, либо очень плохие результаты по всему страховому портфелю в течение года. Перестрахование выравнивает такие колебания. Тем самым достигается стабильность результатов деятельности компании на протяжении ряда лет, а это крайне важно для обеспечения финансовой устойчивости страховщика.

Благодаря перестрахованию страховщик в состоянии принимать в страхование большее количество рисков. Анализируя большую совокупность объектов с помощью закона больших чисел, можно получить наиболее точные результаты актуарных расчетов. Чем больше договоров заключено страховой компанией, тем более сбалансированным становится ее портфель и тем меньше колебаний в предъявляемых ей претензиях по страховым выплатам. Перестрахование дает страховщику расширить перечень рисков, принимаемых в страхование, охватить большее количество видов страхования, дает возможность защитить свои активы. Перестрахование позволяет страховщику застраховать риски, которые по своей стоимости или степени риска значительно превышают его финансовые ресурсы, так как собственное удержание страховщика не может превышать 10 % от суммы собственных средств на один страховой случай.

В настоящее время почти все российские страховые компании активно участвуют в системе перестрахования. Большинство страховщиков не располагают и значительными финансовыми средствами, и не могут брать на себя крупные риски. Передавая часть своей ответственности перестраховщику, страховая компания может гарантировать выполнение своих обязательств перед страхователями даже при наступлении нескольких крупных страховых случаев. Перестраховщик оказывает страховщику экономическую поддержку, с одной стороны, обеспечивая уровень финансовой устойчивости, а с другой, расширяя поле деятельности страховщика.

При рассмотрении вопроса о перестраховании страховая компания должна исходить из того, что перестрахование должно быть экономически эффективным в плане достижения цели, учитывая стоимость перестрахования. Причем под стоимостью перестрахования понимается не только причитающаяся перестраховщику страховая премия, но и расходы по ведению дела в связи с оформлением договора перестрахования.

При перестраховании наиболее важным и сложным является вопрос о размере максимального собственного удержания, т. е. максимальной ответственности, которую страховщик может оставить на себе. Передача в перестрахование слишком большой доли риска может быть невыгодной, так как страховщик при этом отчисляет очень большую часть собранных им страховых взносов. С другой стороны, излишняя ответственность, оставленная на собственном удержании, может подорвать финансовую устойчивость страховщика. Определением размера собственного удержания страховщика занимаются актуарии, применяя математические и статистические методы анализа. По результатам их работы составляются таблицы максимального собственного удержания компании по различным видам страхования, что снижает затраты страховщика при громадном количестве страхуемых рисков. Крупные и единичные риски подвергаются более тщательному анализу, чем средние и мелкие риски, имеющие массовый характер.

Глубокий анализ рисков с применением актуарных расчетов, а также своевременная передача излишней доли ответственности надежным перестраховщикам позволяют достичь стабильных положительных результатов деятельности компании, что определяет успешную политику страховщика в области перестрахования.

#### *Тарифная политика страховой организации*

В целях обеспечения платежеспособности и финансовой устойчивости главной задачей каждой страховой компании является формирование фонда, достаточного для выполнения взятых на себя обязательств страховой защиты. Страховщиком определяется доля участия каждого страхователя в создании страхового фонда, т. е. определяются размеры тарифных ставок (страховых тарифов).

По сути, страховой тариф – это цена страховой защиты, предоставляемой страховщиком страхователю. Основная часть страхового тарифа, нетто-ставка, служит для формирования страхового фонда, предназначенного для страховых выплат страхователем. Именно ее правильное определение гарантирует обеспечение финансовой устойчивости страховщика. Одновременно расчет нетто-ставки является наиболее сложным моментом при определении тарифа. Размер нагрузки определяется в процентах к брутто-ставке и, как правило, устанавливается на одном уровне для всех видов страхования.

Для расчета тарифов по любому виду страхования применяются актуарные расчеты, которые представляют собой процесс, в ходе которого определяются расходы на обеспечение страховой защиты, т. е. определяются себестоимость и стоимость услуги, оказываемой страховщиком страхователю. В более обобщенной форме актуарные расчеты можно представить как систему математических и статистических закономерностей, регламентирующих взаимоотношения между страховщиком и страхователями.

Основными задачами актуарных расчетов являются:

- 1) исследование и группировка рисков в рамках страховой совокупности;
- 2) исчисление математической вероятности наступления страхового случая, определение частоты и степени тяжести последствий причинения ущерба как в отдельных рисковых группах, так и в целом по страховой совокупности;

3) математическое обоснование необходимых расходов на ведение дела страховщиком и прогнозирование тенденций их развития;

4) математическое обоснование необходимых резервных фондов страховщика, предложение конкретных методов и источников формирования этих фондов.

Вопросы построения страховых тарифов занимают центральное место в деятельности любого страховщика.

Следует отметить, что неверный расчет тарифной ставки приводит, в конечном итоге, к снижению финансовой устойчивости страховщика. С одной стороны, завышение величины страхового тарифа приводит к снижению конкурентоспособности компании, сужению страхового поля, а в итоге – к падению собранной страховой премии. С другой стороны, использование страховщиком меньшей, по сравнению с выведенной актуариями, тарифной ставки ведет к необоснованному занижению риска, формированию недостаточных по размеру страховых резервов, а в итоге – к возможной неплатежеспособности страховщика<sup>14</sup>.

Рассматривая тарифную политику, хотелось бы отметить проблемы, с которыми сталкиваются российские страховщики в современных условиях.

Перед любой страховой компанией при введении нового вида страхования встает проблема определения нетто-ставки. Это связано либо с полным отсутствием статистических данных, либо с их недостоверностью. Для правильного расчета тарифа можно использовать данные разного рода статистических наблюдений, не связанных с проведением страховой деятельности, а также экспертные оценки.

С аналогичной проблемой страховые компании сталкиваются при принятии на страхование редких, уникальных объектов (космических аппаратов, воздушных и морских судов и т. д.), а также из-за особенностей индустриального развития России, любого крупного промышленного предприятия. Здесь к тому же при расчете тарифов невозможно воспользоваться существующими методами, так как в их основе лежит закон больших чисел.

В традиционном понимании чем меньшее количество объектов принято на страхование, тем больше должен быть размер тарифной ставки. Но в условиях рынка и такой подход неприемлем. Для любого страхователя размер платы за страховую услугу должен зависеть только от реальной стоимости рынка, а не от количества аналогичных договоров страхования, имеющих в портфеле той или иной компании.

Сегодня типичному страховщику, осуществляющему большое количество различных видов страхования, но по каждому из них имеющему малый портфель, очень сложно оценить тот или иной риск, руководствуясь лишь собственным опытом. Необходимо опираться на ставки, уже действующие на рынке или на информацию крупных страховых компаний с достаточно представительным портфелем по данному виду страхования.

<sup>14</sup> Сухов В. А. Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков. С. 66.

В современных условиях, когда страхование проводится различными страховыми организациями, размер тарифной ставки становится одним из элементов конкуренции, которая постоянно стимулирует страховщиков к снижению тарифов, обоснованному с точки зрения привлечения клиентов, но необоснованному с позиции финансовой устойчивости компании. Правда, если страховщик осуществляет по какому-либо виду страхования единичные сделки, размер страхового тарифа не столь важен в плане влияния на конкурентоспособность страховой компании. Однако здесь для обеспечения финансовой устойчивости тариф должен учитывать сложившийся уровень убыточности на рынке, чтобы без труда принятый риск мог быть передан в перестрахование<sup>15</sup>.

Таким образом, оптимизация тарифной политики страховщика очень важна с точки зрения обеспечения его финансовой устойчивости. Процветание страхового дела во многом определяется качеством актуарных расчетов, регламентирующих финансовые взаимоотношения между субъектами страхования. Страховщику для оптимизации тарифной политики необходимо с помощью математических и статистических средств разрабатывать алгоритмы формирования и движения портфеля, обеспечивающие достаточную защиту страховой компании от опасности банкротства.

В современных условиях изменяющейся конъюнктуры рынка и преодоления кризисных явлений уже недостаточно выполнения требований, установленных на государственном уровне. Поэтому существует объективная необходимость дополнения существующей системы факторов обеспечения финансовой устойчивости такими, как уровень финансового менеджмента (управления финансовым потенциалом страховой организации), эффективная инвестиционная политика и, что особенно важно, качественная система управления рисками, возникающими в страховом бизнесе как основа финансовой устойчивости страховщика.

### **4.3. Механизм управления рисками, связанными со страховой деятельностью**

Как известно, риски, принимаемые по договорам страхования, компания берет на себя добровольно за соответствующее вознаграждение, поскольку предоставление услуг по страховой защите от указанных рисков является основной сферой деятельности страховой организации. Поэтому правильное управление подобными рисками, создание эффективной системы их снижения является основополагающей задачей любого страховщика.

Процесс управления рисками, принимаемыми по договорам страхования, можно подразделить на следующие этапы:

- 1) идентификация риска;
- 2) оценка риска;

---

<sup>15</sup> Сухов В. А. Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков. С. 67.



- 3) передача риска;
- 4) финансирование риска.

Идентификация, или установление риска, представляет собой определение, каким именно рискам подвергается объект страхования или, по сути дела, выявление ситуации риска, идентификацию рискованных обстоятельств и негативных последствий, которые могут возникнуть в результате реализации того или иного риска.

Второй этап управления рисками, принимаемыми по договорам страхования – это оценка риска, на котором вероятные убытки необходимо оценить в стоимостном выражении и определить частоту их наступления, для чего используются статистические данные по объекту страхования и аналогичным объектам. Таким образом, на данном этапе определяется цена страховой услуги, а именно страховой тариф, в соответствии с которым в компанию будут поступать страховые взносы для последующего формирования страховых резервов. Поэтому этап оценки риска является одним из наиболее важных и значимых в процессе эффективного управления рисками, принимаемыми по договорам страхования.

Причем следует отметить, что по некоторым видам страхования статистика как таковая либо отсутствует вообще, либо не является показательной (например, по страхованию профессиональной ответственности при осуществлении аудиторской деятельности какие-либо данные по произошедшим страховым событиям по определенным причинам найти крайне проблематично, в связи с чем возникает закономерный вопрос: на основании чего формируются тарифы по таким видам страхования).

Поэтому этап оценки риска должен основываться на грамотной андеррайтерской политике страховой компании, суть которой заключается в том, чтобы, исходя из имеющейся статистической информации об убытках, сведений о потенциальном страхователе и анализе рискованных факторов, решить, принимать ли определенный риск на страхование или отказаться от него, и если принимать, то на каких условиях.

Таким образом, данный этап управления рисками, принимаемыми по договорам страхования, сам по себе порождает появление риска, который, вообще говоря, относится к группе рисков, связанных с обслуживанием договоров страхования, а именно, риска андеррайтинга. Он может проявляться в неверной или необъективной оценке андеррайтером предлагаемого в страховании риска, что, в свою очередь, отразится на размере страхового тарифа в сторону занижения и, в конечном итоге, на финансовой устойчивости страховщика, поскольку страховых резервов, сформированных из поступивших страховых взносов по данному объекту страхования в соответствии с такими, более низкими тарифными ставками, может просто не хватить для полного выполнения страховщиком своих обязательств.

Следующий этап управления рисками – передача риска – реализуется в формировании механизма перестрахования рисков, принимаемых по договорам страхования. Как известно, система перестрахования служит для повышения финансовой устойчивости и стабильности страховщика посредством участия перестраховщика в убытках cedenta и, кроме того, обеспечивает возможность диверсифи-

кации страхового портфеля. Следует отметить, что на этом этапе также возникает риск, связанный с обслуживанием договоров, так называемый риск неэффективного перестрахования. Он может проявляться, с одной стороны, когда страховщик решает, как конкретно осуществить перестрахование риска по договору страхования, какую форму перестрахования предпочесть, какому перестраховщику его предложить и т. д. А с другой стороны, поскольку страховщик участвует во многих договорах перестрахования как принимающая сторона, то должен определить, какой из предложенных рисков ему принять, какие условия и требования выдвинуть и т. д.

Заключительным этапом в управлении рисками, принимаемыми по договорам страхования, выступает финансирование риска (или резервирование). Практически оно реализуется в использовании страховых резервов, формируемых из уплачиваемых страхователями страховых взносов. Кроме этого, для уменьшения последствий проявления страховых рисков применяется формирование страховых резервов на случай неблагоприятных для страховой компании изменений (например, превышение запланированного уровня наступления страховых событий). Создание резерва на покрытие непредвиденных страховых убытков (ранее – резерв катастроф и резерв колебаний убыточности, сейчас – стабилизационный резерв) представляет собой один из способов управления рисками, предусматривающих установление соотношения между потенциальными рисками, влияющими на стоимость активов, и величиной средств, необходимых для ликвидации последствий проявления рисков.

Необходимо отметить, что применение резервирования не уменьшает вероятность проявления рисков, а нацелено на возмещение материального ущерба от проявления рисков. При этом процесс формирования страховых резервов связан с появлением группы рисков, возникающих при обслуживании договоров страхования, сострахования, перестрахования, а именно рисков формирования страховых резервов.

Во-первых, риски возникают при выборе страховщиком тех видов резервов, формирование которых не является обязательным. В соответствии с Положением Банка России № 558-П<sup>16</sup> обязательным является формирование следующих резервов: резерв незаработанной премии, резерв заявленных, но неурегулированных убытков, резерв произошедших, но незаявленных убытков. А необходимость формирования стабилизационного резерва, который, по сути дела, включает в себя два резерва, ранее называемых «резерв катастроф» и «резерв колебаний убыточности», в отдельных случаях определяется страховщиком самостоятельно. При этом риск может проявиться в том, что страховщик, недостаточно качественно проанализировав свое финансовое состояние, может сделать вывод, что в настоящее время в данном (стабилизационном) резерве особой необходимости нет и отка-

---

<sup>13</sup> О правилах формирования страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни : Положение Банка России от 16.11.2016 г. № 558-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_210301/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_210301/) (дата обращения: 25.08.2020).

заться от его формирования. Но в отчетном периоде может случиться так, что в результате каких-либо стихийных бедствий, катастроф или других неблагоприятных масштабных или массовых событий произойдет резкое увеличение числа страховых случаев и размеров сумм страховых возмещений, и следовательно, фактический показатель убыточности в отчетном периоде окажется выше того расчетного значения показателя, которое было использовано при расчете тарифной ставки. А поскольку резервы формируются из взносов, поступающих в соответствии с тарифной ставкой, рассчитанной на основе более низкого (по сравнению с фактическим) показателя убыточности, то сформированных таким образом резервов может оказаться недостаточно для осуществления всех выплат отчетного периода. В таких случаях как раз и должны быть задействованы средства стабилизационного резерва, если он сформирован; а если – нет, то получается, что реализация риска формирования страховых резервов в конечном итоге негативно отразилась на финансовой устойчивости страховой организации, поскольку в подобной ситуации у страховщика для выполнения своих обязательств возникает необходимость использовать собственные средства.

Относительно резерва предупредительных мероприятий, который также не является обязательным резервом, необходимо отметить следующее. В связи с тем, что в настоящее время отчисления в РПМ не входят в состав расходов страховой организации, учитываемых в целях налогообложения, многие страховщики в своей практической деятельности отказываются от формирования РПМ и сокращают расходы на проведение превентивных мероприятий, что в конечном итоге опять же может отрицательно сказаться на финансовой устойчивости страховой организации.

Во-вторых, риск может возникнуть непосредственно при расчете размера и тех, и других страховых резервов (формирование которых как обязательно, так и необязательно) в виде арифметической ошибки или умышленных действий страховщика. При этом если неправильный расчет страховых резервов привел к их занижению, то сформированные таким образом уменьшенные резервы могут не обеспечить полного выполнения обязательств страховой организации перед страхователями в случае наступления страхового события; если же некорректный расчет резервов привел к их завышению, то такие увеличенные страховые резервы соответственно уменьшают налогооблагаемую прибыль и, естественно, приводят к необоснованному уменьшению начислений в бюджет по налогу на прибыль.

На основании сказанного выше можно сделать вывод, что процесс управления рисками, принимаемыми по договорам страхования, порождает появление целой группы рисков, связанных с обслуживанием договоров, которые, безусловно, необходимо учитывать при комплексной оценке рисков страховой организации. Аналогично процесс инвестирования средств страховых резервов так же, как и собственных средств страховщика, сопровождается возникновением таких рисков, как процентный, валютный, риск ликвидности и других, которые, вообще говоря, относятся к рискам внешней рыночной среды (экономическим или финансовым рискам). Финансовые риски включают в себя достаточно широкий спектр

различных рисков, негативное воздействие которых на деятельность страховой организации иногда может принимать масштабы не просто критического, но и катастрофического характера (а с другой стороны, позитивное влияние, в случае благоприятного исхода, может принести компании дополнительную прибыль, улучшение финансовых показателей и повышение уровня финансовой устойчивости в целом).

В рамках настоящего подраздела рассмотрим, на наш взгляд, наиболее действенные и часто применяемые на практике инструменты управления рисками, принимаемыми по договорам страхования: тарифная политика, стратегия формирования начального страхового резерва, перестраховочные программы.

#### *Тарифная политика*

По договору страхования страхователь платит взносы, как правило, в течение всего срока действия договора. Если страховой случай не наступил, то он заплатил за свое спокойствие, так как его взносы ему не возвращаются (за очень редким исключением), и в этом состоит риск страхователя.

Риск страховщика заключается в том, что если страховой случай произошел после уплаты клиентом первого взноса, то страховщик обязан заплатить оговоренную страховую сумму, значительно превышающую размер страхового взноса (премии).

Поэтому для определения соответствия между размером и условиями страхового возмещения и величиной страховой премии необходимо приравнять риски страховщика и страхователя с учетом вероятности наступления страхового случая и величины убытков от него.

Убытки могут быть фиксированными (страхование на случай смерти, нажитие) или случайными (в случае пожара, аварии, стихийных бедствий и т. п.), в связи с чем возникает дополнительная задача – оценка возможного ущерба. Для страховщика большое значение имеет размер процентной ставки, которая отражает интенсивность увеличения суммы, накапливаемой за счет поступающих взносов.

В идеале должно быть так, что к моменту наступления страхового случая накопленная с учетом процентов сумма должна обеспечить выплату страхового возмещения в размере, соответствующем среднему ущербу (математическому ожиданию ущерба). Понятно, что если рассматривать индивидуальный риск, который интересует страхователя, то такое требование означает необходимость компенсировать весь ущерб. Но это приведет к слишком высоким тарифам, что сделает страхование недоступным и неприемлемым.

Поэтому страховщик оперирует не с индивидуальным, а с коллективным риском, т. е. страховщик стремится установить такое соотношение между страховым взносом и страховым возмещением, при котором в любой момент времени суммы взносов, собранных со всех клиентов (однородной группы договоров), было бы достаточно для выплаты всех возмещений в этой группе (по случаям, произошедшим к этому моменту времени).

Таким образом, принцип эквивалентности обязательств страховщика и страхователя выражается в равенстве математических ожиданий (современных цен) двух величин: суммы всех страховых взносов и суммы всех страховых возмещений. Именно на основании этого условия определяется размер основной части нетто-премии и рискованной надбавки.

*Стратегия формирования начального страхового резерва*

Как известно, собранные премии должны обеспечить выполнение страховщиком своих обязательств. Но он сможет это сделать, только если фактическое число страховых случаев будет равно своему математическому ожиданию или же будет меньше его (в этом случае страховщик получит положительный финансовый результат или дополнительный доход).

Однако страховщика больше интересует противоположная ситуация: превышение фактического числа случаев над ожидаемым, когда может произойти разорение страховой компании. Во избежание этого страховщик использует такие средства, как рискованная надбавка, распределение риска путем перестрахования, а также привлекает собственный капитал для создания начального резерва.

Наибольшее значение плотности страховых выплат, как известно, в точке  $l = Np$  (интенсивность потока заявок или математическое ожидание количества заявок). Но понятно, что нетто-премия обеспечивает выплату компенсаций только при благоприятной для страховщика ситуации, когда фактическое число не превосходит его математического ожидания:  $m < Np = l$  (при таких условиях помощь может быть оказана только первым  $l$  клиентам).

При меньшем количестве случаев компания сохраняет часть невостребованных средств. Однако нельзя обращать эту сумму в прибыль – она должна быть направлена в страховой фонд (резерв) на случай превышения фактического числа выплат над ожидаемым в следующем году.

Но события могут развиваться и по неблагоприятному для компании сценарию, когда сумма выплат превысит сумму собранных премий. Тогда компания будет в состоянии выплатить компенсацию лишь первым  $l$  пострадавшим клиентам за счет собранных премий. Любой разумный клиент понимает, что может оказаться  $(l + 1)$ -м, поэтому согласен платить премию за такой риск. Собственно, эта идея и лежит в основе рискованной надбавки.

Возможность снизить вероятность разорения компании за счет простого увеличения рискованной надбавки (за счет клиента) ограничена из-за конкуренции. Страховщику необходимо учитывать возможность возникновения на страховом рынке ситуации, при которой придется снижать эту надбавку. Таким образом, становится актуальной задача поиска разумного компромисса между повышением надежности и повышением конкурентоспособности. Очевидно, играет роль и объем портфеля: чем он больше, тем компания устойчивее, тем более высокую конкурентоспособность она может поддерживать, уменьшая надбавку, практически без ущерба для надежности. При этом важно, сколько дополнительных страховых случаев (сверх ожидаемого) покрывает надбавка.

Таким образом, наибольшая доля риска страховщика покрывается собранными нетто-премиями (около 60 %) и рисковыми надбавками (в зависимости от видов страхования, 10–20 %).

Далее начинается зона ответственности капитала (начального резерва). Очевидно, что создание слишком большого резерва нецелесообразно из-за того, что средства, отвлеченные в резерв, либо вообще не приносят дохода, либо приносят, но значительно меньший, чем при инвестировании. Но и снижение капитала недопустимо, так как может помешать компании выполнить свои обязательства и тем самым подорвать доверие к страховой компании и к страховому бизнесу в целом.

Поэтому возникает необходимость найти некий компромисс между величиной резерва и надежностью, в связи с чем величина резерва может меняться в зависимости от ситуации на рынке. Например:

- компания для обеспечения конкурентоспособности тарифов уменьшает величину рискованной надбавки, соответственно уменьшается вероятность «неразорения», и для поддержания устойчивости на прежнем уровне необходимо увеличить резерв;

- причиной увеличения резерва может быть слишком большая плата за перестрахование, когда компания вынуждена уменьшить долю риска, передаваемого в перестрахование, и соответственно увеличить резерв;

- в определенной общей экономической ситуации эффективность инвестиций может снизиться, тогда для компании может оказаться более выгодно увеличить резерв, нежели делать вложения с повышенным уровнем риска.

Как правило, начальный резерв создают таким, чтобы он вместе с премией и рискованной надбавкой обеспечил вероятность «неразорения» в пределах 90–95 %, а на перестрахование передают последующий риск. На практике часто на перестрахование передаются отдельные (большие) риски, которые достаточно редки, а риски, которые имеют значение промежуточное между средними и большими, перекрываются своими резервами в надежде, что прибегать к собственным средствам не придется.

#### *Перестраховочные программы*

Посредством перестрахования часть риска передается от одного страховщика другому. Договор перестрахования – договор, на основе которого принимающий страховщик (перестраховщик) соглашается возмещать передающему страховщику (цеденту) все или часть обязательств по претензиям, заявленным по полисам передающего страховщика, в обмен на выплачиваемую им перестраховщику премию. Передавая часть рисков, страховщик может принять на страхование больший объем в пределах существующих требований о лимитах собственных удержаний или по одному эксцеденту. Принимающие страховщики могут также передавать уже принятые в перестрахование риски другим страховщикам в ретроцессию. Существуют два основных вида перестрахования: *факультативное*, предусматривающее передачу отдельных рисков, и *облигаторное*, предусматривающее передачу всех рисков определенного вида.

Во многих случаях стоимости объектов, подлежащих страхованию, настолько велики или сопровождаются такими большими рисками, что емкость отдельных национальных страховых рынков со всеми находящимися в них страховыми организациями оказывается недостаточной, чтобы обеспечить их страхование в полном объеме. Через каналы перестрахования такие риски передаются на страховые рынки других стран, в результате чего может оказаться, что в страховании крупных рисков принимает участие весь или почти весь международный страховой рынок, десятки и сотни страховых учреждений. Перестраховщики, как правило, принимают на свою ответственность лишь небольшую часть риска, порядка нескольких процентов, а иногда и доли процентов для формирования портфеля, состоящего из сравнительно мелких рисков.

Размер передач рисков в перестрахование должен быть экономически обоснован. Излишние передачи, сопровождаемые соответствующей, иногда весьма существенной, передачей части собранной страховой премии, отрицательно сказываются на финансовых показателях цедента. С другой стороны, передачи рисков, размер которых не достигает необходимого уровня, в случае наступления катастрофических или даже просто серии крупных убытков могут поставить в тяжелое финансовое положение компанию, не защищенную должным уровнем перестрахования.

Также перестрахование предполагает две формы или два типа договоров: пропорциональные и непропорциональные. *Пропорциональные* договоры предусматривают, что ответственность по риску, подлежащая передаче в перестрахование, разделяется между страховщиком и перестраховщиком пропорционально, что предполагает и пропорциональное участие перестраховщика и цедента во всех оригинальных рисках, премиях и убытках.

Различают два вида пропорционального перестрахования: договор квотного перестрахования и договор эксцедентного перестрахования. *Квотный* договор предполагает передачу в перестрахование определенной доли риска и устанавливает, что перестрахование всего портфеля страховщика осуществляется на основе единого и определенного процентного соотношения (квоты). Перестраховщик получает соответствующую долю премии и в такой же доле участвует в возмещении ущерба, нанесенного в результате наступления страхового случая, независимо от размеров этого ущерба.

*Эксцедентное* перестрахование является более сложным видом пропорционального перестрахования. Согласно условиям эксцедентного договора все принятые на страхование риски, страховая сумма которых превышает собственное удержание цедента, подлежат передаче в перестрахование в пределах определенного лимита, именуемого эксцедентом. Емкость эксцедентного договора складывается из сумм собственного удержания цедента и суммы эксцедента.

Для перестрахования рисков, страховые суммы которых превышают емкость договора первого эксцедента, перестрахователь (цедент) может иметь договор второго эксцедента, а также третьего и последующих договоров.

Договор эксцедентного перестрахования может привести к полному выравниванию той части страхового портфеля, которая осталась в качестве собственного участия cedenta в покрытии риска. Приступая к заключению договора эксцедентного перестрахования, стороны определяют размер максимального собственного участия страховщика в покрытии определенной группы риска.

Превышение страховых сумм за установленный уровень собственного участия страховщика в покрытии риска передается в перестрахование. Это превышение называется достоянием эксцедента. Договор эксцедентного перестрахования определяет максимальный в каждой группе рисков, который перестраховщик обязан принять в покрытие. Максимальное участие перестраховщика в покрытии риска называется кратностью собственного участия cedenta.

Таким образом, характерной особенностью всех видов пропорционального перестрахования является то, что убытки, как и премии по оригинальным полисам, распределяются между cedентом и перестраховщиком в соответствующей пропорции и в привязке к страховой сумме.

Суть *непропорционального перестрахования* заключается в том, что возможное предоставление перестрахования определяется исключительно величиной убытка и не привязывается к размеру страховой суммы, т. е. нет пропорционального разделения ответственности по отдельному риску и соответствующей оригинальной премии. Непропорциональное перестрахование представлено следующими видами договоров: договор эксцедента убытка и договор эксцедента убыточности.

Вместе с тем перестраховщики не в состоянии предоставить полное перестраховочное покрытие крупным рискам. Также перестрахование не обеспечивает долгосрочную защиту, так как традиционно договоры перестрахования делятся всего один год, что важно для покрытия как крупных имущественных рисков, так и долгосрочных рисков смертности, аннуитетов, пенсионного страхования.

#### **4.4. Стресс-тестирование как метод анализа и оценки финансовых рисков страховой организации**

В последние годы неотъемлемым элементом риск-менеджмента финансовых организаций, и в первую очередь банков и страховых компаний, является стресс-тестирование. Последние исследования МВФ показывают, что в большинстве стран регуляторы финансовых рынков устанавливают требования к проведению стресс-тестов. В России на данный момент практика применения стресс-тестирования не столь широка, вместе с тем тенденции развития рынка позволяют ожидать широкого распространения стресс-тестирования.

Стресс-тестирование – это общий термин, объединяющий группу методов оценки воздействия на финансовое положение организации неблагоприятных событий, определяемых как «исключительные, но возможные», в английском варианте – *exceptional but plausible*.



Развитие стресс-тестирования стало ответом мирового финансового сообщества на повышение общего уровня рисков и серию крупных финансовых кризисов последних десятилетий. Регуляторы подхватили удачную инициативу. В 1996 г. в Дополнениях к Базельскому соглашению о достаточности капитала по рыночным рискам необходимая для покрытия рисков величина капитала была поставлена в зависимость от наличия системы стресс-тестирования, что также служит эффективным стимулом распространения данного инструмента.

На сегодняшний день стресс-тестирование общепризнанно необходимой составляющей систем управления рисками, несмотря на свою, на первый взгляд, второстепенную роль. Такая ситуация объясняется вероятностным характером показателей, используемых при оценке и анализе рисков. Так, исходя из степени вероятности анализируемых событий, методы оценки рисков могут быть классифицированы как следующие категории.

#### *Анализ вероятностно-неопределенных событий*

Многие методы оценки риска не предполагают оценки вероятности реализации сценариев, по которым оцениваются риски. Это характерно прежде всего для анализа чувствительности (рассмотренного в предыдущем подразделе), оценивающего риск как результат стандартного (обычно – единичного) изменения рыночных показателей.

Кроме того, некоторые показатели, используемые в качестве меры риска, как, например, дюрация, открытая позиция, коэффициенты и др., изначально характеризуют риск без привязки к какому-либо сценарию.

При таком подходе невозможно дать вероятностно-определенную количественную оценку, которая позволила бы статистически определить необходимую величину капитала, резервов и др. Однако на качественном уровне многие результаты весьма эффективны при мониторинге и управлении рисками.

#### *Анализ наиболее вероятных событий*

В рамках данной категории оценку риска обычно именуют ожидаемым риском, что на уровне отдельного события может звучать парадоксально, однако является важнейшей статистической характеристикой позиции и основой для принятия многих управленческих решений.

#### *Анализ умеренно-неблагоприятных событий*

К данной категории относится одна из наиболее распространенных в настоящее время групп оценок риска – Value-at-Risk, или VaR, – стоимость, подверженная риску. Величина потерь при умеренно неблагоприятном, т. е. возможном в рамках нормальной некризисной конъюнктуры, сценарии именуется неожиданным риском и в сочетании с упомянутым выше ожидаемым риском широко используется для ограничения принимаемого риска, определения величины необходимых резервов и т. д.

*Анализ чрезвычайных событий (исключительных, но возможных), или стресс-тестирование*

Специфика этой категории отражена в названии ее основного объекта анализа – событий с низкой вероятностью и значительным воздействием (в английском варианте – *lowprobabilityhighimpact*, или LPHI events). Такие события сложно поддаются статистической оценке и прогнозированию, однако по своим последствиям не могут быть исключены из рассмотрения. В свою очередь, стресс-тестирование дополняет анализ ожидаемых и неожиданных рисков, являясь основой обеспечения устойчивости компании и кризис-менеджмента.

Суть стресс-тестирования заключается в том, чтобы понять, что может случиться, какие убытки может понести страховая компания в той или иной неожиданной ситуации. Стресс-тестирование используется и для оценки всей финансовой системы, ее уязвимости по отношению к неожиданным событиям.

Международный валютный фонд определяет стресс-тестирование как «методы оценки чувствительности портфеля к существенным изменениям макроэкономических показателей или к исключительным, но возможным событиям»<sup>17</sup>.

Согласно Банку международных расчетов: «стресс-тестирование – термин, описывающий различные методы, которые используются финансовыми институтами для оценки своей уязвимости по отношению к исключительным, но возможным событиям»<sup>18</sup>.

Интересно рассмотреть формальное определение, которое дается в работе Берковича<sup>19</sup>. Прежде всего, предполагается, что для прогнозов распределения доходностей ( $y_{t+1}$ ) портфеля страховая компания использует некоторую модель риска. Эта модель включает, во-первых, факторы риска (например, процентную ставку или обменный курс), значения которых распределены определенным образом (обычно это нормальное распределение или же может использоваться распределение на основе исторических данных<sup>20</sup>).  $X_t$  – вектор значений факторов риска в момент времени  $t$ ,  $f(x_t)$  – функция плотности распределения значений факторов риска.

Например, можно предположить, что существует некий гипотетический портфель, доходность которого зависит только от значения процентной ставки. Пусть распределение значений процентной ставки является нормальным (рис. 18).

Причем  $x_t$  – значение процентной ставки,  $f(x_t)$  – функция плотности распределения значений процентной ставки,  $\mu_x$  – математическое ожидание значения процентной ставки.

Во-вторых, модель предполагает наличие некоторой системы ценообразования (иными словами, «модели оценки»),  $V(x)$ , в соответствии с которой рассчитывается стоимость активов в зависимости от значений факторов риска.

<sup>17</sup> Blaschke W., Jones T., Majnoni G., Peria S. M. Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experience. IMF Working Paper, 2001. P. 78.

<sup>18</sup> Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues. BIS, 2000. P. 114.

<sup>19</sup> Berkowitz J. A Coherent Framework for Stress-Testing. Federal Reserve Board, 1999. P. 55.

<sup>20</sup> Например, каждое историческое значение фактора риска  $\{x_1, x_2, \dots, x_T\}$  получает вероятность  $1/T$ .

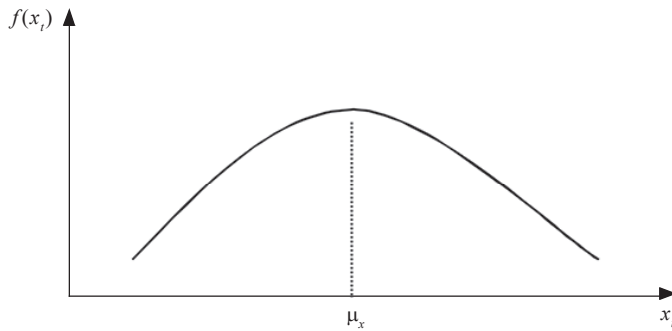


Рис. 18. Нормальное распределение процентной ставки

Пусть для рассматриваемого гипотетического портфеля зависимость доходности портфеля от процентной ставки будет, например, линейной. При этом можно предположить, что при увеличении процентной ставки доходность портфеля будет расти, а при уменьшении – падать.

Доходности (реализованные) портфеля могут быть записаны в виде  $\hat{y}_{t+1} = B(\hat{x}_f)$  ( $\hat{x}_f$  – это значения фактора риска). Такой процесс «генерации» доходностей осуществляется многократно, в результате чего получается распределение доходностей портфеля (стоимости активов), которое обозначается через  $g(y_{t+1})$ .

Таким образом, подставляя в  $B(x_f)$  различные значения процентной ставки, можно получить различные значения доходности гипотетического портфеля. Для простоты предположим, что распределение значений доходности гипотетического портфеля также является нормальным (рис. 19).

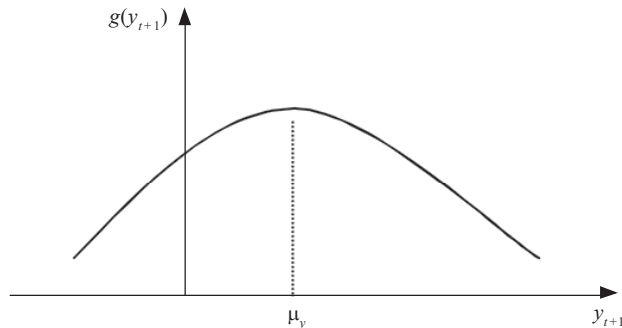


Рис. 19. Нормальное распределение доходности портфеля

Здесь  $y_{t+1}$  – значение доходности гипотетического портфеля,  $g(y_{t+1})$  – функция плотности распределения значений доходности гипотетического портфеля,  $\mu_y$  – математическое ожидание значения доходности гипотетического портфеля.

Стрессовые сценарии, по мнению автора данного подхода, заключаются в следующем:

1. Моделирование шоков, вероятность которых больше, нежели предполагают исторические данные.

2. Моделирование шоков, которые не происходили ранее.

3. Моделирование шоков, которые отражают возможность того, что обычные взаимосвязи (или паттерны) могут перестать существовать при определенных событиях.

4. Моделирование шоков, отражающие структурные сдвиги, которые могут произойти в будущем.

Все вышеуказанные категории стрессовых событий позволяют получить новое распределение значений факторов риска  $f_{\text{stress}}(x)$ .

Например, распределение значений процентной ставки при «стрессовом» событии может сместиться (рис. 20).

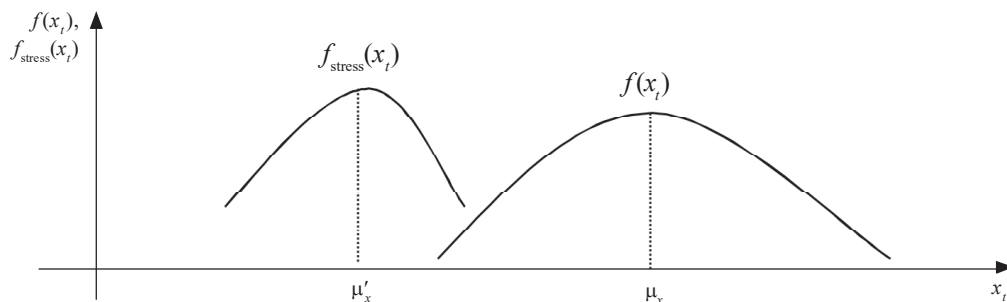


Рис. 20. Смещение распределения значений процентной ставки при «стрессовом» событии

Здесь  $x_t$  — значение процентной ставки,  $f(x_t)$  — функция плотности распределения значений процентной ставки,  $f_{\text{stress}}(x_t)$  — функция плотности распределения значений процентной ставки при «стрессовом» событии,  $\mu_x$  — математическое ожидание значения процентной ставки,  $\mu'_x$  — математическое ожидание значения процентной ставки при «стрессовом» событии.

Соответственно доходность (реализованная) портфеля при стресс-тесте может быть записана как  $\hat{y}_{t+1} = B(\hat{x}_{f_{\text{stress}}}) (\hat{x}_{f_{\text{stress}}} - \text{это значения фактора риска из } f_{\text{stress}}(x_t))$ , а распределение доходностей — как  $g_{\text{stress}}(y_{t+1})$ .

Например, пусть распределение доходностей гипотетического портфеля при «стрессовом» событии сместится следующим образом (рис. 21).

На рис. 21  $y_{t+1}$  — значение доходности гипотетического портфеля,  $g(y_{t+1})$  — функция плотности распределения значений доходности гипотетического портфеля,  $\mu_y$  — математическое ожидание значения доходности гипотетического портфеля,  $g_{\text{stress}}(y_{t+1})$  — функция плотности распределения значений доходности гипотетического портфеля при «стрессовом» событии,  $\mu'_y$  — математическое ожидание значения доходности гипотетического портфеля при «стрессовом» событии.

На основе всего вышеизложенного можно дать формальное определение стресс-тестированию: стресс-тестирование представляет собой распределение  $g_{\text{stress}}(y_{t+1})$ , генерируемое модифицированным факторным распределением  $f_{\text{stress}}(x)$ ,

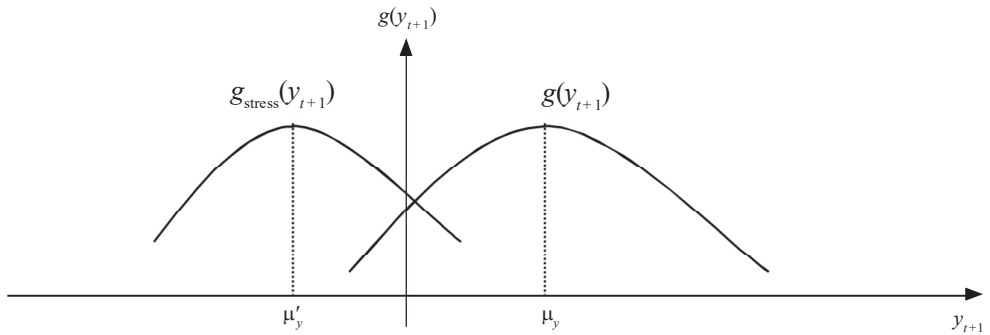


Рис. 21. Смещение распределения доходностей портфеля при «стрессовом» событии

т. е. цель осуществления стресс-теста заключается в получении нового («стрессового») распределения значений факторов риска, на основе чего «генерируется» новое распределение доходностей портфеля и, соответственно, оцениваются возможные потери компании при стрессовой ситуации (для оценки потерь при стрессе можно воспользоваться VaR (*Value-at-Risk*)<sup>21</sup>).

Стоит отметить, что в определении предполагается, что «модель оценки» при стресс-тестировании не меняется.

При этом важно подчеркнуть, что не рассматривается, например, вероятность того, что может произойти экстремальное событие. Тем не менее, изменения значений факторов риска при неожиданных ситуациях уже получают свои вероятности.

Существует довольно много различных видов стресс-тестов (рис. 22).

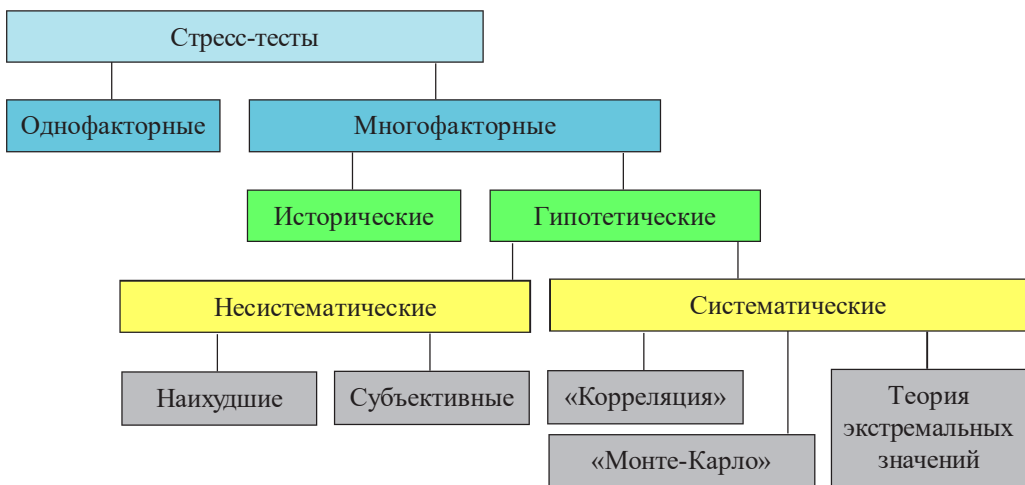


Рис. 22. Классификация стресс-тестов

<sup>21</sup> То есть это потери, не больше которых может понести компания с заданной вероятностью на определенном временном горизонте. При этом предполагается, что микро- и макроэкономические условия не меняются.

Выделяются следующие группы стресс-тестов<sup>22</sup>.

*Однофакторные стресс-тесты (анализ чувствительности)*

При проведении однофакторных тестов рассматривается влияние изменения одного из факторов риска на стоимость портфеля. Нередко такие тесты используются трейдерами, которые хотят понять, какое влияние на их позиции может оказать существенное изменение определенного фактора риска (например, изменение курса валют). Но проблема заключается в том, что при стрессовых ситуациях изменяются и остальные факторы риска, поэтому, если рассматривать изменение только одного из них, результаты могут получиться некорректными.

*Многофакторные стресс-тесты (анализ сценариев)*

В данном случае рассматривается изменение сразу нескольких факторов риска. Многофакторные стресс-тесты бывают различного типа. Наиболее распространенные из них основываются на *исторических сценариях*. Такие сценарии подразумевают рассмотрение изменений факторов риска, которые уже происходили в прошлом. Основным недостатком этого метода является то, что не учитываются характеристики рынка и институциональных структур, которые со временем меняются.

Многофакторные стресс-тесты могут основываться на *гипотетических сценариях*. Они используются, если исторический сценарий не отвечает характеристикам рассматриваемого портфеля или не учитывает какие-то факторы риска. Преимущество этого вида стресс-теста заключается в более гибкой формулировке возможных событий. Такие сценарии могут применяться для определения возможных событий, по отношению к которым рассматриваемый портфель наиболее уязвим (например, существует такой феномен, как *flighttoquality*, когда при стрессовых ситуациях резко возрастает спрос на высоконадежные ценные бумаги, тогда как на остальные ценные бумаги спрос резко падает).

Тем не менее, зачастую очень трудно определить вероятности событий, которые никогда до этого не происходили.

Гипотетические сценарии, в свою очередь, могут быть различных типов. Например, многие финансовые организации используют так называемые *наихудшие сценарии*.

Суть такого стресс-теста заключается в том, что все рассматриваемые факторы риска принимают свои наихудшие значения (за определенный исторический период времени). Далее, на основе этих значений происходит переоценка портфеля.

Несмотря на простоту и привлекательность такого подхода, в нем не учитывается корреляция между факторами риска, в результате чего результаты могут получиться некорректными. Например, Базельский комитет по банковскому надзору не рекомендует банкам проводить подобное стресс-тестирование.

Помимо наихудших сценариев, существуют *субъективные сценарии*. В данном случае масштаб изменения факторов риска зависит от мнения экспертов (трейдеров, топ-менеджеров и т. д.).

<sup>22</sup> Credit Stress-Testing : Consultative Paper. Monetary Authority of Singapore, 2007.

Одним из самых сложных вопросов при проведении стресс-тестирования является определение того, как должны измениться одни факторы риска при определенном изменении других.

Существуют различные взгляды на то, как должны меняться *корреляции* между факторами риска. Например, в работах некоторых авторов<sup>23</sup> считается, что при экстремальных событиях корреляции между факторами остаются такими же, как и при нормальных условиях, т. е. корректна ситуация, когда несколько факторов риска подвергаются стресс-тестированию, остальные же факторы изменяются в соответствии с историческими значениями волатильностей и корреляций (при нормальных условиях).

Существует и иная точка зрения. Например, авторы работы «Correlation Structure of International Equity Markets During Extremely Volatile Periods»<sup>24</sup> полагают, что при кризисах корреляции меняются, поэтому использование их исторических значений некорректно. Автором предлагается другой метод, который заключается в оценке корреляций в период высоких колебаний и использовании этих корреляций при стресс-тестировании.

Существуют также сценарии, которые основываются на *методе Монте-Карло*. Основными преимуществами этого метода, на наш взгляд, является, во-первых, возможность использования любых распределений, а во-вторых, возможность моделирования сложного поведения рынков (например, меняющихся корреляций между факторами риска).

Но у этого метода есть и недостатки, а именно: сложность реализации, необходимость мощных вычислительных ресурсов. Возможно, поэтому на сегодняшний день не очень много финансовых институтов (в России) применяют такой подход, хотя результаты, полученные с его помощью, могут быть весьма полезными при анализе способности компании противостоять неблагоприятным условиям.

Наконец, можно выделить систематические сценарии, которые опираются на так называемую *теорию экстремальных значений*. В данном случае рассматривается распределение экстремальных значений факторов риска за определенный период времени (исторический), далее на основе этого распределения рассчитывается величина VaR (Value-at-Risk). Стоит отметить, что когда анализируется просто нормальное распределение, то зачастую вероятности стрессовых ситуаций недооцениваются. Если же построить распределение непосредственно экстремальных значений, то можно избежать такой проблемы.

#### *Агрегированное стресс-тестирование*

Агрегированное стресс-тестирование заключается в оценке чувствительности группы организаций к определенным стрессовым ситуациям. Целью такого анализа является определение структурных уязвимостей и общей подверженности риску в финансовой системе.

<sup>23</sup> Kupiec Paul. Stress-testing in a value at risk framework // J. of Derivatives. 1999. Vol. 24.

<sup>24</sup> François Longin, Solnik Bruno. Correlation Structure of International Equity Markets During Extremely Volatile Periods. Mimeo Group HEC., 1998.

Проблемы, возникающие при осуществлении такого стресс-тестирования, заключаются, во-первых, в том, как проводить агрегирование. Например, если суммировать все открытые лимиты на рынке межбанковских кредитов, то в чистом выражении результаты могут получиться гораздо более оптимистичными (например, из виду может быть упущен систематический риск), нежели если рассматривать общую величину лимитов. Помимо этого, довольно трудно определить, какие финансовые институты стоит включить в рассмотрение (например, можно включить только крупных игроков, но это не всегда отражает реальное положение дел). Другая проблема заключается в том, как учитывать иностранный капитал.

Интересно отметить, что существуют два метода агрегированного стресс-тестирования. Во-первых, это подход «снизу-вверх», который заключается в том, что каждая компания самостоятельно оценивает свои потенциальные убытки при том или ином стрессовом событии, а потом передает полученные результаты регулятору для агрегирования. Во-вторых, это подход «сверху-вниз», когда регулятивный орган сам осуществляет стресс-тестирование на основе агрегированных данных. В данном случае можно избежать проблемы сопоставимости методологий и полученных результатов среди различных страховых компаний, но, тем не менее, нередко можно упустить из вида корреляции и взаимозависимости между финансовыми институтами.

Причем роль регуляторов крайне важна как при внедрении инструментария стресс-тестирования, так и для повышения его эффективности: централизованное определение стресс-сценариев делает тесты понятными внешним пользователям и сопоставимыми для различных участников рынка.

Так же, как и в международной практике, сценарии преимущественно затрагивают финансовый сектор: колебания валютных курсов, котировок ценных бумаг, процентных ставок. В качестве отдельной категории риск-факторов необходимо отметить цены на нефть, нередко замещающие весь комплекс макроэкономических факторов. Реальный сектор чаще всего представлен в виде экспертных оценок вероятности дефолта по категориям заемщиков.

Следует отметить, что в отечественных страховых организациях инструмент стресс-тестирования как метод анализа финансовых рисков используется на практике не так уж часто, хотя в целом система стресс-тестов неплохо адаптирована в банковском секторе, где она закреплена на законодательном уровне в соответствии с рекомендациями Банка России. Как по сравнению с финансовыми и кредитными рисками внедрение процедур управления операционными рисками находится на «догоняющей» позиции, так и стресс-тестирование по данному направлению развито незначительно.

При этом очевидная целесообразность комплексного подхода к стресс-тестам должна способствовать формированию единого подхода к управлению различными рисками, ведь в кризисной ситуации одновременно реализуются и взаимно усиливаются разнородные риски: скачки валютных курсов и процентных ставок совпадают с кризисом межбанковского рынка, снижением платежеспособ-



ного спроса на страховые продукты, сокращением объема страховых премий, снижением ликвидности активов, принятых в покрытие страховых резервов и собственных средств, что создает экстремальную нагрузку на финансовый потенциал страховой компании.

В целом можно констатировать недостаточную стандартизацию подходов к стресс-тестированию.

Так, на современном этапе оценки ожидаемых и неожиданных рисков настолько стандартизированы, что специалисты по анализу рисков различных организаций и стран как бы говорят на одном языке. Существуют общепринятые подходы в отношении не только технологий расчетов, но и формирования сценариев. В результате в большинстве случаев качественные и даже количественные результаты анализа рисков сопоставимы – их можно сравнивать, складывать и т. п.

При этом процедуры и результаты стресс-тестов еще достаточно субъективны. Тем не менее, процесс выработки отраслевых стандартов уже идет, как это происходило и в отношении других инструментов риск-менеджмента: параллельно сверху вниз – от регуляторов и снизу вверх – от профессионального сообщества участников рынка. В ближайшие годы следует ожидать активного развития теории, технологий и практики анализа чрезвычайных рисков.

#### **4.5. Секьюритизация страховых активов как инструмент управления инвестиционными рисками**

Секьюритизация активов (денежных потоков) – это способ привлечения заемных денежных средств владельцем данных активов путем выпуска долговых ценных бумаг. Секьюритизация подразумевает отделение кредитных и иных рисков активов, обеспечивающих долговые обязательства, от рисков originатора. Активы включают обычно коммерческие бумаги, закладные, ипотеки, ссуды для покупки машин, экспортные кредиты, кредитные карты, страховые контракты и др. В качестве примеров секьюритизации рассмотрим следующие ситуации:

1. Ипотечный банк владеет портфелем непогашенных кредитов. Банк продает свои права на кредиты специальной компании (*Special Purpose Vehicle – SPV*) и взамен получает заемные средства. Инвестор подвергается риску, относящемуся к самим кредитам, но не рискам, связанным с деятельностью банка.

2. Банк продает специальной компании свои права (текущие и будущие) по платежным документам, получаемым посредством сообщений MT100s в системе SWIFT. Инвестор принимает риск неплатежа со стороны плательщика и риск снижения объема платежей в будущем. Прочие риски банка не влияют на оценку долгового обязательства.

3. Компания-экспортер продает дебиторскую задолженность по действующим экспортным контрактам. Долговые обязательства несут риск неисполнения сторонами обязательств по контрактам. Иные риски экспортера не влияют на оценку бумаг.

4. Страховая компания продает специальной компании свои права на ежегодные аннуитетные платежи по договорам страхования. Инвестор принимает на себя риск снижения объема платежей по аннуитетным договорам в будущем. Любые другие риски страховщика не передаются инвестору и, следовательно, не влияют на оценку долговых ценных бумаг.

Секьюритизация дает оригинатору возможность собрать определенную сумму, позволяющую повысить (улучшить) свою ликвидность. Риски, связанные с активами или денежными потоками, ниже, чем суммарные риски самого оригинатора (активы не подвержены риску банкротства оригинатора). Активы, секьюритизированные в виде долговых обязательств, получают более высокий рейтинг, чем рейтинг самого оригинатора, что влияет на стоимость заимствования. Секьюритизация позволяет оригинатору выйти на новых инвесторов.

Покупатели подобных ценных бумаг рассчитывают получить большую прибыль, приобретая претензии на активы по цене, которая ниже цены погашения, но они могут перепродать бумаги на бирже. Данная структура обладает высокой устойчивостью и будет существовать даже в случае банкротства оригинатора, что также привлекает инвесторов.

Выделим основные элементы *классической секьюритизации*:

- оригинатор продает свои активы специальной компании, полностью отчуждая эти активы в его пользу;
- в качестве активов выступают требования или права;
- специальная компания является эмитентом ценных бумаг;
- специальная компания выплачивает оригинатору денежные средства за проданные активы;
- активы продаются («действительная продажа»), т. е. они не используются в качестве обеспечения.

Также существует синтетическая секьюритизация, к особенностям которой можно отнести следующее:

- портфель требования или прав остается у оригинатора;
- кредитные риски активов передаются специальной компании посредством производного инструмента, в основе которого лежит требование или право (возможна передача актива в обеспечение);
- исполнение обязательств по долговым бумагам зависит от получения оригинатором средств от должников;
- оригинатор получает заемные средства от специальной компании.

Специальная компания основывается, как правило, в юрисдикции с благоприятными налоговыми и правовыми условиями. Владельцами специальной компании являются номинальные акционеры или траст. Оригинатор не может являться владельцем специальной компании, так как в противном случае специальная компания будет подвержена рискам оригинатора и возникнет конфликт интересов с инвесторами. Координация деятельности специальной компании осуществляется управляющей компанией. Такие меры необходимы для защиты специальной компании от внешних рисков.

Секьюритизируемые активы должны быть однородными и качественными, т. е. должны быть диверсифицированы, а платежная история по секьюритизируемым требованиям должна быть положительной. Кроме этого, инвесторы должны иметь возможность оценить будущие права или требования. В условиях российского страхового рынка важно, чтобы денежные потоки были номинированы в иностранной валюте и плательщики находились за пределами Российской Федерации.

#### *Секьюритизация в страховании*

Секьюритизация в страховании имеет свои особенности. Страховые компании, как представители весьма капиталоемкой отрасли, вынуждены выходить на рынок ценных бумаг в качестве крупных получателей долевого и долгового привлеченного капитала. Это значит, что они вынуждены становиться эмитентами собственных ценных бумаг.

Однако в настоящее время страховые компании не ограничиваются традиционным привлечением капитала через фондовый рынок. Теперь эмиссия ценных бумаг рассматривается как вариант передачи страхового риска. Речь идет об облигациях, основанных на страховых рисках. Они представляют собой финансовый инструмент смешанного типа. Покупателю облигации предлагается повышенная доходность (по сравнению с обычными облигациями), но если произойдет оговоренное страховое событие (стихийное бедствие, смерть и т. д.), то он теряет и проценты, и часть вложенной суммы, а иногда и всю сумму. Страховая компания-эмитент предлагает инвестору – держателю облигации – пари. Инвестор ставит на то, что страховое событие (например, землетрясение) – это довольно редкое явление, поэтому, если повезет, он может рассчитывать на высокий доход.

Общая схема секьюритизации в страховании представлена на рис. 23.

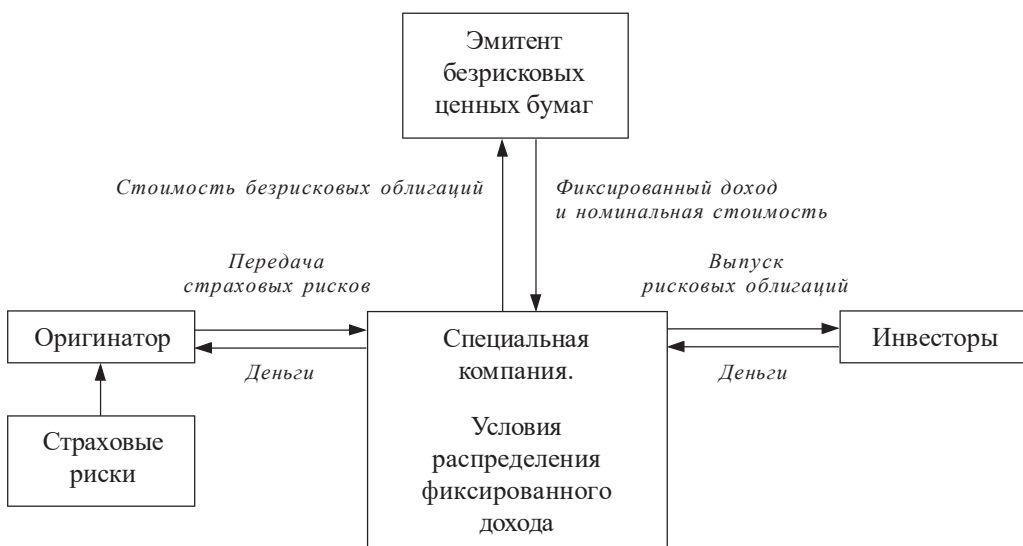


Рис. 23. Схема секьюритизации в страховании

Механизм секьюритизации состоит в следующем:

1. Оригинатор (страховая или перестраховочная компания) несет обязательства по рискам, принятым на страхование. Чтобы захеджировать данные риски, оригинатор заключает договор со специальной компанией, по которому за фиксированную плату получает определенный доход при реализации риска (наступлении страхового события).

2. Специальная компания выпускает облигации, основанные на страховых рисках, купон по которым является плавающим и зависит от наступления страхового события, и покупает безрисковые долговые бумаги, доход от которых – в соответствии с договором и условиями выпуска облигаций – будет распределяться между оригинатором и держателями рисков облигаций (рис. 24).



Рис. 24. Доход инвестора при секьюритизации в зависимости от наступления страхового события

К тому же, в отличие от обычных портфельных инвестиционных рисков, риск катастроф абсолютно не зависит от динамики макроэкономического цикла, следовательно, принятие в портфель ценной бумаги, основанной на страховом риске, позволяет диверсифицировать вложения и взаимно погасить риски. Страховщик же, наоборот, ставит на то, что если страховое событие все таки произойдет, он гарантированно покроет убытки за счет привлеченных таким образом средств. Если же страховое событие не произойдет, то страховщик не понесет большие убытки, так как ему, как правило, удастся перестраховать данные риски.

Подобная деятельность для страховщика не может расцениваться как чисто эмиссионная, поскольку это уже не просто торговля облигациями, а перераспределение риска за плату, близкое по своей сути к перестрахованию.

Секьюритизация имеет большие перспективы, так как увеличивает емкость страхового рынка и обеспечивает защиту от страховых рисков. При этом сокращается (по сравнению с перестраховочными каналами) число ступеней перераспределения риска и затраты на его организацию, и следовательно, в конечном итоге уменьшается стоимость услуг для страхователей.

Таким образом, основными особенностями секьюритизации в страховании является следующее:

- портфель требований или прав остается у originатора;
- исполнение обязательств по долговым бумагам зависит от наступления страхового события (перераспределение страховых рисков).

Рассмотрим на примере страховой компании SwissRe особенности выпуска облигаций риска смертности.

Организатор свопа SwissRe уплачивает премию специальной компании VitaCapital, получая взамен опцион «колл» на доход. В основе опциона лежит индекс смертности, рассчитанный по общей популяционной смертности в США и четырех европейских странах со следующим процентным соотношением: США – 70 %, Англия – 15 %, Франция – 7,5 %, Швейцария – 5 %, Италия – 2,5 %. Если совокупная смертность превышает 130 % от фактического числа смертельных случаев, на основании которых рассчитан индекс в 2005 г., SwissRe разрешается отозвать доход из специальной компании. Доходы в полном размере направляются в SwissRe, если совокупная смертность достигла 150 % или более от фактического числа смертельных случаев 2005 г.; происходит пропорциональная оплата от специальной компании для смертности, попадающей в диапазон от 130 % до 150 %. Контракт, таким образом, структурирован как опцион «колл» на индекс с нижней границей 130 % и верхней 150 %.

Сделка SwissRe примечательна тем, что она основана именно на риске смертности и, следовательно, ее намного проще моделировать и понимать. Возможно, из-за простоты и прозрачности данная сделка не требовала никаких дополнительных гарантий третьей стороны, чтобы получить высокую оценку кредитоспособности. Определяя основания для выплат с учетом популяционной смертности, а не смертности определенного страховщика, данная сделка имеет преимущество, которое выражается в более «мягком» подходе инвестора к моральной стороне дела и базировании выплаты на большом и географически разнообразном портфеле рисков. Слабая сторона такой сделки, предполагающей учет индекса смертности, заключается, конечно, в том, что она подвергает страховщика базисному риску, т. е. риску того, что фактические данные о смертности страховщика могут быть значительно хуже, чем индекс смертности. Поэтому выпуск облигаций на основе индекса смертности смогут осуществлять прежде всего крупные, многонациональные страховщики или перестраховщики, бизнес которых широко диверсифицирован географически.

Рассмотрим механизм секьюритизации страховых рисков на примере выпуска катастрофических облигаций:

- однопериодической модели;
- двухпериодической модели.

В обоих случаях катастрофический риск имеет биномиальную структуру, во всех примерах риск процентной ставки отсутствует. Предположим, что рыночная процентная ставка на безрисковые ценные бумаги является постоянной и равной 8 % годовых. Вероятность катастрофы, которая вызовет неоплату долга (де-

фолт) составляет 3 % за год. В практической деятельности используется временная структура процентных ставок и некоторая модель страховых выплат, чтобы определить вероятность.

Рассмотрим пример, когда риску подвержены и основной долг, и купон.

Номинал облигаций равен 100 ед., купон – 12 % годовых. С риском сопряжены операции по выплате как основного долга, так и купона. Это значит, что и купон, и номинал будут выплачены, только если никаких катастроф не произойдет в течение периода (0, 1). В этом случае купон и номинал (112 ед.) будут выплачены в момент 1. Финансовые потоки от катастрофических облигаций и вероятность наступления катастроф показаны на рис. 25. Положительный поток – выплаты держателям бумаг, отрицательный – их плата за приобретение прав на будущие финансовые потоки.

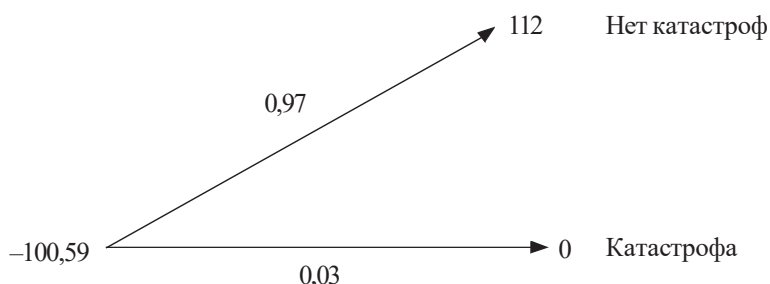


Рис. 25. Вероятность наступления катастроф и финансовые потоки от катастрофических облигаций

Ожидаемая величина выплат, которые получит держатель облигации, составляет:

$$C(1) = 112 \times 0,97 + 0 \times 0,03 = 108,64.$$

Дисконтируя эту величину, используя процентную ставку 8 %, получаем начальную цену катастрофической облигации:

$$108,64/1,08 = 100,59.$$

Предположим, что другая облигация дает гарантированный финансовый поток 112 ед. Цена такой облигации, выпущенной и погашенной в те же моменты времени, что и катастрофическая, составит (рассчитываем дисконтированный финансовый поток):

$$112/1,08 = 103,7.$$

Предположим, что страховщик выпускает катастрофические облигации и в тот же момент покупает обычные облигации. Обычные облигации более дорогие, затраты страховщика на такую сделку составят 3,11 ед. за каждые 100 ед. номинала без учета транзакционных издержек. Что же страховщик получает в результате? Если катастрофа не произойдет, то финансовый поток для страховщика будет равен нулю, так как то, что он выплатит при погашении катастрофических облигаций,

он получит от погашения обычных. Однако если катастрофа случится, то он все равно получит 112 ед. (купон и номинал) при погашении простых облигаций, но ничего не выплатит по катастрофическим облигациям. В результате страховщик заключает однолетний договор катастрофического перестрахования, по которому он получает 112 ед. в случае катастрофы. Это позволяет ему увеличить объем предлагаемых страховых услуг в течение этого года (так же, как при традиционном перестраховании) на 112 ед. при затратах 3,11 ед. на каждые 100 ед. номинала выпускаемых облигаций. Перестраховочный тариф для такого синтетического перестрахования равен:

$$100 \times 3,11/112 = 2,78,$$

или 2,78 ед. на 100 ед. перестраховочной суммы.

Существуют также многопериодические катастрофические облигации. Большинство из них можно считать просто ежегодными повторениями рассмотренного примера, когда дефолт происходит, если произошла катастрофа, независимо от того, в каком периоде катастрофа имела место. В условиях выпуска облигаций может быть прописано, что купоны и номинал не выплачиваются с того момента, когда произошла катастрофа. Другим вариантом будет выпуск катастрофических облигаций, у которых риску подвержены купон и часть номинала.

Рассмотрим пример, когда риску подвержен только купон.

Номинал 100 ед. выплачивается держателю бумаг в момент времени  $k = 2$  с вероятностью 1. Купон величиной 12 ед. выплачивается в моменты времени  $k = 1$  и  $k = 2$  при условии, что за промежуток времени  $[k - 1, k]$  не произошло никаких катастроф. Вероятность катастроф и соответствующие финансовые потоки от катастрофических облигаций, у которых риску подвержен купон, приведены на рис. 26. Положительные потоки – выплаты держателям облигаций; отрицательные – их плата за получение прав на будущие финансовые потоки.

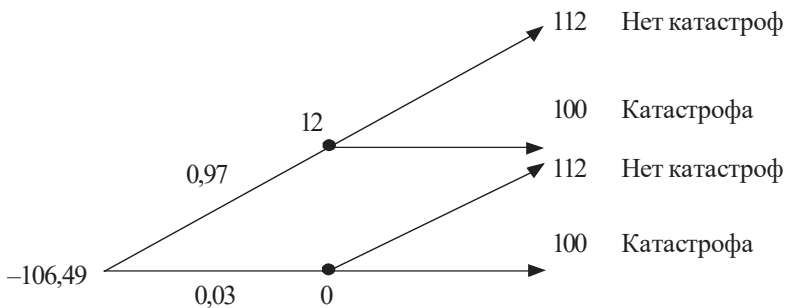


Рис. 26. Вероятность катастроф и денежные потоки инвесторов по облигациям, у которых риску подвержен купон

Как и в первом примере, ожидаемые платежи держателям облигаций составят:

$$C(1) = 12 \times 0,97 = 11,64,$$

$$C(2) = 12 \times 0,97 + 100 = 111,64.$$

Дисконтированное значение ожидаемых платежей есть стоимость катастрофических облигаций:

$$1/1,08 \times (11,64 + 111,64 \times 1/1,08) = 106,49.$$

Рассмотрим такую же облигацию, но безрисковую. Цена подобной облигации на момент выпуска катастрофической облигации составит

$$1/1,08 \times (12 + 112 \times 1/1,08) = 107,13.$$

Рассмотренные примеры позволяют страховщику расширить свои возможности по предоставлению страховых услуг. Технология, необходимая для выпуска ценных бумаг, основанных на страховых рисках, постоянно развивается и совершенствуется. Очевидно, что катастрофические облигации станут стандартным инструментом перераспределения катастрофического риска.

#### *Оценка эффективности секьюритизации в страховании*

Оценку эффективности секьюритизации целесообразно проводить по двум направлениям:

1. Эффективность с точки зрения страховщика:

- стоимость покрытия рисков;
- объем привлеченных инвестиций;
- качественная оценка – период, условия, структура сделки и т. д.

2. Эффективность с точки зрения инвесторов:

- доходность;
- диверсификация.

При анализе эффективности секьюритизации для страховщика выделим показатели (критерии оценки эффективности) и используем сравнительный анализ, который базируется на сопоставлении значений отдельных показателей секьюритизации и перестрахования. Это позволит более точно определить преимущества и недостатки секьюритизации.

Анализ инструментов управления страховыми рисками, проведенный в предыдущей главе, позволяет выделить два уровня инструментов: первичный и вторичный. Тарифная политика определяет стоимость принятия риска на страхование. Стратегия формирования резервов определяет объемы страховых рисков, которые страховая компания может оставить на собственном удержании, и очень тесно связана с тарифной политикой. Таким образом, *тарифная политика и стратегия формирования резервов являются первичными инструментами управления* страховыми и, следовательно, финансовыми рисками страховых компаний, так как они определяют стоимость и объемы принятия тех или иных рисков на страхование. *Перестрахование и секьюритизация являются вторичными инструментами, т. е. инструментами, с помощью которых происходит управление страховыми рисками, уже принятыми на страхование.*

При хеджировании страховых рисков страховщика перестраховщик может учитывать альтернативность при принятии управленческого решения: использовать перестрахование или секьюритизацию. Поэтому при анализе показателей



эффективности секьюритизации в качестве сравнения будем использовать результаты перестрахования.

*Критерии оценки эффективности секьюритизации и перестрахования*

Выделим основные критерии оценки эффективности перестрахования и секьюритизации. В качестве критериев будем использовать не только экономические показатели, связанные, например, со стоимостью управления страховыми рисками, но и другие, такие как период покрытия рисков, простота осуществления операций и т. д. (табл. 25).

Т а б л и ц а 25

**Показатели оценки эффективности вторичных инструментов управления рисками в страховании**

Показатель	Секьюритизация	Перестрахование
Стоимость покрытия риска	Выше	Ниже
Срок покрытия риска	До 30 лет	Год
Объем рынка	Больше	Меньше
Наличие базисного риска	Да/нет	Нет
Наличие риска дефолта контрагента по сделке	Нет	Да
Возможность привлечения капитала	Да	Нет
Простота осуществления покрытия риска	Сложнее	Проще

Таким образом, секьюритизация более эффективна с точки зрения возможности принятия в страхование крупных рисков. Также многие сделки по секьюритизации страховых рисков обеспечивают долгосрочную перестраховочную защиту, в отличие от традиционных договоров перестрахования, действующих чаще всего в течение одного года.

Секьюритизация страхового риска дороже, по сравнению с перестрахованием. Часть дополнительной стоимости составляют затраты на измерение рисков и разъяснение их сути инвесторам. Однако эти затраты (транзакционные издержки) будут снижаться по мере того, как инвесторы познакомятся с секьюритизируемыми видами риска. По нашему мнению, механизм секьюритизации, как инструмент управления финансовыми рисками страховщика, будет использоваться в страховом бизнесе по следующим причинам:

- во-первых, секьюритизация часто предоставляет нестандартные условия договора, например, больший объем перестраховочной защиты (в перестраховании рисков повреждения имущества при катастрофах), защиту от рисков, не покрываемых традиционным перестрахованием (долгосрочные риски смерти), защиту от необычных рисков;

- во-вторых, секьюритизация исключает риск дефолта контрагента (контрактный риск);
- в-третьих, секьюритизация может подпадать под более выгодный режим налогообложения.

Для обеспечения эффективности секьюритизации страховщику желательно провести ряд мероприятий:

1. Определить потребность в капитале;
2. Проанализировать страховой портфель и выделить активы, наиболее привлекательные для секьюритизации;
3. Проанализировать рынок на «удачность» периода, т. е. решить, стоит ли сейчас размещать ценные бумаги или лучше отложить эмиссию;
4. Проанализировать рынок на наличие инвесторов, готовых приобрести ценные бумаги, основанные на страховых рисках;
5. Выбрать схему секьюритизации с учетом экономических факторов, гражданского и налогового законодательства и т. д.

#### *Эффективность секьюритизации для инвесторов*

При анализе эффективности секьюритизации для инвесторов, т. е. эффективности использования ими ценных бумаг, выпускаемых страховщиками при осуществлении инвестиционной деятельности, используем подход Г. Марковитца.

Данный подход к проблеме выбора портфеля предполагает, что инвестор старается решить две проблемы: максимизировать ожидаемую доходность при заданном уровне риска и минимизировать неопределенность (риск) при заданном уровне ожидаемой доходности. Ожидаемая доходность служит мерой потенциального вознаграждения, связанного с портфелем. Стандартное отклонение рассматривается как мера риска портфеля.

При добавлении в портфель ценных бумаг, основанных на страховых рисках (например, катастрофических облигаций), имеющих высокую ожидаемую доходность и, соответственно, большую дисперсию, но при этом – незначительную корреляцию с другими рискованными активами, в рамках теории Г. Марковитца доказывается, что доход имеет нулевую корреляцию с рыночным портфелем.

Таким образом, появление на рынке ценной бумаги с неотрицательным и относительно небольшим коэффициентом корреляции с рыночным портфелем приведет к тому, что на рынке наступит новое состояние равновесия доходности и риска, при котором все инвесторы смогут выиграть по сравнению с исходным состоянием.

Для того чтобы условия инвестирования улучшились, достаточно, чтобы ковариация между доходом от новой ценной бумаги и доходом от существующего эффективного портфеля была относительно мала по абсолютному значению или отрицательна. Например, долгосрочные облигации с купоном, зависящим от индекса смертности, улучшат условия инвестирования, несмотря на то, что риск и доход у них ниже, чем на рынке акций.

Таким образом, использование ценных бумаг, в основе которых лежат страховые риски, ведет к росту эффективности портфеля. Их появление позволяет инвесторам конструировать нужные им портфели с меньшими затратами. Более эффективное распределение капитала по рискам приведет к тому, что на рынке сложится новое состояние равновесия, при котором все инвесторы окажутся в выигрыше.

### Вопросы для самопроверки

1. В чем заключается особенность страховых рисков?
2. Почему страховые риски относятся к чистым рискам?
3. Опишите модель исхода страховой сделки (сделки страховщика и страхователя).
4. Перечислите риски, связанные со страховой деятельностью; изложите экономическую природу перечисленных рисков.
5. Опишите и дайте характеристику рискам, не связанным со страховой деятельностью.
6. Сформулируйте цель управления рисками в страховании.
7. Какие факторы обеспечения финансовой устойчивости страховой организации закреплены на законодательном уровне?
8. Что понимается под финансовой устойчивостью страховой организации? Какие отличия от состояния, характеризующегося понятием «платежеспособность страховщика»?
9. Опишите факторы, влияющие на устойчивость страховой организации.
10. Какие требования установлены на законодательном уровне к размеру уставного капитала страховщика (в зависимости от осуществляемых видов страхования)?
11. Какие виды страховых резервов в обязательном порядке формирует страховщик по видам страхования иным, чем страхование жизни?
12. Какие резервы формируются страховщиком по страхованию жизни? Опишите суть актуарных методов расчета.
13. Опишите этапы процесса управления рисками, принимаемыми по договорам страхования.
14. В чем заключаются процессы идентификации и оценки риска?
15. Опишите суть перестрахования как механизма управления рисками, принимаемыми по договорам страхования.
16. Какие виды и формы перестрахования вы знаете?
17. Опишите суть стресс-тестирования в страховании как метода оценки рисков.
18. Перечислите и охарактеризуйте виды стресс-тестов.
19. Опишите специфику секьюритизации в страховании как инструмента управления рисками.
20. В чем заключается эффект секьюритизации для страховщика в целях управления рисками?

### Список рекомендуемой литературы

Гражданский кодекс Российской Федерации : Федеральный закон от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ (в редакции изменений и дополнений) // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/) (дата обращения: 25.08.2020).

Об организации страхового дела в Российской Федерации : Федеральный закон от 27.11.1992 г. № 4015-1 (в редакции последних изменений и дополнений) // Консультант-

Плюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_1307/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_1307/) (дата обращения: 25.08.2020).

Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств : Федеральный закон от 25.04.2002 г. № 40-ФЗ // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_36528/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_36528/) (дата обращения: 25.08.2020).

О правилах формирования страховых резервов по страхованию жизни : Положение Банка России от 16.11.2016 г. № 557-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/) (дата обращения: 25.08.2020).

О правилах формирования страховых резервов по страхованию иному, чем страхованию жизни : Положение Банка России от 16 ноября 2016 г. № 558-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_210142/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_210142/) (дата обращения: 25.08.2020).

Секьюритизация в страховании жизни : Рекомендации № 3 Международной ассоциации страховых надзоров. Сингапур. 2003. Октябрь.

Секьюритизация в страховании ином, чем страхование жизни : Рекомендации № 5 Международной ассоциации страховых надзоров. Сингапур. 2003. Октябрь.

О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов : Указание Банка России от 22.02.2017 г. № 4297-У // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_216940/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_216940/) (дата обращения: 25.08.2020).

О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов : Указание Банка России от 22.02.2017 г. № 4298-У // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_216616/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_216616/) (дата обращения: 25.08.2020).

*Адамчук Н.* Управление риском на предприятии и страхование / Н. Адамчук, Д. Алешин // Управление риском. – 2001. – № 1. – С. 32–39.

*Аленичев В. В.* Эволюционно-институциональный аспект исследования сущности страхования / В. В. Аленичев // Финансы. – 2007. – № 3. – С. 44–48.

*Артамонов А. П.* Практика непропорционального перестрахования / А. П. Артамонов. – Москва : Изд. дом «Страховое ревю», 2000. – 171 с. – ISBN 5-7965-0018-X.

*Архипов А. П.* Азбука страхования. Элективный курс : учебное пособие / А. П. Архипов. – Москва : Вита-Пресс, 2005. – 288 с. – ISBN 5-7755-0822-X.

*Балабанов В. С.* Инновационный менеджмент / В. С. Балабанов, М. Н. Дудин, Н. В. Лясников. – Москва : Наука и образование, 2008. – 256 с. – ISBN 978-5-902722-08-9.

*Бенинг В. Е.* Математические основы теории риска / В. Е. Бенинг, В. Ю. Королев, С. Я. Шоргин. – Москва : Физматлит, 2011. – 620 с. – ISBN 978-5-9221-1267-3.

*Бенинг В. Е.* Введение в математическую теорию актуарных расчетов / В. Е. Бенинг, В. Ю. Королев, С. Я. Шоргин. – Москва : МГУ им. Ломоносова, Фак. ВМК, 2000. – 110 с. – ISBN 5-89407-121-6.

*Гвозденко А. А.* Основы страхования : учебник / А. А. Гвозденко. – Москва : Финансы и статистика, 2003. – 318 с. – ISBN 978-5-279-02627-2.

*Гомелля В. Б.* Страхование : учебное пособие / В. Б. Гомелля. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Маркет ДС, 2006. – 488 с. – (Университетская серия). – ISBN 5-7958-0129-1.

*Гранатуров В. М.* Экономический риск: сущность, методы изменения, пути снижения / В. М. Гранатуров. – Москва : Дело и сервис, 2002. – 160 с. – ISBN 978-5-8018-0447-7.

*Дадыков В. Н.* Взаимное страхование / В. Н. Дадыков, К. Е. Турбина. – Москва : Анкил, 2007. – 340 с. – ISBN 978-5-86476-257-8.

*Ермасов С. В.* Страхование : учебное пособие для вузов / С. В. Ермасов, Н. Б. Ермасова. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 462 с. – ISBN 5-238-00732-9.

*Жеребко А. Е.* Совершенствование финансового менеджмента рискованных видов страхования / А. Е. Жеребко. – Москва : Анкил, 2003. – 128 с. – ISBN 5-86476-207-5.

*Иваницкий В. П.* Экономическая природа финансовой устойчивости страховщика / В. П. Иваницкий, Ю. Э. Слепухина // Экономика региона. – 2007. – № 1. – С. 139–149.

*Костяева Е. В.* Страхование / Е. В. Костяева, В. А. Щербаков. – Москва : КноРус, 2007. – 312 с.

*Котлобовский И. Б.* Рисковый подход к оценке платежеспособности страховой компании / И. Б. Котлобовский, А. Е. Сметанин // Финансы и кредит. – 2007. – № 6. – С. 39–44.

*Куликов С. В.* Финансовый анализ страховых организаций / С. В. Куликов. – Ростов-на-Дону : Феникс ; Новосибирск : Сибирское соглашение, 2006. – 224 с. – ISBN 5-98029-035-X.

*Лукарш Г.* Механизм формирования и использования финансового потенциала страховой компании / Г. Лукарш ; пер. с нем. – Москва : Анкил, 1996.

*Мак Томас.* Математика рискованного страхования / Томас Мак. – Москва : Олимп-Бизнес, 2005. – 432 с.

*Мельников А. В.* Риск-менеджмент: Стохастический анализ рисков в экономике финансов и страхования / А. В. Мельников. – Москва : Анкил, 2001. – 158 с. – ISBN 5-86476-202-4.

*Хейнеман Фрэнк Найт.* Риск, неопределенность и прибыль / Найт Фрэнк Хейнеман ; пер. с англ. М. Я. Каждана ; науч. ред. пер. В. Г. Гребенников ; Центр эволюц. экономики. – Москва : Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации : Дело, 2003. – 359 с.

*Основы страховой деятельности : учебник / отв. ред. проф. Т. А. Федорова.* – Москва : Изд-во БЕК, 2001. – 776 с.

*Первозванский А. А.* Финансовый рынок: расчет и риск / А. А. Первозванский, Т. Н. Первозванская. – Москва : Инфра-М, 1994. – 192 с. – ISBN 5-86225-018-2.

*Русакова О. И.* Страхование предпринимательских рисков : учебное пособие / О. И. Русакова, Е. В. Андреева, М. Н. Евсевлеева. – Иркутск : Изд-во ИГЭА, 2001. – 90 с. – ISBN 5-7253-0610-0.

*Рябикин В. И.* Актуарные расчеты / В. И. Рябикин. – Москва : Финстатинформ, 1996. – 154 с. – ISBN 5-7166-0101-4.

*Самаруха В. И.* Развитие финансового механизма корпораций в условиях риска и неопределенности : учебное пособие / В. И. Самаруха, Н. С. Пермякова. – Иркутск : Изд-во ИГЭА, 2001. – 112 с. – ISBN 5-72-53-0518-X.

*Сахирова Н. П.* Страхование / Н. П. Сахирова. – Москва : ТК Велби : Изд-во Проспект, 2006. – 744 с. – ISBN 978-5-482-01456-1.

*Сербиновский Б. Ю.* Страховое дело : учебное пособие / Б. Ю. Сербиновский, В. Н. Гарькуша. – 4-е изд., перераб. и доп. – Ростов-на-Дону : Феникс, 2005. – 416 с.

*Слепухина Ю. Э.* Финансовая устойчивость страховой организации: теория, модели и методы управления рисками / Ю. Э. Слепухина. – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2006. – 207 с.

*Слепухина Ю. Э.* Инвестиционный портфель страховой организации: финансовый механизм формирования и управления // Ю. Э. Слепухина. – Екатеринбург : АМБ, 2010. – 184 с.

*Слепухина Ю. Э.* Категория финансового риска: природа возникновения, механизм управления, пространство возможных состояний финансовых рынков / Ю. Э. Слепухина, В. В. Чащин. – Екатеринбург : Изд-во ЭКС-Пресс, 2003. – 116 с. – ISBN 5-93306-031-3.

*Слепухина Ю. Э.* Риск-менеджмент на финансовых рынках : учебное пособие / Ю. Э. Слепухина. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. – 216 с. – ISBN 978-5-7996-1522-2.

Страхование / под ред. проф. В. И. Рябикина. – Москва : Экономистъ, 2006. – 250 с. – ISBN 5-98118-138-9.

Страховое дело : учебник / под ред. Л. И. Рейтмана. – Москва : Прогресс, 2003. – 208 с. – ISBN 5-7209-0004-7.

*Сухов В. А.* Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков / В. А. Сухов. – Москва : Анкил, 1995. – 114 с. – ISBN 5-86476-067-6.

Теория и практика страхования : учебное пособие / Н. Г. Адамчук, С. Н. Асабина, Л. Н. Клоченко и др. ; под ред. К. Е. Турбиной. – Москва : Анкил, 2003. – 703 с.

*Уткин Э. А.* Риск-менеджмент / Э. А. Уткин. – Москва : Изд-во «ЭКМОС», 1998. – 288 с. – ISBN 5-88124-020-0.

*Филин С. А.* Страхование инвестиционных рисков / С. А. Филин. – Москва : Благовест-В, 2005. – 216 с. – ISBN 5-85873-142-2.

*Хохлов Н. В.* Управление риском : учебное пособие для студентов вузов / Н. В. Хохлов. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 239 с. – ISBN 5-238-00119-3.

*Чернова Г. В.* Управление рисками : учебное пособие / Г. В. Чернова, А. А. Кудрявцев. – Москва : ТК Велби : Изд-во Проспект, 2006. – 160 с. – ISBN 5-98032-067-9.

*Четыркин Е. М.* Актуарные расчеты в негосударственном медицинском страховании / Е. М. Четыркин. – 2-е изд., испр. – Москва : Дело, 2000. – 120 с.

*Шахов В. В.* Теория и управление рисками в страховании / В. В. Шахов, В. Г. Медведев, А. С. Миллерман. – Москва : Финансы и статистика, 2003. – 222 с. – ISBN 5-279-02266-7.

*Шихов А. К.* Страхование : учебное пособие для вузов / А. К. Шихов. – Москва : ЮНИТИ, 2001. – 431 с. – ISBN 5-238-00143-6.

*Штрауб Э.* Актуарная математика имущественного страхования / Э. Штрауб. – Москва : Крокус-Т, 1999. – 147 с.

Экспертиза страхового рынка : энциклопедия. – Москва : ЗАО «Рейтинговое агентство “Эксперт РА”», 2007. – 361 с.

*Юлдашев Р. Т.* Страховой бизнес : словарь-справочник / Р. Т. Юлдашев. – Москва : Анкил, 2000. – 272 с. – ISBN 5-86476-152-4.

*Юлдашев Р. Т.* Российское страхование: системный анализ понятий и методология финансового менеджмента / Р. Т. Юлдашев, Ю. Н. Тронин. – Москва : Анкил, 2000. – 448 с. – ISBN 5-86476-153-2.

## Глава 5

# ФОНДОВЫЙ РЫНОК: РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### 5.1. Ценные бумаги: понятие, классификация, доходность и риск

Ценные бумаги – это не деньги и не материальный товар. Если реальный капитал функционирует в сфере производства, услуг, то ценные бумаги, его олицетворяющие, самостоятельно обращаются на рынке в качестве фиктивного капитала. Их ценность состоит в тех правах, которые они дают своему владельцу.

Ценная бумага не является ни физическим товаром, ни услугой. Это всего лишь документ, который продается и покупается по соответствующей цене. Документ, который выражает связанные с ним имущественные и неимущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи и других сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода, несет в себе риски неблагоприятного изменения цены для его владельца.

Наряду с изложенным выше, можно справедливо утверждать, что ценная бумага – это инструмент привлечения денежных средств, объект вложения финансовых ресурсов. Ценные бумаги выступают разновидностью денежного капитала, движение которого опосредует последующее распределение материальных ценностей.

В Гражданском кодексе (ГК) Российской Федерации содержится сущностная характеристика ценной бумаги как документа, удостоверяющего с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

С экономической точки зрения ценная бумага есть форма существования капитала, которая облегчает его перераспределение и может обращаться на рынке как товар и приносить доход.

Оборот ценных бумаг определяется рядом нормативных актов, важнейшим из которых является ГК РФ, а также федеральные законы (ФЗ) РФ «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах» и другие нормативно-правовые акты.

Классификация ценных бумаг – это их деление на *виды* по определенным признакам, которые им свойственны.

Под *видом* ценных бумаг понимается совокупность, для которой все существенные признаки являются общими, одинаковыми. Виды ценных бумаг могут делиться на подвиды. Например, облигация – один из видов ценных бумаг, но облигация может быть купонной и бескупонной, а купонная облигация может быть с фиксированным и плавающим купоном.

В самом широком смысле ценные бумаги можно разделить на классы (группы) – *основные* ценные бумаги и *производные*. Если в ценных бумагах выражено

основное право, вытекающее из обладания ими, то они относятся к классу основных ценных бумаг (акция, облигация, вексель, чек, банковский сертификат и др.). Производные ценные бумаги выпускаются для подтверждения или исполнения дополнительных, второстепенных прав (обязательств) по ценной бумаге. Например, опцион эмитента, дающий право его владельцу стать в будущем обладателем акций. Но таких примеров производных ценных бумаг единицы. В большинстве своем правильным будет говорить о производных финансовых инструментах. Классические фьючерсные, опционные контракты на товарные, денежные и фондовые активы, форвардные контракты, свопы не являются производными ценными бумагами – это производные финансовые инструменты.

Каждая ценная бумага имеет свои экономические характеристики, основными из которых являются:

- ликвидность;
- доходность;
- надежность.

*Ликвидность* – способность ценной бумаги обмениваться на деньги в кратчайший срок. Поэтому можно утверждать, что ликвидность обратно пропорциональна времени, которое требуется для превращения ценной бумаги в деньги. В целях поддержания ликвидности ценной бумаги, как правило, используют институт маркет-мейкеров. Маркет-мейкеры по договору с биржей постоянно поддерживают минимальное количество лотов на продажу и покупку ценной бумаги с заданным спредом и в течение заданного времени торговой сессии.

*Доходность* – это отношение дохода, полученного от ценной бумаги, к инвестициям в нее. Доходность выражается в процентах и приравнивается к годовому измерению. Совокупный доход по ценным бумагам складывается из двух составляющих:

- дохода от владения ценной бумагой как таковой (процент, дивиденд);
- дохода, связанного с отчуждением ценной бумаги (купля-продажа).

*Надежность* – это устойчивость курсов ценных бумаг к изменениям рыночной конъюнктуры. Надежность зависит в первую очередь от надежности эмитентов. О надежности эмитента облигаций инвесторы судят по его рейтингу, эмитента акций – по допуску к обращению на бирже и включению в котировальные списки (листинг).

Из множества классификационных признаков, свойственных ценным бумагам, приведем наиболее характерные.

1. Появление ценных бумаг можно классифицировать по признаку их государственной регистрации:

- ценные бумаги, подлежащие государственной регистрации;
- нерегистрируемые органами государственного управления ценные бумаги.

Выпуск ценных бумаг может сопровождаться или не сопровождаться их обязательной регистрацией в органах государственного управления. Обычно государственной регистрации подлежат эмиссионные ценные бумаги, так как их выпуск затрагивает интересы большого числа участников рынка.



По российскому законодательству обязательной регистрации подлежат выпускаемые акции, облигации, банковские сертификаты (регистрируются Центральным банком РФ), залладные. Есть ценные бумаги с особым статусом регистрации. Например, биржевая облигация как финансовый инструмент, не требующий регистрации эмиссии регулятором, бумаги регистрируются самой биржей.

Остальные виды российских ценных бумаг, независимо от размеров их выпуска, государственной регистрации не подлежат.

2. По форме привлечения капитала ценные бумаги могут быть:

- долевые (отражают долю в уставном капитале общества);
- долговые, которые представляют собой форму займа капитала (денежных средств).

3. Поскольку в юридическом определении говорится о бумаге как о документе, то следующую классификацию можно привести по признаку документарности и бездокументарности их выпуска и обращения.

Документарные ценные бумаги, иначе именуемые «бумажными» – это ценные бумаги, выпускаемые в форме документа. Бумажная форма – исторически первая форма ценной бумаги. Обязательно и только в документарной форме должны выпускаться, например, вексель, чек, коносамент, складские свидетельства.

Однако существуют и такие ценные бумаги, которые выпускаются только в бездокументарной форме. К ним относятся, согласно ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг», именные эмиссионные ценные бумаги, а также в соответствии с п. 2 ст. 20 Закона «Об ипотечных ценных бумагах», ипотечные сертификаты участия. Бездокументарные ценные бумаги представляют собой записи на материальных (компьютерных, электронных) носителях, осуществление которых регулируется законодательством.

Документарные ценные бумаги выпускаются либо с их обязательным хранением, либо без него – с традиционными формами хранения. При централизованном хранении на весь выпуск оформляется глобальный сертификат.

При бездокументарной форме выпуска инвестор устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценной бумаги или, в случае депонирования ценной бумаги, записи по счету депо.

4. По цели использования ценные бумаги подразделяются:

- на инвестиционные;
- неинвестиционные.

Инвестиционные ценные бумаги приобретаются с целью получения фиксированного дохода и (или) роста стоимости – акция, облигация, депозитарная расписка, опцион эмитента.

Неинвестиционные ценные бумаги обслуживают оборот на товарных и других рынках в качестве расчетных, платежных и иных документов – чек, вексель, складское свидетельство, коносамент.

5. Исходя из специфики рынка, на котором обращаются ценные бумаги, можно привести следующую классификацию:

- ценные бумаги денежного рынка;

- ценные бумаги рынка капиталов;
- товарные ценные бумаги.

Ценные бумаги денежного рынка характеризуются сроком их выпуска (как, правило, до одного года) и решают задачи поддержки равномерности кассовых потоков в экономике страны, обеспечение бесперебойного платежного и денежного оборота.

На денежном рынке происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности. Денежный рынок обслуживает главным образом движение оборотных капиталов компаний, краткосрочной ликвидности банков и государства. На денежном рынке обращаются валюты и краткосрочные долговые инструменты, к нему же относятся депозиты и кредиты.

Рынок капиталов – это рынок долгосрочных операций, обеспечивающих формирование собственного (акционерного) капитала, привлечение инвестиций. На рынке капиталов представлены такие инструменты, как государственные облигации, облигации и акции акционерных обществ, паи и акции инвестиционных фондов и другие финансовые инструменты для инвестирования.

Денежный рынок и рынок капиталов различаются по функциям, инструменты могут и совпадать (например, облигации).

Функции рынка капиталов: формирование и перераспределение капиталов, определение рыночной стоимости компаний, инвестирование и спекулирование.

Товарные ценные бумаги воплощают собой право на ценность, выраженную в товарах. К категории данного рода относятся такие ценные бумаги, с владением которыми связаны известные вещно-правовые отношения, например, коносамент, складское свидетельство и др. Всякий владелец одного из указанных документов имеет право распоряжения ценностями (товаром), обозначенными в них. Нередко данный класс ценных бумаг называют товарораспорядительными документами.

6. По наличию начисляемого дохода ценные бумаги могут быть:

- бездоходными;
- доходными.

С точки зрения начисляемого дохода ценные бумаги, как правило, являются доходными, но могут быть и бездоходными, когда выполняют функции расчетных, платежных документов.

Характеристика параметра доходности различает:

- процентные доходы;
- дисконт;
- дивиденды.

Доходные ценные бумаги – это бумаги, в которых заложено условие эмитента выплатить определенный доход в форме процента по облигации или дисконта по ней. Последняя форма (дисконтная) представляет собой разницу между номинальной стоимостью и рыночной ценой приобретения облигации (ниже номинальной стоимости). В этом случае обеспечивается возможность получения владельцем не растянутых во времени платежей (купонов), а единой суммы, выплачиваемой эмитентом в момент погашения ценной бумаги. К доходным ценным бумагам

относят облигации (купонные, дисконтные), акции (при условии систематической выплаты дивидендов).

Бездоходные бумаги – это ценные бумаги, которыми не предусмотрена выплата дохода эмитентом. Они предусматривают лишь обязанность должника уплатить оговоренную в ценной бумаге сумму. К таким бумагам относят в классическом понимании чеки и векселя.

7. В зависимости от формы владения и порядка передачи прав различают следующие ценные бумаги:

- на предъявителя;
- именные ценные бумаги;
- ордерные ценные бумаги.

Предъявительской является такая ценная бумага, где не указывается конкретное лицо, которому принадлежит исполнение. В качестве ценных бумаг на предъявителя в соответствии с российским законодательством могут быть выпущены чеки, облигации, векселя, простые складские свидетельства. Форма выпуска таких ценных бумаг может быть только документарная.

Именной признается такая ценная бумага, исполнение по которой может быть осуществлено только лицу, прямо указанному в ней. Так, в п. 2 ст. 146 ГК РФ говорится следующее: «Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передаются в порядке, установленном для уступки требований (цессии). В соответствии со ст. 390 настоящего Кодекса лицо, передающее право по ценной бумаге, несет ответственность за недействительность соответствующего требования, но не за его неисполнение».

Именная ценная бумага содержит не только имя ее владельца, но и регистрируется в специальном реестре. В качестве именной ценной бумаги могут обращаться акции, облигации, сберегательные и депозитные сертификаты и др.

Именная ценная бумага обладает двумя важными свойствами: всегда известно имя ее владельца, все операции с именной ценной бумагой фиксируются, регистрируются и являются доступными для налогообложения.

Ордерная ценная бумага так же, как и именная, выписывается на конкретное лицо, которое, однако, может осуществить удостоверенное право не только самостоятельно, но и назначить своим распоряжением (которые именуются ордером или приказом) другое управомоченное лицо. Для передачи прав по данной ценной бумаге необходимо сделать на ней передаточную надпись, именуемую индоссаментом. Индоссамент может осуществляться не только на оборотной стороне ценной бумаги, но и на добавочном листе, специально предназначенном для этих целей. Такой лист для векселя именуется аллонжем.

К ордерным ценным бумагам можно отнести, например, двойные складские свидетельства, коносаменты, векселя.

8. Следующее основание, по которому можно подразделить ценные бумаги, заключается в том, кто является их эмитентом, т. е. лицом, которое несет от своего имени обязательства перед владельцем ценных бумаг по осуществлению закрепленных ими прав.

По этому признаку разделяют:

- государственные ценные бумаги;
- муниципальные ценные бумаги;
- корпоративные (частные) ценные бумаги.

Поскольку по своей сути ценные бумаги служат для привлечения свободных денежных средств граждан и, как правило, для покрытия определенной части расходов, то для государства, муниципальных образований, покрывающих соответственно свои бюджетные расходы, а также для отдельных хозяйствующих субъектов свойственно выпускать различные виды ценных бумаг.

Таким образом, федеральными государственными ценными бумагами признаются ценные бумаги, выпущенные от имени Российской Федерации, государственными ценными бумагами субъектов Российской Федерации признаются ценные бумаги, выпущенные от имени субъекта Российской Федерации, а муниципальными ценными бумагами – ценные бумаги, выпущенные от имени муниципального образования. Государственные и муниципальные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций или иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам. Тем самым ограничивается круг ценных бумаг, в которых могут быть выражены заимствования как государства, так и муниципальных образований, принадлежностью их к эмиссионным. Иными словами, государственные и муниципальные ценные бумаги не могут существовать в виде векселя, складского свидетельства или же коносамента, а также иных бумаг, которые не отвечают требованиям. При этом следует отметить, что выпуск государственных ценных бумаг возможен, только если он утвержден законом или решением представительного органа муниципального образования о бюджете соответствующего уровня. К данным видам ценных бумаг следует отнести государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО), облигации федерального займа (ОФЗ), облигации государственного сберегательного займа Российской Федерации (ОГСЗ), целевые облигации Российской Федерации – государственные сберегательные облигации (ГСО), облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ), казначейские обязательства Российской Федерации и др.

Основными эмитентами корпоративных (частных) ценных бумаг выступают юридические лица. В качестве корпоративных (частных) ценных бумаг могут выпускаться акции, облигации, депозитарные расписки, векселя, чеки, складские свидетельства и множество других.

9. В зависимости от наличия дополнительных гарантий по получению исполнения выделяют ценные бумаги:

- с обеспечением;
- без обеспечения.

Основным требованием здесь выступает наличие либо поручительства, либо банковской гарантии, либо залога, а также иных способов, которыми обеспечивается исполнение обязательств эмитентом. В таком качестве выступают облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия; клиринговые сертификаты участия; облигации, обеспеченные залогом определенного имущества

общества, либо облигации под обеспечение, предоставленное обществу для целей выпуска облигаций третьими лицами.

Размещение облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

10. По сроку существования ценные бумаги делятся:

- на срочные;
- бессрочные.

Срочные – это ценные бумаги, срок существования которых ограничен во времени по условиям выпуска, т. е. имеющие заранее известные сроки обращения. Характерным примером являются облигации и векселя.

Бессрочными являются бумаги, существование которых не ограничено во времени, т. е. осуществление прав по ним растянуто во времени, а момент прекращения исполнения обязательств эмитентом заранее не известен. Классическим примером в таком качестве выступает акция. Подобные бумаги могут существовать либо вечно, либо до момента погашения – при выпуске ценной бумаги дата никак не обозначена. К таким бумагам также можно отнести некоторые бессрочные корпоративные и государственные облигации.

Обычно срочные ценные бумаги делятся на три подвиды:

- краткосрочные, имеющие срок обращения до 1 года;
- среднесрочные, имеющие срок обращения условно от 1 года до 5–10 лет;
- долгосрочные, имеющие срок обращения от 5–10 лет до 30 лет и более.

11. Ценные бумаги можно классифицировать по признаку обращаемости:

- рыночные (свободнообращающиеся) ценные бумаги;
- нерыночные, которые выпускаются эмитентом и могут быть возвращены только ему (не могут перепродаваться).

Основные виды ценных бумаг являются рыночными, т. е. ценные бумаги могут свободно продаваться и покупаться на рынке. Однако в ряде случаев обращение ценных бумаг может быть ограничено, и ценную бумагу нельзя продать никому, кроме того, кто ее выпустил, и строго через оговоренный срок.

12. По уровню риска ценные бумаги могут быть:

- безрисковые;
- рискованные (рискованные).

В свою очередь рискованные ценные бумаги можно подразделить:

- на низкорискованные;
- среднерискованные;
- высокорискованные.

Безрисковые ценные бумаги – это ценные бумаги, по которым риск практически отсутствует. В мировой практике – это краткосрочные государственные долговые обязательства (казначейские векселя), другие государственные ценные бумаги (государственные бескупонные краткосрочные облигации, облигации федерального займа и им подобные).

Все остальные ценные бумаги по уровню риска принято делить на низкорисковые (облигации корпораций с кредитным рейтингом, соответствующим кредитному рейтингу государства), среднерисковые (корпоративные облигации) и высокорисковые (как правило, акции).

## 5.2. Фондовый рынок и его участники

В классическом понимании финансовый рынок – это совокупность рыночных отношений, обеспечивающих мобилизацию и перераспределение временно свободных денежных средств хозяйствующих субъектов, государства и населения путем осуществления операций с финансовыми инструментами.

Распределение денежных средств происходит таким образом, что сам финансовый рынок выступает одновременно источником финансирования и средством инвестирования капитала.

Для современной рыночной экономики финансовый рынок является центральным звеном. Это чрезвычайно сложная инфраструктура, где множество финансовых посредников оперируют разнообразными финансовыми инструментами и выполняют широкий набор функций по обслуживанию и управлению экономическими процессами.

В мире известны три наиболее общих типа финансовых посредников:

- депозитного типа (коммерческие банки, сберегательно-кредитные ассоциации, кредитные союзы, взаимные сберегательные банки);
- контрактно-сберегательного типа (компании по страхованию жизни и имущества, пенсионные фонды);
- инвестиционного типа (взаимные фонды – паевые или открытые инвестиционные, траст-фонды, закрытые инвестиционные фонды).

Рынок ценных бумаг занимает существенную долю финансового рынка и является важнейшей составной частью как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые в совокупности и составляют финансовый рынок.

Иными словами, рынок ценных бумаг пронизывают две основные составляющие финансового рынка, т. е. он существует одновременно в двух ипостасях – в инструментах денежного рынка и как основа фондового рынка на рынке капиталов.

Таким образом, рынок ценных бумаг является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, но эти рынки объединены по признаку срочности (краткосрочный денежный рынок и средне-долгосрочный рынок капиталов).

Денежный рынок – это рынок относительно краткосрочных операций (не более одного года), на котором происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности.

Самый ликвидный актив – это деньги в форме банкнот и остатков на счетах. Дальнейшая иерархия ликвидности активов может быть представлена следующими активами:

- краткосрочные государственные ценные бумаги (ГКО);

– краткосрочные коммерческие долговые обязательства (векселя, облигации) первоклассных корпораций.

Структура финансового рынка представлена на рис. 27.

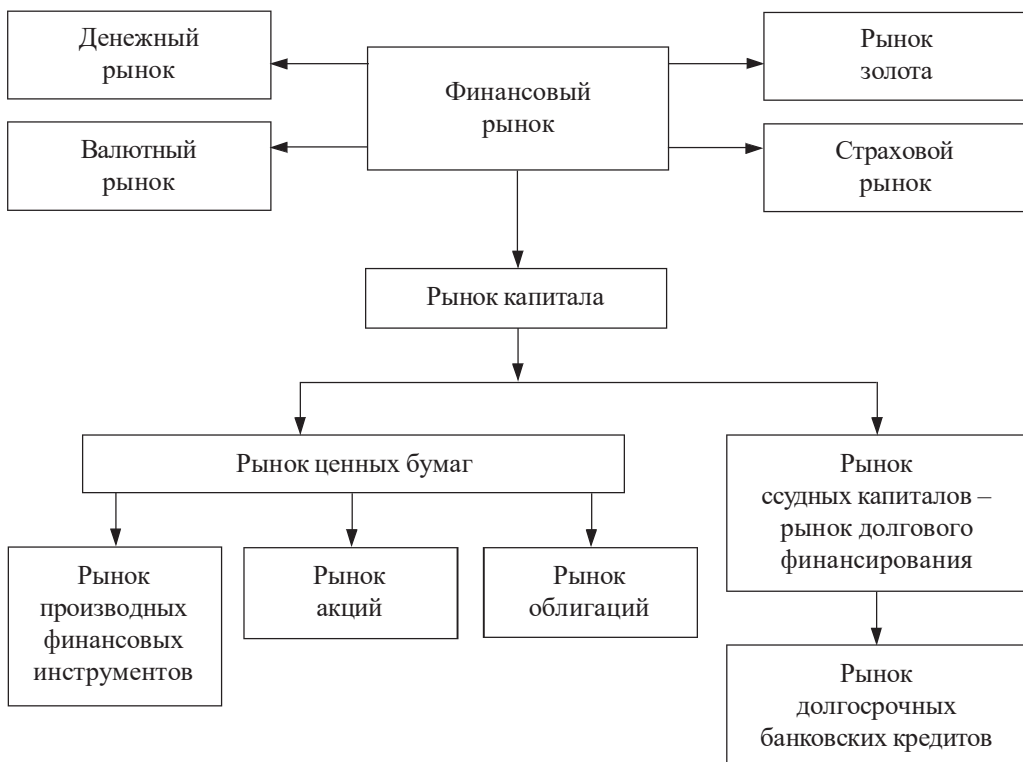


Рис. 27. Структура финансового рынка

Денежный рынок обслуживает главным образом движение оборотных капиталов компаний, краткосрочной ликвидности банков и государства.

Сегмент денежного рынка – межбанковский рынок (рынок межбанковских кредитов), на нем происходит перераспределение коротких и сверхкоротких банковских ресурсов.

Рынок капиталов – это рынок долгосрочных операций, обеспечивающих формирование собственного (акционерного) капитала, привлечение инвестиций.

Денежный рынок и рынок капиталов различаются по функциям, инструменты могут и совпадать (облигации).

Функция денежного рынка – регулирование ликвидности. Центральный банк осуществляет мониторинг процентных ставок на нем. При их росте и недостатке ликвидности он расширяет операции рефинансирования, проводит интервенции в национальной валюте, покупает ценные бумаги, тем самым увеличивает денежную массу и стабилизирует ставки.

Избыток ликвидных средств ведет к росту спроса на иностранную валюту, товары, другие доходные активы, что приводит к инфляции. Центральный банк продает иностранную валюту, ценные бумаги, размещает избыточные резервы коммерческих банков на своих депозитных счетах.

Функции рынка капиталов – формирование и перераспределение капиталов, определение рыночной стоимости компаний, инвестирование и спекулирование.

Принципиальное отличие денежного рынка от рынка капиталов – в ликвидности активов и сроках исполнения обязательств.

По экономическому содержанию рынок ценных бумаг есть система, обеспечивающая условия для обмена финансовыми активами посредством выпуска и обращения ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг есть совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов между его участниками с целью выявления равновесной текущей (справедливой) цены и получения инвестиционного дохода.

Насколько близки понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок»?

По мнению ряда исследователей, фондовый рынок ассоциируется, как правило, с фондовыми биржами. Так ли это на самом деле? Смысл здесь гораздо глубже. В самих фондовых биржах заложена высокоорганизованная совокупность экономических отношений ее участников (эмитентов, претендующих на получение официальной котировки их ценных бумаг; дилеров, брокеров, управляющих и их клиентов, находящихся в поисках лучших инвестиций свободных денежных средств; депозитариев, клиринговых и расчетных систем, обслуживающих участников торгов; наконец, государства в лице органов власти и управления, определяющего «правила игры» и контролирующего действующее законодательство по ценным бумагам и фондовым биржам), выражаемая как минимум через единый национальный рынок, не только связывающий, объединяющий финансовое пространство одной страны, но и являющийся доступным для входа и выхода из него каждого инвестора.

Остается вопрос: существует ли различие между понятиями «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок»? Слово *stock* в Северной Америке обычно ассоциируется с акцией, или, иначе говоря, характеризует долю собственности в корпорации. Но есть множество других ценных бумаг, не являющихся акциями, – это, как правило, долговые обязательства. По мере развития рынка различие между двумя широкими категориями – «акции» и «задолженность» – стало менее значительным.

В 80-х гг. XX в. резко увеличилось число видов и способов применения долговых инструментов (например, ценных бумаг, обеспеченных залладными). Авторы американского университетского учебника Р. Дж. Тьюлз, Э. С. Брэдли, Т. М. Тьюлз считают, что фондовый рынок является рынком ценных бумаг корпораций и правительств (иностранных, федеральных, местных органов власти). Раскрывая сущность фондового рынка, экономисты подчеркивают в экономических отношениях его участников по поводу обращения ценных бумаг «коллективную оценку текущей стоимости активов».



Исходя из анализа идентичной сущности «рынка ценных бумаг» и «фондового рынка», следует признать, что эти понятия являются близкими, но не абсолютно тождественными. Рынок ценных бумаг включает более широкое понятие, чем фондовый рынок. Как минимум, на величину инструментов денежного рынка, но если при определении фондового рынка сделать оговорку, как сделали американские ученые, что фондовый рынок является рынком ценных бумаг корпораций и правительств, добавив при этом все краткосрочные платежные денежные инструменты (ценные бумаги), то понятия будут практически тождественными. Все зависит от сделанных допущений.

Но нельзя забывать, что есть еще товарораспорядительные ценные бумаги, которые удостоверяют право владельца такой ценной бумаги на определенные товарно-материальные ценности и используются для оптимизации операций, связанных с куплей-продажей различных товаров. В российском законодательстве предусмотрены два вида товарораспорядительных ценных бумаг: складские свидетельства и коносаменты. С учетом данного вида ценных бумаг категория «рынок ценных бумаг» будет снова несколько шире, чем категория «фондовый рынок».

Таким образом, основная цель функционирования рынка ценных бумаг (фондового рынка) состоит в том, чтобы сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход. Первоклассными заемщиками выступают предприятия различных форм собственности и государство, а финансовые институты и физические лица – это основные поставщики капитала. Вместе с тем сам финансовый институт также может выступать заемщиком капитала в целях финансирования собственных операций.

Выбор инвестора происходит в зависимости от многих факторов, основными из которых являются:

- уровень доходности рынка;
- условия налогообложения рынка;
- степень риска потери капитала или недополучения ожидаемого дохода;
- организация рынка и удобство для инвесторов, возможность быстрого входа и выхода с рынка, уровень информированности рынка и т. п.

Подходы к рассмотрению функций рынка ценных бумаг могут быть различными. За базовый принцип следует взять основную цель функционирования рынка ценных бумаг – сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций. В этой связи на первое место необходимо поставить функцию аккумуляции свободных денежных средств для финансирования экономики страны с целью поддержания экономического роста. Ключевые функции имеют безусловный характер их реализации.

В табл. 26 представлены ключевые функции рынка ценных бумаг и их основное содержание.

Т а б л и ц а 26

**Ключевые функции рынка ценных бумаг**

Функция	Содержание
Аккумулирующая (мобилизационная)	Аккумуляция свободных денежных капиталов и сбережений и их последующее использование в качестве инвестиционных ресурсов
Распределительная (перераспределительная)	Обеспечение непрерывного движения финансовых ресурсов из разных источников
Информационная	Информирование участников о текущей ситуации на рынке и формирование стратегии поведения у инвесторов, вкладчиков, пайщиков и т. п.
Ценовая (ценообразование)	Формирование рыночной цены на финансовый актив и возможность ее регулирования в процессе совершения сделок

1. Функция аккумулирующая (мобилизационная) рынка ценных бумаг состоит в аккумулировании (мобилизации) свободных денежных средств вкладчиков, инвесторов для целей организации и расширения масштабов деятельности хозяйствующих субъектов. Эмиссия ценных бумаг является важнейшей функцией процесса привлечения капитала. Эта область деятельности участников рынка, занимающихся операциями с ценными бумагами, называется гарантированием размещения ценных бумаг (*underwriting*).

Учитывая, что на рынке ценных бумаг основными его участниками являются финансовые посредники, роль которых заключается в поиске и сведении незнакомых экономических субъектов, имеющих взаимодополняющие по отношению к финансовым ресурсам потребности, то после аккумулирования свободных денежных средств обязательно наступит этап их распределения и в дальнейшем многократного перераспределения в соответствии с инвестиционными предпочтениями инвесторов. На второе место выходит функция рынка ценных бумаг, в основе которой лежит характеристика риск-профиля инвестора.

2. Распределительная (перераспределительная) функция рынка ценных бумаг состоит в обеспечении движения свободных денежных средств (осуществление перелива капитала от одной корпорации к другой, между отраслями, между странами в поисках лучших инвестиций владельцев свободных денежных средств).

В ходе реализации данной функции постоянно выявляется справедливая (инвестиционная) стоимость ценных бумаг, участники рынка поддерживают его эффективность на условиях владения инвесторами равнодоступной, объективной информации как заложенной уже в старых ценах, так и новой, появляющейся на рынке. В этой связи нельзя не обозначить информационную функцию, роль которой будет только расти в условиях повышенной неопределенности финансовых и фондовых рынков.

3. Информационная функция сообщает вкладчикам, пайщикам, инвесторам о ситуации на фондовом рынке и дает им ориентиры, помогающие рациональнее размещать свои капиталы. Данная функция претерпела серьезные изменения на современном этапе, поскольку информация играет решающую роль в выявлении цен на рынке, эффективность которого, по мнению ряда экспертов, все больше ставится под сомнение.

Наряду с обозначенными ключевыми функциями рынка ценных бумаг необходимо выделить такую самостоятельную функцию, как ценообразование активов.

4. Ценовая функция (функция объективизации цен, ценообразования) дает ответ на главный вопрос о справедливой стоимости ценных бумаг. Безусловно, сам рынок как экономическая категория ответа на этот вопрос не даст. Ценообразование биржевых активов можно отнести к функциям биржи, ценообразование внебиржевых активов построено на оценочной деятельности, и ответ можно получить от соответствующих уполномоченных институтов. В широком понимании можно отнести к функциям рынка ценных бумаг так называемую ценообразующую функцию.

Следует отметить еще один принципиальный вопрос. Если ценовая функция отвечает на вопрос ценообразования активов на биржевом и внебиржевом кассовом (спот-рынке), то срочный рынок отвечает на вопрос ценопрогнозирования этих самых активов.

С рынком ценных бумаг (кассовым и срочным) связаны также такие специфические функции, как хеджирование, спекулирование, арбитражирование.

Таким образом, функции рынка ценных бумаг позволяют реализовать его основную задачу (мобилизация свободных денежных ресурсов и доведение их до потребителей), а также выявление равновесной справедливой цены и доведение достоверной и объективной информации до всех участников.

Обозначенные функции наиболее точно характеризуют рынок ценных бумаг как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов между его участниками, чтобы получить не только коллективную справедливую оценку стоимости активов, но и инвестиционный доход.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг имеет свои особенности, которые связаны с конкретной структурой обращающихся ценных бумаг, деловой активностью тех или иных участников рынка, общим состоянием экономики, выбранной моделью рынка. Он должен учитывать специфику и природу отдельных ценных бумаг как финансовых инструментов.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг может быть представлен с двух сторон.

Рынок ценных бумаг с *институциональной* стороны представляет собой совокупность кредитных и некредитных финансовых организаций, посредством которых осуществляется аккумуляция и перераспределение финансовых ресурсов в экономике. Методы институционального регулирования связаны прежде

всего с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и качеством управления ими.

С *функциональной* же стороны – это механизм взаимодействия спроса и предложения на ценные бумаги и финансовые инструменты (активы). Методы функционального регулирования связаны с установлением правил совершения определенных операций (т. е. выполнения определенных функций). Поскольку в большинстве случаев для защиты интересов инвесторов на рынке ценных бумаг основной акцент делается именно на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу регулирования рынка ценных бумаг. Поскольку методы функционального регулирования рынка, составляющие основу всей системы его регулирования, связаны с установлением правил совершения операций, они во многом смыкаются с вопросами деловой этики и обычаев делового оборота.

К субъектам российского рынка ценных бумаг (РЦБ) относятся:

- Президент РФ, подписывающий законы и издающий указы, регламентирующие развитие рынка ценных бумаг;
- Совет Федерации, ратифицирующий законодательные акты по вопросам развития рынка ценных бумаг;
- Государственная дума, разрабатывающая законодательные акты по вопросам развития рынка ценных бумаг;
- Правительство РФ, определяющее общие направления развития рынка ценных бумаг;
- Центральный банк России:
  - разрабатывающий концепцию, основные направления развития рынка ценных бумаг и нормативно-правовые акты, регулирующие это развитие;
  - осуществляющий контроль за рынком ценных бумаг, аттестацию и лицензирование профессиональных участников рынка;
  - проводящий государственную регистрацию проспектов эмиссии ценных бумаг;
  - размещающий государственные ценные бумаги (агент правительства РФ), выпускающий собственные;
  - осуществляющий другие функции как мегарегулятор финансового рынка РФ.
- Министерство финансов РФ, которое проводит общее регулирование развития рынка ценных бумаг как составной части финансового рынка, осуществляет выпуск государственных ценных бумаг;
- Федеральное агентство по управлению государственным имуществом РФ (Росимущество РФ), которое осуществляет управление пакетами ценных бумаг, находящихся в собственности государства; организует продажи приватизируемого федерального имущества;
- Федеральная антимонопольная служба (ФАС РФ), осуществляющая контроль за соблюдением антимонопольного законодательства и иных нормативных правовых актов в сфере защиты конкуренции на рынках банковских, страховых

и лизинговых услуг; услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг, негосударственных пенсионных фондов и организаторов торговли; а также иных финансовых услуг;

- Федеральная налоговая служба, осуществляющая контроль за налогообложением юридических и физических лиц по сделкам с ценными бумагами;
- Федеральное казначейство, размещающее казначейские обязательства;
- эмитент – юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.

Классическая цель эмиссии – мобилизация средств для финансирования деятельности хозяйствующего субъекта, каких-либо проектов. Принимая решение о выпуске ценных бумаг, эмитент:

- анализирует ситуацию в стране, отрасли, перспективы своего развития;
- определяет круг потенциальных покупателей, их предпочтения;
- разрабатывает параметры выпуска (объем эмиссии, вид ценных бумаг, номинал, доход, сроки размещения), что дает ему возможность создать конкурентоспособность выпускаемых ценных бумаг;
- саморегулируемые организации (СРО) – добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующие в соответствии с Федеральным законом о рынке ценных бумаг и функционирующие на принципах некоммерческой организации.

Цели СРО:

- обеспечение условий профессиональной деятельности участников РЦБ;
- соблюдение стандартов профессиональной деятельности на РЦБ;
- защита интересов владельцев ценных бумаг, самих членов СРО;
- установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами и обеспечение эффективности деятельности на РЦБ.

Примеры саморегулируемых организаций: Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД);

- пенсионные фонды и страховые компании, вкладывающие временно свободные финансовые ресурсы в ценные бумаги;
- инвесторы – юридические и физические лица, осуществляющие вложения свободных денежных средств в ценные бумаги с целью получения дохода.

Участники рынка ценных бумаг представлены на рис. 28.

Инвесторы могут быть корпоративные, индивидуальные и институциональные.

Корпоративные инвесторы – субъекты предпринимательской деятельности, осуществляющие вложения свободных денежных средств в ценные бумаги.

Институциональные инвесторы – инвестиционные институты (банки, различные инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании), объединяющие средства множества владельцев свободных денежных средств для инвестирования в ценные бумаги на профессиональной основе.

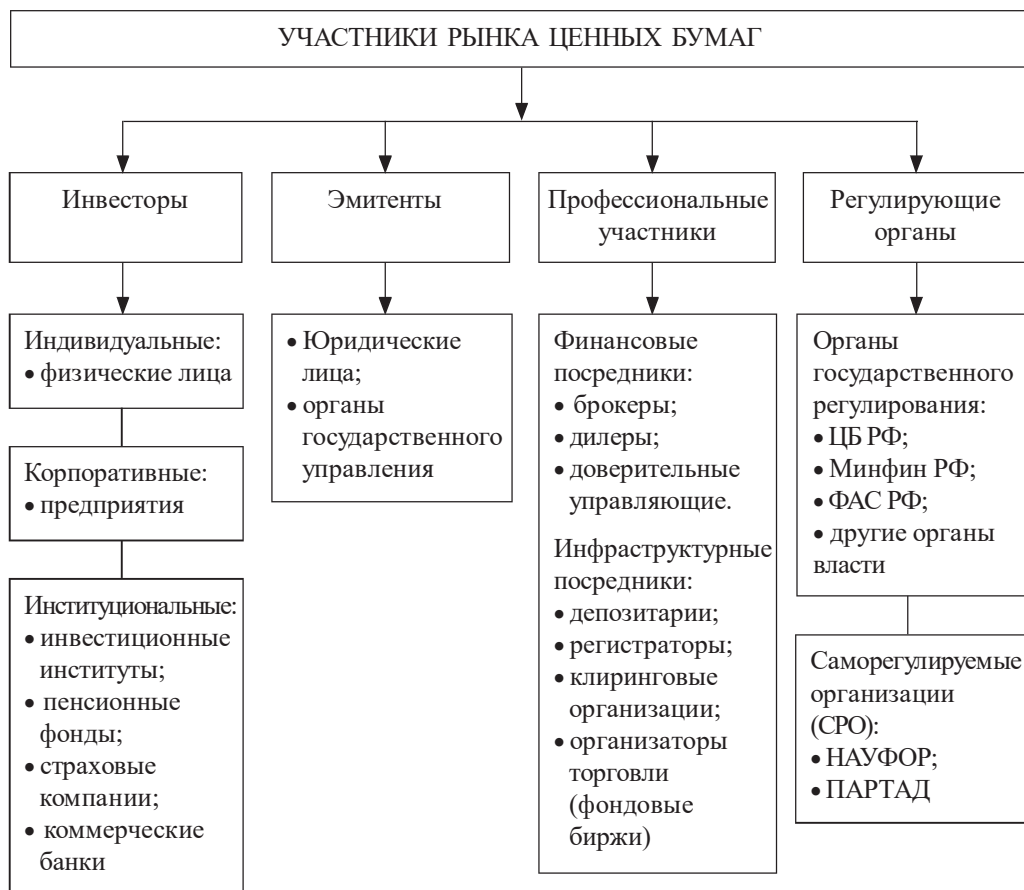


Рис. 28. Структура участников рынка ценных бумаг

Индивидуальные инвесторы – физические лица, осуществляющие вложения свободных денежных средств в ценные бумаги с целью получения дохода.

По целям инвестирования инвесторы подразделяются:

– на консервативных, заинтересованных в безопасности вложений (государственные ценные бумаги);

– умеренно-консервативных (инвестирование в ценные бумаги с гарантированным доходом – государственные и корпоративные облигации, небольшие вложения в привилегированные акции);

– агрессивных (вложения в акции компаний роста, цель – максимальный доход).

Можно выделить в отдельную группу стратегических инвесторов, стремящихся к установлению контроля в корпорации и получению дохода в перспективе.

Банк России как мегарегулятор финансового рынка классифицирует инвесторов по состоянию на 01.07.2020 г. по следующим категориям:

- неквалифицированные;
- квалифицированные.

Квалифицированный инвестор обязан определить свой инвестиционный профиль – от этого зависит круг доступных ему инструментов. Но он может покупать и любые другие инструменты, если настаивает на этом и проинформирован о рисках. Действующие квалифицированные инвесторы при вступлении новых правил (находятся на рассмотрении) в силу сохраняют свой статус.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии с Федеральным законом РФ «О рынке ценных бумаг».

Профессиональные участники:

- устанавливают и поддерживают связь между эмитентом и инвестором, облегчая и ускоряя движение капитала;
- формируют спрос и предложение на ценные бумаги, консультируя эмитента по поводу выпуска ценных бумаг и инвестора о приобретении ценных бумаг;
- обеспечивают ликвидность рынка.

К профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг относится брокерская, дилерская, депозитарная деятельность, а также деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Клиринговая деятельность, как и деятельность по организации торговли, регулируются специальными Федеральными законами «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» и «Об организованных торгах».

Деятельность в качестве профессионального участника рынка ценных бумаг возможна только на основании лицензии на право заниматься указанной деятельностью. Всего в российском законодательстве предусмотрено два вида лицензий:

- профессионального участника;
- регистратора.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг подразделяются на прямых и инфраструктурных посредников.

К прямым посредникам относятся брокеры, дилеры и управляющие.

К инфраструктурным посредникам можно отнести институты инфраструктуры – регистраторов, депозитарии, клиринговые организации, организаторов торговли, в т. ч. биржи. Эти институты способствуют заключению сделок между участниками рынка ценных бумаг и берут на себя часть операционных рисков.

Профессиональными участниками рынка ценных бумаг могут быть только юридические лица.

На рис. 29 представлена классификация профессиональных участников, исходя из видов оказываемых услуг.

*Брокерской деятельностью* признается деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, осуществляемая на основании возмездных договоров с клиентом (договор о брокерском обслуживании).



Рис. 29. Классификация профессиональных участников по видам оказываемых услуг на рынке ценных бумаг

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность, именуется брокером.

Брокерская деятельность осуществляется на основе следующих видов договоров:

- договора поручения;
- договора комиссии;
- агентского договора.

По договору поручения брокер действует в качестве поверенного, совершает сделки от имени и за счет клиента, не приобретает прав и обязанностей по сделке. За свои услуги брокер получает комиссионное вознаграждение.

По договору комиссии брокер действует в качестве комиссионера и совершает сделки от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом, приобретая права и обязанности по сделке.

По агентскому договору одна сторона (агент) обязуется за вознаграждение совершать по поручению другой стороны (принципала) юридические действия от своего имени, но за счет принципала либо от имени и за счет принципала.

Агентский договор охватывает более широкий круг действий брокера как посредника. Кроме совершения сделок, это может быть ведение переговоров; проведение рекламной кампании; маркетинговые исследования; оказание консультационных услуг и др.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера.



В случае, если конфликт интересов брокера и его клиента, о котором клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к причинению клиенту убытков, брокер обязан возместить их в порядке, установленном гражданским законодательством РФ.

Брокер вправе использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном брокерском счете (счетах), если это предусмотрено договором о брокерском обслуживании, гарантируя клиенту исполнение его поручений за счет указанных денежных средств или их возврат по требованию клиента. Денежные средства клиентов, предоставивших право их использования брокеру в его интересах, должны находиться на специальном брокерском счете (счетах), отдельном от специального брокерского счета (счетов), на котором находятся денежные средства клиентов, не предоставивших брокеру такого права. Денежные средства клиентов, предоставивших брокеру право их использования, могут зачисляться брокером на его собственный банковский счет.

Основу взаимоотношений брокера и клиента составляет договор на брокерское обслуживание, который сопровождается открытием счета клиента в брокерской компании.

Содержание договора на брокерское обслуживание зависит от типа счета, открываемого клиенту:

- наличного счета;
- маржинального счета.

Наличный счет отражает операции с ценными бумагами, осуществляемые брокером по поручению клиента на условиях оплаты собственными средствами клиента, т. е. без предоставления кредита. Сделки купли-продажи ценных бумаг проводятся по наличному счету, если договор на брокерское обслуживание устанавливает, что при покупке ценные бумаги оплачиваются денежными средствами клиента, а при продаже предметом сделки являются ценные бумаги, депонированные на счете клиента.

Маржинальный счет – это счет, открываемый клиенту в брокерской компании и позволяющий ему использовать кредиты под залог ценных бумаг, приобретаемых в том числе за счет кредита. Маржинальные сделки могут совершаться только на бирже.

Заемные средства, предоставляемые брокером клиенту при проведении операций «на марже», в свою очередь, представляют собой краткосрочные ссуды, которые брокер предоставляет под залог купленных для клиента ценных бумаг в качестве обеспечения кредита. Кредитование может осуществляться и дачей займа клиенту ценных бумаг брокера – так называемая короткая продажа. Поэтому обязательным является письменное согласие клиента на совершение маржинальных сделок, оформленное в виде самостоятельного документа или включенное в текст договора на брокерское обслуживание.

Маржинальное кредитование позволяет совершать на финансовых рынках сделки с превышением объема собственных средств или при отсутствии собственных ценных бумаг на счете. Клиенту предоставляется кредитное «плечо»,

т. е. он получает возможность привлекать дополнительные деньги или ценные бумаги для проведения торговых операций на бирже, получая при этом возможность покупать ценные бумаги или валюту на сумму, значительно превышающую объем его собственных средств, или продавать ценные бумаги или валюту, которых нет в числе его активов, но есть денежное обеспечение.

Ключевым преимуществом маржинального кредитования является возможность работать не только на росте рынка, но и на его понижении.

В российском правовом поле определение маржинальных сделок дано в ст. 3, п. 4 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», согласно которому брокер вправе предоставлять клиенту в заем *денежные средства и (или) ценные бумаги* для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг при условии предоставления клиентом обеспечения. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и(или) ценных бумаг, переданных брокером в заем, именуется *маржинальными сделками*. В зависимости от вида того, что отдается брокером в ссуду (денежные средства или ценные бумаги), различают два вида маржинальных сделок:

– «длинная» позиция (или лонг, от англ. *long*) – покупка ценной бумаги с привлечением заемного капитала в форме денежных средств. «Длинная» позиция характеризует традиционную ситуацию, в которой инвестор покупает актив с расчетом, что стоимость его вырастет, после чего он рассчитывает его продать и получить прибыль.

– «короткая» позиция (или шорт, от англ. *short*) – продажа ценной бумаги, взятой у брокера в займы. «Короткая» позиция означает, что инвестор берет дешевающие ценные бумаги в долг у брокера и продает, чтобы через некоторое время купить их снова, но уже по сниженной цене и, соответственно, вновь получить прибыль.

Начиная с 2014 г. расчет маржинальных параметров начал производиться в России для каждого клиента индивидуально, в то время как до этого периода пороговые уровни маржи были фиксированы и одинаковы для всех клиентов.

Изменилась и схема предоставления «плеча», уровень которого стали рассчитывать отдельно по каждой бумаге на основании заранее установленных дисконтов, определяемых в зависимости от категории клиента и выбранного им уровня риска.

С 1 июля 2019 г. Банк России предписывает классифицировать всех клиентов брокера по двум категориям:

- клиенты с повышенным уровнем риска (далее – КПУР);
- клиент со стандартным уровнем риска (далее – КСУР).

В категорию КПУР теперь входят клиенты, соответствующие следующим критериям (в наиболее общем виде):

- а) портфель клиента оценивается не менее чем в 3 млн руб.;
- б) портфель клиента оценивается не менее чем в 600 тыс. руб., при этом данное лицо является клиентом брокера в течение последних 180 дней, из которых не менее 5 дней заключались сделки с ценными бумагами или производными финансовыми инструментами.

Клиенты, не соответствующие указанным требованиям, относятся к категории КСУР.

Кроме того, с 1 июля 2019 г. Банк России для осуществления маржинальной торговли на финансовом рынке кардинально изменил правила совершения маржинальных сделок, скорректировав формулу для расчета ключевых риск-параметров – *начальной маржи* (для открытия позиций) и *минимальной маржи* (для закрытия позиций). Пересмотр подхода к расчету указанных параметров обусловлен необходимостью объединения методики риск-менеджмента фондового и срочного рынков. Теперь брокер при осуществлении контроля над рисками будет учитывать не только позиции по ценным бумагам и денежным средствам, но и по производным финансовым инструментам. Иными словами, если у клиента есть в портфеле противоположные позиции (например, «длинная» позиция в ценных бумагах и «короткая» по соответствующему фьючерсу/опциону), то в целях определения уровня маржи эти позиции будут сальдированы благодаря учету всех соответствующих параметров в формуле. Это позволяет при сохранении того же «плеча» (в большинстве случаев 1 : 3) совершать больше операций, например, использовать фьючерсный контракт на хеджирование позиции клиента по непокрытым сделкам с ценной бумагой или иностранной валютой. Поскольку величина риска будет меньше, это позволит клиенту совершать большее количество сделок при том же размере обеспечения.

Размер начальной маржи рассчитывается по-разному для КПУР и КСУР, а уровень минимальной маржи определяется как  $\frac{1}{2}$  от начальной маржи.

Размер начальной маржи имеет важное значение при принятии решения об открытии новых позиций (приобретении дополнительных ценных бумаг). Так как клиент может рисковать только собственными активами, то начальная маржа не должна быть больше стоимости портфеля. Если начальная маржа превысит стоимость портфеля клиента, то:

- во-первых, клиент не может открывать новые позиции, направленные на увеличение маржи;

- во-вторых, брокер направляет клиенту уведомление о том, что стоимость портфеля стала меньше размера начальной маржи.

Что касается *минимальной маржи*, то ее размер позволяет оценить риск удержания уже открытых позиций. Приближение стоимости портфеля к уровню минимальной маржи говорит о небольшом запасе прочности портфеля и о высоких рисках принудительного закрытия позиций клиента из-за недостатка средств обеспечения на счете. Очевидно, что минимальная маржа должна быть меньше стоимости портфеля и в случае, если минимальная маржа превысит стоимость портфеля, брокер обязан принудительно сократить часть позиций клиента до размера, при котором стоимость портфеля будет не меньше, чем начальная маржа по портфелю.

Избежать риска принудительного сокращения брокером позиций клиент может следующим образом:

- закрыть часть позиций, уменьшив тем самым размер начальной маржи;

– довести на свой счет ликвидные активы: денежные средства или ликвидные ценные бумаги, т. е. увеличить стоимость портфеля.

Показатели риска портфеля можно отслеживать по нормативам покрытия риска (НПР):

– НПР1, равному разности стоимости портфеля и начальной маржи клиента. В случае снижения стоимости портфеля ниже уровня начальной маржи, значение показателя НПР1 окажется менее 0, о чем клиенту будет направлено сообщение «О снижении показателя НПР1 ниже 0» одним или несколькими способами, предусмотренными регламентом деятельности брокерской компании;

– НПР2, равному разности стоимости портфеля и минимальной маржи. При снижении стоимости портфеля ниже показателя минимальной маржи показатель НПР2 принимает значение меньше 0. Если это произошло до «ограничительного времени» 16-00 МСК, позиции клиента будут принудительно закрыты в текущую торговую сессию ПАО «Московская биржа». В случае, если НПР2 принимает значение меньше 0 после 16-00 МСК, то позиции клиента могут быть сокращены в текущую или в следующую торговую сессию биржи. Принудительное закрытие производится в размере, достаточном для достижения показателем НПР1 значения  $\geq 0$ .

Важно отметить, что маржинальные операции доступны не со всеми ценными бумагами, а лишь с так называемыми *маржинальными ценными бумагами* – бумагами, которые могут приниматься в качестве обеспечения по сделкам с неполным покрытием, а также ценными бумагами, с которыми разрешается совершать сделки с неполным покрытием путем покупки или продажи ценных бумаг. Таким образом, не все ценные бумаги можно купить с «плечом» и не все ценные бумаги можно «коротко» продать. Объяснение данной ситуации достаточно простое. В случае, если на счете клиента есть условный миллион рублей, то брокер легко одолжит дополнительные денежные средства, так как к ликвидности на счете в этом случае нет никаких вопросов. Напротив, если на счете клиента имеются акции никому не известной компании 3-го эшелона, брокер уже вряд ли одолжит деньги, так как вернуть свои денежные средства посредством реализации акций такой компании может оказаться непросто. Именно по этой причине клиринговая организация определяет риск-параметры и формирует список маржинальных ценных бумаг. Для ПАО «Московская биржа» гарантом по всем взаиморасчетам и обязательствам выступает «Национальный клиринговый центр» (АО), поэтому за списком маржинальных бумаг клиенты данной торговой площадки обращаются именно туда и отслеживают соответствующую информацию в разделе «параметры ценных бумаг». Следует отметить, что брокер вправе корректировать список маржинальных ценных бумаг согласно собственным правилам.

Для брокера существует запрет гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств.

Брокерская деятельность может быть совмещена с дилерской при условии получения лицензии.

*Дилерской деятельностью* признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен

покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией, а также государственная корпорация, если для такой корпорации возможность осуществления дилерской деятельности установлена Федеральным законом, на основании которого она создана.

На дилера возлагается выполнение важнейшей функции – поддержание ликвидности фондового рынка и обеспечение справедливого ценообразования финансовых активов. Принимая на себя обязательства по котировке ценных бумаг, дилеры формируют уровень цен на организованном фондовом рынке. Эти цены подлежат публичной котировке, т. е. они объявляются на бирже или в системе внебиржевой торговли и доступны не только дилерам, но и широкому кругу инвесторов.

Спред (разница между ценой продажи и покупки) устанавливает дилер в зависимости от возможности исполнения своих обязательств, в конечном итоге это его доход. Наряду с ценами дилер может устанавливать количественные характеристики (минимальные) покупки и продажи ценных бумаг, срок действия установленных цен. При отсутствии указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом.

Обязанности и права дилера приведены на рис. 30.

Если финансовая компания совмещает дилерскую деятельность с брокерской, сделки, которые осуществляются по поручению клиентов, относительно ее дилерских сделок подлежат исполнению в приоритетном порядке во всех случаях.

*Деятельностью по управлению ценными бумагами* признается деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Доверительный управляющий осуществляет от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительное управление переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, включая иностранную валюту;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим.

Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего.

При заключении договора на управление ценными бумагами управляющий обязан определить инвестиционный профиль клиента. Например, инвестицион-

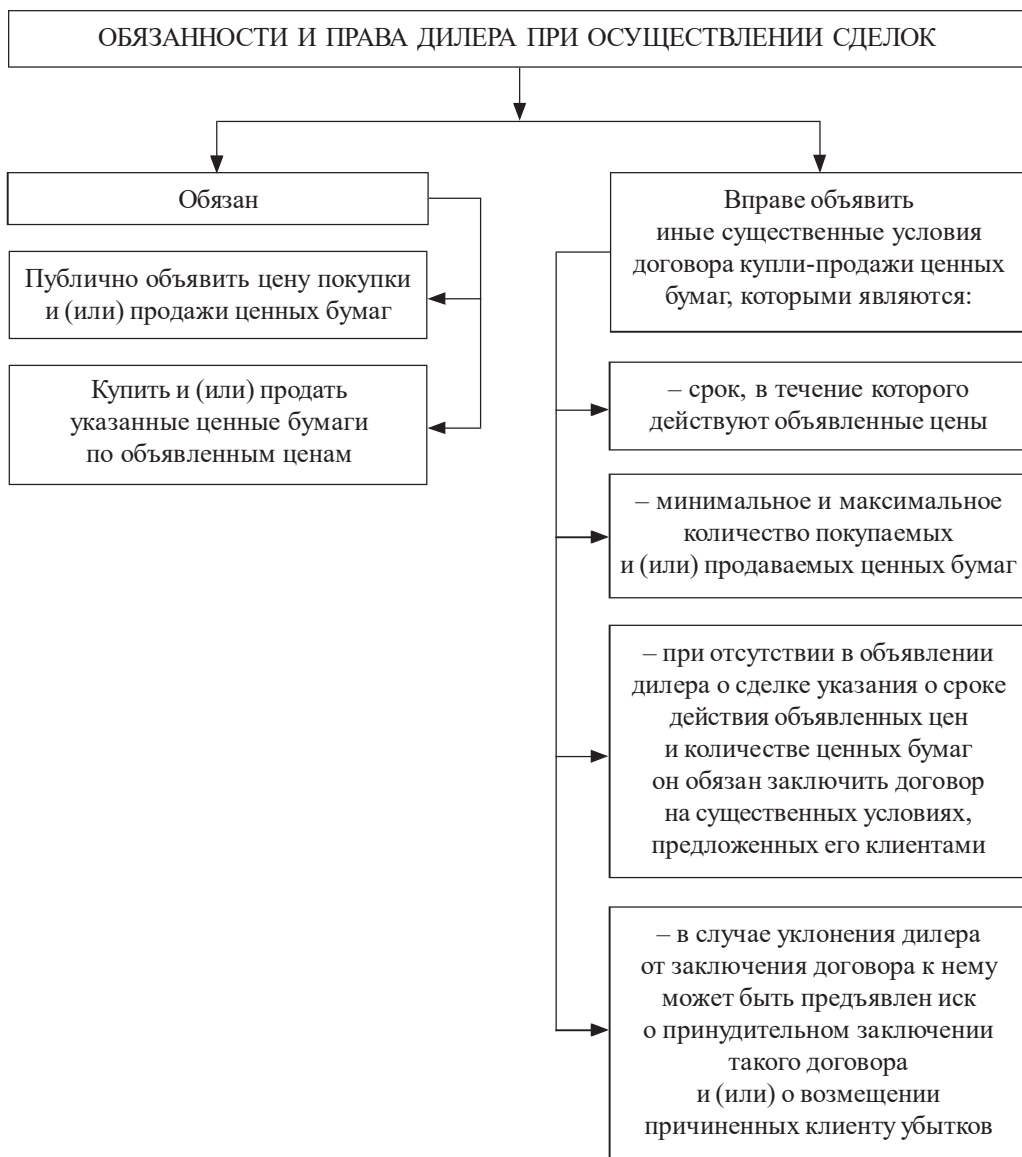


Рис. 30. Обязанности и права дилера при осуществлении сделок на рынке ценных бумаг

ный профиль клиента – физического лица будет определяться управляющим, исходя из следующих сведений:

- возраста физического лица;
- примерных среднемесячных доходов и среднемесячных расходов за последние 12 месяцев, а также сбережений физического лица;
- опыта и знаний физического лица в области инвестирования.

Инвестиционный профиль клиента определяется:

- как доходность от доверительного управления, на которую рассчитывает клиент (ожидаемая доходность);
- риск, который способен нести клиент (допустимый риск);
- период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск (инвестиционный горизонт).

На рис. 31 представлена схема взаимодействия доверительного управляющего с учредителем управления.

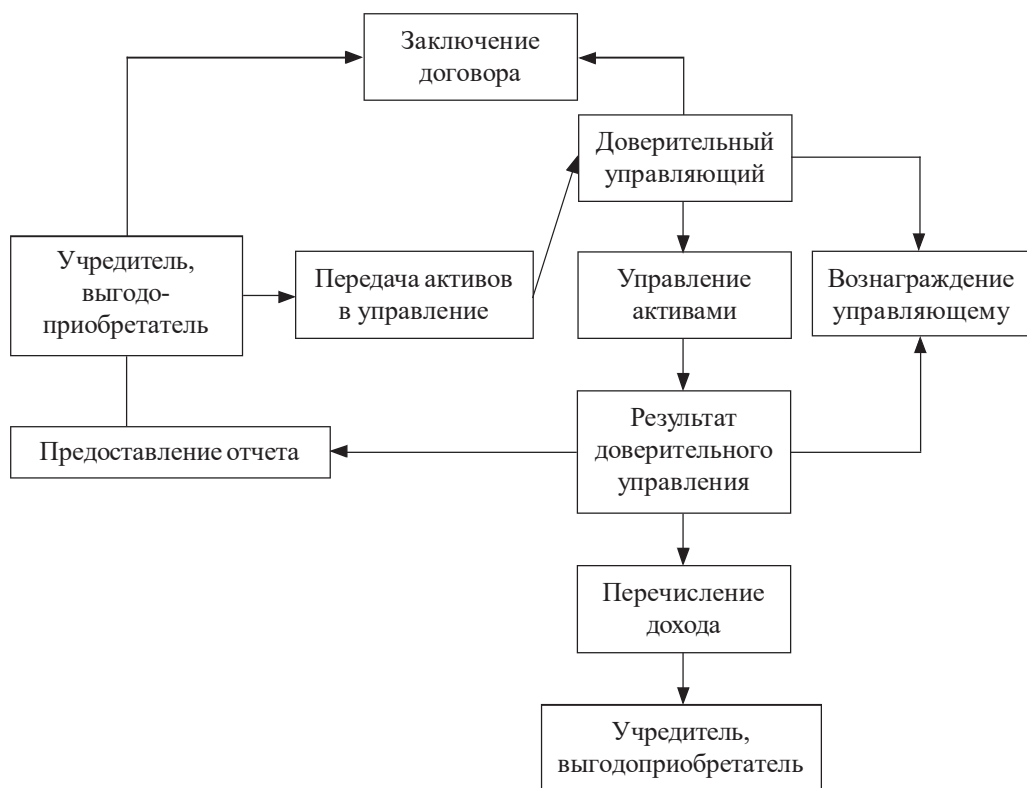


Рис. 31. Взаимодействие управляющего с учредителем управления

При осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами доверительный управляющий обязан раскрыть информацию на своем официальном сайте в Интернете. Состав и объем обязательной для раскрытия информации установлен законодательными нормами и включает:

- внутренние документы;
- стандартные стратегии управления;
- сведения о каждой стандартной стратегии управления, включая сведения об инвестиционном горизонте;

- описание рисков, связанных с каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления;
- динамику средних отклонений доходности инвестиционных портфелей клиентов;
- информацию о вознаграждении управляющего в связи с доверительным управлением по каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления;
- описание рисков, связанных с каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления;
- информацию о расходах, связанных с доверительным управлением по каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления.

Управляющий обязан принять меры по выявлению и контролю конфликта интересов с учредителем управления (выгодоприобретателем), а также предотвращению его последствий.

В случае, если меры, принятые управляющим по предотвращению последствий конфликта интересов, не привели к снижению риска причинения ущерба интересам клиента, управляющий обязан уведомить клиента об общем характере и (или) источниках конфликта интересов до начала совершения сделок, связанных с доверительным управлением имуществом клиента.

В случае, если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, привел к действиям управляющего, нанесшим ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством.

Управляющий вправе при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами приобретать клиенту (учредителю управления) ценные бумаги и иные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, только при условии, что клиент является квалифицированным инвестором.

Управляющий обязан:

- осуществлять управление ценными бумагами в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) в соответствии с законодательством РФ;
- проявлять должную заботливость об интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами;
- обособить ценные бумаги и денежные средства учредителя управления, находящиеся в доверительном управлении, а также полученные управляющим в процессе управления ценными бумагами, от имущества управляющего и имущества учредителя управления, переданного управляющему в связи с осуществлением им иных видов деятельности.

Для хранения денежных средств, находящихся в доверительном управлении, а также полученных управляющим в процессе управления ценными бумагами, управляющий обязан использовать отдельный банковский счет.



Для учета прав на ценные бумаги, находящиеся в доверительном управлении, в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг управляющий открывает отдельный лицевой счет управляющего, а если учет прав на ценные бумаги осуществляется в депозитарии, открывает отдельный счет депо управляющего.

На одном банковском счете управляющего могут учитываться денежные средства, передаваемые в доверительное управление разными учредителями управления, а также полученные в процессе управления ценными бумагами, при условии, что такое объединение денежных средств предусмотрено договорами доверительного управления, заключенными управляющим с учредителями управления.

При этом управляющий обязан обеспечить ведение обособленного внутреннего учета денежных средств по каждому договору доверительного управления.

При прекращении договора доверительного управления по основаниям, предусмотренным гражданским законодательством РФ, управляющий обязан передать учредителю управления (выгодоприобретателю) принадлежащие учредителю управления объекты доверительного управления в порядке и в сроки, предусмотренные договором доверительного управления.

Управляющий обязан предоставлять учредителю управления отчет о деятельности управляющего по управлению ценными бумагами в сроки, предусмотренные договором доверительного управления. Отчет о деятельности управляющего, предоставляемый клиенту, должен содержать следующую информацию:

- сведения о динамике ежемесячной доходности инвестиционного портфеля клиента за весь период доверительного управления, если договором доверительного управления не предусмотрен иной период, включающий последние 12 месяцев, предшествующих дате, на которую составлен отчет;

- сведения о стоимости инвестиционного портфеля клиента, определенной на конец каждого месяца, за период доверительного управления, если договором доверительного управления не предусмотрен иной период, включающий последние 12 месяцев, предшествующих дате, на которую составлен отчет.

*Депозитарной деятельностью* признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарий, осуществляющий расчеты по результатам сделок, совершенных на торгах организаторов торговли по соглашению с такими организаторами торговли и (или) с клиринговыми организациями, осуществляющими клиринг таких сделок, именуется расчетным депозитарием.

Как правило, к услугам расчетного депозитария относят:

- обеспечение «поставки» ценных бумаг, в том числе помещенных в хранилище при документарной их форме, от продавца к покупателю путем записей по счетам депо;

- учет информации об обременении ценных бумаг обязательствами;

- получение от эмитента доходов по ценным бумагам, их распределение и перечисление на денежные счета клиентов.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом.

Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Депозитарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, являющиеся неотъемлемой составной частью заключенного депозитарного договора.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг.

На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

- а) однозначное определение предмета договора: предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги;
- б) порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;
- в) срок действия договора;
- г) размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- д) форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- е) обязанности депозитария.

В обязанности депозитария входят:

- регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету;
- передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарий имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя в соответствии с депозитарным договором.

Депозитарий несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей по учету прав на ценные бумаги, в том числе за полноту и правильность записей по счетам депо.

Депозитарий может оказывать депоненту услуги, связанные с получением доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат.

В случае оказания депоненту услуг, связанных с получением доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат, денеж-

ные средства депонента должны находиться на отдельном банковском счете, открываемом депозитарием в кредитной организации (специальный депозитарный счет). Депозитарий обязан вести учет денежных средств каждого депонента, находящихся на специальном депозитарном счете, и отчитываться перед ним. На денежные средства депонента, находящиеся на специальном депозитарном счете, не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария. Депозитарий не вправе зачислять собственные денежные средства на специальный депозитарный счет, за исключением случаев их выплаты депоненту, а также использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном депозитарном счете.

Депозитарии, осуществляющие учет прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, вправе зачислять указанные ценные бумаги на счет депо владельца, только если последний является квалифицированным инвестором.

В России специализированные депозитарии взаимодействуют с управляющими компаниями коллективных форм инвестирования и на основании лицензии, выданной регулирующим органом, выполняют функцию учета и хранения имущества, принадлежащего акционерным инвестиционным фондам, паевым инвестиционным фондам, негосударственным пенсионным фондам.

Специализированный депозитарий осуществляет контроль за соблюдением управляющей компанией нормативно-законодательных актов по отношению к имуществу фонда. В случае нарушений со стороны управляющей компании специализированный депозитарий обязан не принимать к исполнению поручения и должен сообщить в регулирующий орган с описанием состава нарушений. Специализированный депозитарий несет ответственность за убытки в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения им своих обязанностей.

*Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг* признаются сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг имеют право заниматься только юридические лица.

Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуются держателями реестра (регистраторами).

Регистратор не вправе совершать сделки с ценными бумагами эмитента, реестр владельцев которых он ведет.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг номинальных держателей и владельцев ценных бумаг и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

Для ценных бумаг на предъявителя система ведения реестра владельцев ценных бумаг не ведется.

Владельцы и номинальные держатели ценных бумаг обязаны соблюдать правила представления информации в систему ведения реестра.

Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом-эмитентом. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Регистратор заключает с эмитентом договор на ведение реестра его именных ценных бумаг, в котором оговаривает основные и дополнительные условия.

К основным условиям договора относятся следующие условия:

- ведение реестра по всем выпускам ценных бумаг эмитента;
- оказание услуг, предусмотренных договором на ведение реестра, на основе принятой регистратором технологии учета и используемого им программного обеспечения;
- выполнение всех типов операций в установленные им сроки;
- предоставление (на основании письменного запроса эмитента) списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;
- предоставление (на основании письменного запроса эмитента) списка лиц, имеющих право на получение доходов по ценным бумагам;
- обеспечение сохранности и конфиденциальности информации, содержащейся в реестре;
- обеспечение сохранности реестра, включая все документы, на основании которых осуществлялись операции в реестре.

К дополнительным условиям договора относятся условия:

- организации выплаты доходов по ценным бумагам;
- организации и проведения общих собраний акционеров;
- оказания консультационных услуг эмитенту в пределах полномочий регистратора.

Держатель реестра владельцев ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, вправе зачислять указанные ценные бумаги на лицевой счет владельца, только если он является квалифицированным инвестором либо не является квалифицированным инвестором, но приобрел указанные ценные бумаги в результате универсального правопреемства, конвертации, в том числе при реорганизации, распределения имущества ликвидируемого юридического лица и в иных случаях, установленных регулирующим органом по рынку ценных бумаг.

Номинальный держатель ценных бумаг – депозитарий, на лицевом счете (счете депо) которого учитываются права на ценные бумаги, принадлежащие иным лицам.

Данные о номинальном держателе ценных бумаг подлежат внесению в систему ведения реестра держателем реестра по поручению владельца или номинального держателя ценных бумаг, если последние лица зарегистрированы в этой системе ведения реестра.

Внесение имени номинального держателя ценных бумаг в систему ведения реестра, а также перерегистрация ценных бумаг на имя номинального держателя не влекут за собой переход права собственности и (или) иного вещного права на ценные бумаги к последнему. Ценные бумаги клиентов номинального держателя ценных бумаг не подлежат взысканию в пользу кредиторов последнего.

Операции с ценными бумагами между владельцами ценных бумаг одного номинального держателя ценных бумаг не отражаются у держателя реестра или депозитария, клиентом которого он является.

Держатель реестра не вправе взимать плату в виде процента от стоимости ценных бумаг, в отношении которых проводится операция по лицевому счету. Максимальная плата, взимаемая держателем реестра с зарегистрированных лиц за проведение операций по лицевым счетам и за предоставление информации из реестра, и (или) порядок ее определения устанавливаются Банком России.

При размещении ценных бумаг выписка из реестра предоставляется владельцу ценных бумаг бесплатно.

При замене держателя реестра эмитент дает объявление об этом в средствах массовой информации или уведомляет всех владельцев ценных бумаг письменно за свой счет.

*Клиринговая деятельность* – это деятельность по оказанию клиринговых услуг в соответствии с утвержденными клиринговой организацией правилами клиринга, зарегистрированными в установленном порядке Банком России.

Под клиринговой услугой понимается услуга по осуществлению клиринга. Участник клиринга – лицо, которому клиринговая организация оказывает клиринговые услуги на основании заключенного с ним договора об оказании клиринговых услуг.

Клиринг – определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовка документов (информации), являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств, а также обеспечение исполнения таких обязательств.

Юридическое лицо, имеющее право осуществлять клиринговую деятельность на основании лицензии на осуществление клиринговой деятельности, называется клиринговой организацией.

Клиринговая организация обязана разработать и утвердить правила клиринга – документ, содержащий условия договора об оказании клиринговых услуг и требования к участникам клиринга, которые регистрируются в Банке России.

В зависимости от способа зачета и исполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами клиринговая деятельность делится: на простой, многосторонний и централизованный клиринг.

Простой клиринг – порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором контроль наличия на счетах участников клиринга необходимого количества ценных бумаг и денежных средств, а также расчеты между участниками клиринга производятся по каждой сделке.

Сущность простого клиринга формулируется как принцип расчетов «сделка за сделкой».

Многосторонний клиринг – порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором операции с совокупностью сделок с наступившим на данный день сроком исполнения (т. е. со сделками, составляющими клиринговый пул) производятся между участниками клиринга по итогам взаимозачета по всем совершенным, подтвержденным и обеспеченным необходимым количеством ценных бумаг и денежных средств сделкам.

В результате проведения взаимозачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду финансовых инструментов и по денежным средствам выявляются участники, имеющие «короткие» позиции (нетто-должники) и «длинные» позиции (нетто-кредиторы).

Процесс определения позиций участников торговли называется неттингом, который осуществляется как во время биржевой сессии, так и после ее завершения.

Централизованный клиринг предусматривает, что клиринговая организация обязуется закрыть все «длинные» позиции вне зависимости от того, получит ли она денежные средства от участников «короткой» позиции, т. е. принимает на себя функции гаранта исполнения расчетов. В соответствии с действующим законодательством эти функции выполняет центральный контрагент.

Центральный контрагент – юридическое лицо, которое является одной из сторон заключаемых договоров, обязательства из которых подлежат включению в клиринговый пул, имеет лицензию небанковской кредитной организации на осуществление банковских операций, а также лицензию на осуществление клиринговой деятельности и которому присвоен статус центрального контрагента. Он выступает единым кредитором для всех должников и единым должником для всех кредиторов.

Для выполнения принятых на себя обязательств клиринговая организация формирует гарантийный фонд за счет взносов участников клиринга и иных лиц.

Гарантийный фонд должен быть обособлен от имущества клиринговой организации на клиринговом счете. Правила клиринга могут предусматривать создание нескольких гарантийных фондов.

Клиринг в зависимости от порядка зачисления ценных бумаг и денежных средств подразделяется на три вида:

- с полным обеспечением;
- с частичным обеспечением;
- без обеспечения.

Клиринг с полным обеспечением (депонированием) – это порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором участники клиринга имеют право совершать сделки только в пределах количества ценных бумаг и денежных средств, зачисленных ими до начала торгов на торговые счета.

При клиринге с частичным обеспечением (депонированием) участники клиринга имеют право совершать сделки в определенных пределах (лимитах), величина которых зависит от оценочной стоимости ценных бумаг (устанавливаемой

клиринговой организацией) и объема денежных средств, переведенных ими до начала торгов на торговые счета.

При клиринге без предварительного обеспечения участники клиринга имеют право совершать сделки без предварительного зачисления на свои торговые счета ценных бумаг и денежных средств.

*Под организатором торговли* понимается лицо, которое оказывает услуги по проведению организованных торгов на товарном либо финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы, выдаваемой Банком России.

Организованные торги проводятся на регулярной основе по тем правилам, которые разрабатываются организатором торговли. Они предусматривают порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи ценных бумаг, договоров РЕПО и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Организованные торги, которые проводит биржа, называется биржевыми торгами. Биржей может являться только акционерное общество.

Участниками организованных торгов ценными бумагами являются брокеры, дилеры, управляющие, имеющие лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. Кроме них, участниками организованных торгов могут быть управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, центральный контрагент, другие участники в соответствии с нормативно-правовыми актами и внутренними документами биржи, а также Банк России.

Участник торгов вправе подать заявку с указанием клирингового брокера. Клиринговый брокер – участник клиринга, который является стороной по договору, заключенным на основании заявок, поданных не в его интересах другим лицом – участником организованных торгов.

Для поддержания ликвидности ценных бумаг на организованных торгах важная роль отводится маркет-мейкерам, которые принимают на себя обязательства по поддержанию спреда цен, заданного объема заявок на продажу/покупку ценных бумаг, а также времени удержания обозначенных цифровых параметров, установленных договором между ними и организатором торговли.

Важнейшей функцией любого организатора торговли является листинг ценных бумаг, т. е. процесс их допуска к организованным торгам. Листинг ценных бумаг представляет собой их отбор для включения в котировальные списки с учетом их инвестиционных качеств – доходности, надежности, ликвидности. Листинг проходят все ценные бумаги, которые обращаются на организованных торгах. Например, ПАО «Московская биржа» осуществляет листинг акций, облигаций (в том числе биржевых), государственных, субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, облигаций с ипотечным покрытием и др. Каждый организатор торговли разрабатывает свои правила осуществления листинга и ключевые требования к эмитентам ценных бумаг.

Включение ценных бумаг компании-эмитента в котировальные листы имеет важное значение для ее положения на финансовом рынке, поскольку:

- во-первых, обеспечивает доверие к выпущенным ценным бумагам со стороны инвесторов – участников рынка;
- во-вторых, способствует росту стоимости ее акций, следовательно, увеличению капитализации компании;
- в-третьих, повышает ликвидность ценных бумаг компании;
- в-четвертых, дает возможность доступа к более дешевым источникам финансирования бизнеса и др.

Процедура листинга в определенной степени защищает частных инвесторов от противоправных действий участников рынка, так как дает возможность использовать информацию, раскрываемую эмитентом в соответствии с правилами листинга, а также исключает случаи манипулирования ценами.

Если ценная бумага перестала отвечать установленным требованиям, то организатор торговли проводит обратную процедуру – исключение из котировальных списков такой ценной бумаги. Эта процедура называется делистингом.

Организатор торговли обязан обеспечить раскрытие следующей информации и документов:

- своих учредительных документов;
- правил организованных торгов;
- положения о биржевом совете (совете секции);
- годовых отчетов организатора торговли с приложением аудиторских заключений в отношении содержащейся в годовых отчетах годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности, а также в отношении содержащейся в указанных годовых отчетах консолидированной финансовой отчетности;
- размера стоимости оказания услуг организатора торговли;
- времени проведения организованных торгов, если в правилах организованных торгов содержится порядок его определения;
- решения биржевого совета (совета секции);
- иной информации, раскрытие которой предусмотрено действующим законодательством.

Организатор торговли обязан обеспечить свободный доступ к ознакомлению с информацией всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения такой информации.

*Деятельностью по инвестиционному консультированию признается оказание консультационных услуг в отношении ценных бумаг, сделок с ними и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций.*

Предоставление финансовыми посредниками информации об оказываемых услугах или выпущенных ими финансовых инструментах не является деятельностью по инвестиционному консультированию.

Инвестиционное консультирование осуществляется на основании договора (договор об инвестиционном консультировании).



Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по инвестиционному консультированию, именуется инвестиционным советником. Инвестиционным советником может быть либо юридическое лицо, которое создано в соответствии с законодательством Российской Федерации, либо индивидуальный предприниматель, являющиеся членами саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей инвестиционных советников, и включенные в Единый реестр инвестиционных советников.

Инвестиционный советник, являющийся юридическим лицом, вправе совмещать свою деятельность с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и деятельностью кредитной организации.

Инвестиционный советник обязан оказывать услуги по инвестиционному консультированию добросовестно, разумно и действовать в интересах клиента.

Инвестиционный советник предоставляет индивидуальные инвестиционные рекомендации клиенту в соответствии с его инвестиционным профилем.

Под *инвестиционным профилем* понимается информация о доходности от операций с финансовыми инструментами, на которую рассчитывает клиент, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для клиента риске убытков от таких операций, если клиент не является квалифицированным инвестором.

Для определения инвестиционного профиля клиента инвестиционный советник должен запросить у клиента необходимую информацию, однако он не обязан проверять ее достоверность.

Если клиент отказался представить информацию, инвестиционный советник не вправе предоставлять индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Инвестиционный советник несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей при оказании услуг по инвестиционному консультированию в соответствии с законодательством Российской Федерации и в рамках договора об инвестиционном консультировании.

Однако если клиент предоставил недостоверную информацию, то инвестиционный советник не несет ответственности за убытки, причиненные вследствие индивидуальной инвестиционной рекомендации.

*Индивидуальная инвестиционная рекомендация* должна включать:

– описание ценной бумаги и планируемой с ней сделки и (или) договора, являющегося производным финансовым инструментом, в отношении которых дается такая рекомендация;

– описание рисков, связанных с соответствующими ценной бумагой или производным финансовым инструментом, сделкой с ценной бумагой и (или) заключением договора, являющегося производным финансовым инструментом;

– указание на наличие конфликта интересов у инвестиционного советника, имеющего место при оказании услуг, либо на его отсутствие.

При наличии у инвестиционного советника договоров с третьими лицами, предусматривающих вознаграждение за предоставление клиентам индивидуальных

инвестиционных рекомендаций, инвестиционный советник обязан уведомить клиента о наличии таких договоров одновременно с предоставлением индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Прежде чем предоставить индивидуальную инвестиционную рекомендацию, член НАУФОР определяет *инвестиционный профиль клиента*, который должен содержать следующую информацию:

- доходность, на которую рассчитывает клиент от операций с финансовыми инструментами;

- период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск для клиента;

- допустимый риск возможных убытков, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, не являющийся квалифицированным инвестором.

Доходность, на которую рассчитывает клиент от операций с финансовыми инструментами, указывается им при определении инвестиционного профиля, однако она не гарантируется клиенту и у инвестиционного советника нет обязанности по ее достижению.

*Допустимый риск возможных убытков*, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, указывается им при определении инвестиционного профиля. Допустимый риск возможных убытков может быть выражен:

- в виде абсолютной величины;

- в виде относительной величины;

- в виде качественной оценки.

При определении допустимого риска возможных убытков используется следующая информация о клиенте – *физическом лице*:

- возраст;

- примерные среднемесячные доходы и примерные среднемесячные расходы за последние 12 месяцев;

- сведения о сбережениях;

- сведения об опыте и знаниях в области инвестирования и др.

При определении допустимого риска возможных убытков для *клиента – юридического лица* используется следующая информация:

- соотношение собственных оборотных средств к запасам и затратам;

- информация о квалификации специалистов казначейства или иного подразделения, отвечающего за инвестиционную деятельность юридического лица;

- количество и объем операций с различными финансовыми инструментами за последний отчетный год и др.

После того как определен инвестиционный профиль клиента, профессиональный участник информирует об этом клиента, получает его согласие и ставит в известность о необходимости своевременно предоставлять информацию, нужную для определения инвестиционного профиля, в случае ее изменения.

Индивидуальная инвестиционная рекомендация для клиента составляется:

– уполномоченным сотрудником инвестиционного советника (самим инвестиционным советником, если он зарегистрирован в качестве индивидуального предпринимателя);

– посредством программы автоконсультирования;

– посредством программы автоследования.

Если индивидуальная инвестиционная рекомендация составляется *в отношении ценных бумаг*, она должна включать в себя описание ценной бумаги и рекомендуемой с ней сделки:

– вид, категория (тип) ценных бумаг;

– сведения, позволяющие идентифицировать ценные бумаги;

– сведения, позволяющие идентифицировать эмитента (лицо, обязанное по ценным бумагам);

– лицо, допустившее ценную бумагу к организованным торгам, и др.

Если индивидуальная инвестиционная рекомендация составляется *в отношении договора, являющегося производным финансовым инструментом*, она должна включать в себя описание такого договора и рекомендуемой сделки:

– вид, тип, разновидность договора;

– базисный актив договора;

– вторая сторона (место заключения) договора и др.

В обязательном порядке индивидуальная инвестиционная рекомендация должна включать в себя описание рисков, связанных с соответствующей ценной бумагой или производным финансовым инструментом и сделками с ними, сведения о наличии конфликта интересов, имеющих место при оказании услуг. Также в индивидуальную инвестиционную рекомендацию включается информация о виде платежей, связанных с ее исполнением, в том числе о вознаграждении брокера, управляющего, депозитария, регистратора, организатора торговли, клиринговой организации.

При заключении договора об инвестиционном консультировании профессиональный участник уведомляет получателя финансовых услуг об общих рисках операций на рынке ценных бумаг путем предоставления ему соответствующей декларации.

В настоящее время обслуживание операций брокеров и их клиентов взяли на себя *электронные системы интернет-трейдинга*. Они обеспечивают высокую скорость доступа к финансовым рынкам и наиболее привлекательные цены.

Перечень основных функций, которые реализованы в системах интернет-трейдинга:

– выставление заявок на покупку/продажу ценных бумаг;

– автоматическая проверка заявок на соответствие лимитам цен, установленных на ценные бумаги;

– мониторинг состояния портфеля в режиме реального времени;

– получение обезличенной информации о торгах на биржах в режиме реального времени;

- обеспечение защиты информации и аутентификации клиента;
- администрирование клиентов брокером;
- управление лимитами и контроль над заявками со стороны брокера;
- взаимодействие с учетными системами брокера (бэк-офисом, системой управления рисками).

При помощи таких систем всегда можно просмотреть ценовые графики, ознакомиться с существующим положением дел на финансовом рынке и провести технический анализ финансового инструмента. Самодостаточное программное обеспечение для маржинальной торговли (в том числе и через веб-интерфейс) является также чем-то вроде «персонального офиса» для пользователя, где можно увидеть состояние портфеля, просмотреть историю сделок и т. д. Что касается установления заявки – стоп-лосс (*Stop Loss*) и тейк-профит (*Take Profit*), то важность этой функции трудно переоценить. Системы интернет-трейдинга созданы с целью помочь и облегчить работу инвестора, но никак не для того, чтобы принимать решения за него. Поэтому инвесторы всегда должны отслеживать работу системы и по возможности ее корректировать. Что касается самих программ, то наиболее известная из них на рынке акций и облигаций, а также на рынке фьючерсных и опционных контрактов – QUIK.

QUIK (*Quickly Updatable Information Kit* – быстро-обновляемая информационная панель) – это программный комплекс для организации доступа к биржевым торгам. Состоит QUIK из серверной части и рабочих мест (терминалов) клиента, взаимодействующих между собой через Интернет.

Наряду с данной системой коммерческие банки и инвестиционные компании имеют свои разработки. Так Альфа-Банк предоставляет клиентам интернет-систему Alfa-Direct, ПАО ВТБ дополнительно к системе QUIK – OnlineBroker, брокерская компания Алор-брокер – Alor-Trade, Финам дополнительно к системе QUIK – TRANSAQ. Отличительной особенностью всех систем интернет-трейдинга является высокий уровень защищенности личных данных.

Рабочий стол торговой платформы QUIK показан на рис. 32.

Для обеспечения связи клиентов с сервером QUIK необходимо зарезервировать канал в Интернет пропускной способностью не менее 50 Кбит/сек в расчете на одного пользователя.

В плане безопасности QUIK опережает реально необходимый минимальный уровень защиты. В программу внедрены мощные средства защиты данных пользователей. Сложные алгоритмы шифрования делают доступ к конфиденциальным данным практически невозможным для третьих лиц. Дешифрация возможна только при наличии ключа, который выдается индивидуально каждому клиенту и дополнительно защищен паролем. Сам ключ для максимальной безопасности хранится на съемном носителе. Скорость и безопасность – ключевые преимущества QUIK.

С помощью QUIK легко исполняются разные виды заявок, в том числе лимитированные, рыночные, условные и связанные заявки, а также стоп-заявки. В программе предусмотрен набор инструментов для анализа текущего состояния портфеля. Клиент может видеть информацию о доступных средствах для проведения

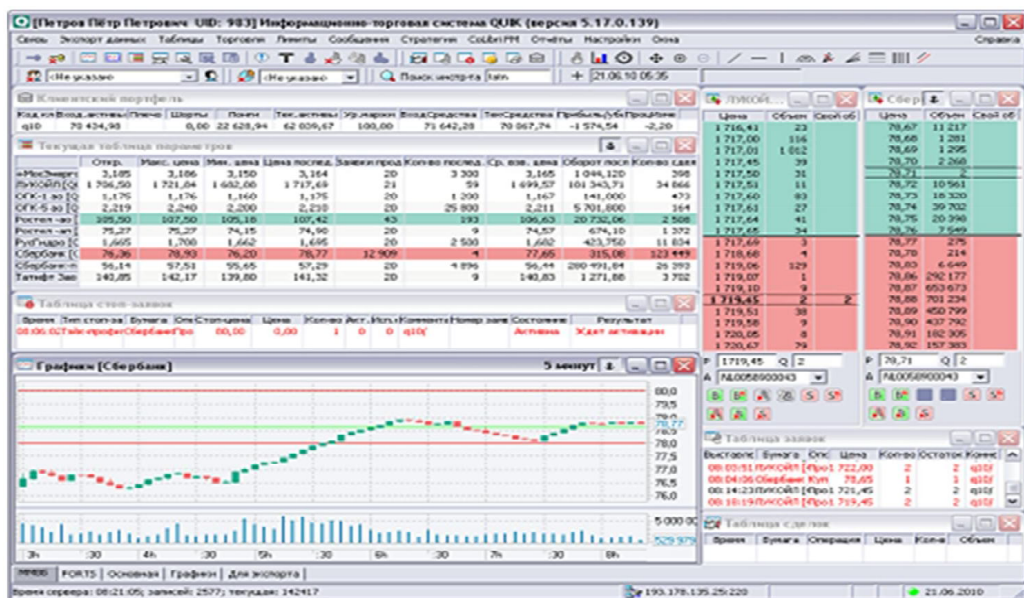


Рис. 32. Интерфейс QUIK

новых заявок. Также есть функция импорта транзакций и автоматизации торговых операций. Пользователь может настроить автоматическое снятие любых заявок при выполнении определенного условия. QUIK можно адаптировать под свои торговые стратегии, превратив его в полноценного бота.

Среди дополнительных полезных опций:

- вывод динамики изменения любого параметра через удобные графики;
- alert-оповещения с переносом неисполненных оповещений на следующий день;
- встроенный мессенджер, в котором можно переписываться с администрацией QUIK и другими участниками системы;
- наличие горячих клавиш;
- удобная и гибкая система закладок;
- возможность программировать рабочее пространство на языке QPILE;
- наличие цифровой подписи для операций;
- встроенный русифицированный интерфейс.

Чтобы начать пользоваться QUIK, необходимо получить дистрибутив программы у своего брокера. Как правило, бесплатно скачать торговую платформу с сайта брокера. После запуска дистрибутива нужно следовать инструкциям, которые помогут инвестору установить программу на ваше устройство. Чтобы запустить программу после установки, достаточно нажать на соответствующий значок на рабочем столе. После установки QUIK, программа предложит пользователю базовое оформление рабочего пространства. Это – самые популярные таблицы и экранные закладки. Пользователь может настроить вид рабочего пространства под себя, меняя расположение таблиц. При закрытии программы расположение окон сохраняется.

### 5.3. Управление портфелем ценных бумаг

*Инвестирование* – это долгосрочное вложение экономических ресурсов с целью получения выгоды в будущем.

Любые инвестиции связаны с отказом использования имеющихся свободных денежных средств для удовлетворения потребностей экономического агента (или группы агентов) в настоящее время, ради получения выгод в будущем. Очевидно, что эти выгоды должны быть существенными, так как они должны компенсировать инвестору:

- отложенные потребности на срок, необходимый для реализации инвестиционных вложений и возврата денежных средств;

- риск, связанный с возможностью потерять (часть, все) сделанные вложения.

Исходя из этого, *инвестиции* – это не что иное, как расходы, приносящие выгоды в будущем. Каждый потенциальный инвестор может выбрать следующие варианты вложений, имеющихся у него свободных денежных средств:

- вложения в реальные основные фонды (земля, недвижимость и т. д.), приносящие доход или гарантирующие сохранность инвестиций;

- покупка ценных бумаг.

Портфельное инвестирование обладает рядом особенностей и преимуществ перед прочими видами вложения капитала.

Под *инвестиционным портфелем* понимается некая совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу либо юридическим или физическим лицам на правах долевого участия, выступающая как целостный объект управления.

На развитом фондовом рынке *портфель ценных бумаг* – это самостоятельный продукт и именно его продажа целиком или долями удовлетворяет потребность инвесторов при осуществлении вложения свободных денежных средств на рынке ценных бумаг. Обычно на фондовом рынке продается некое инвестиционное качество с заданным соотношением риск/доход, которое в процессе управления портфелем может быть улучшено.

Портфельное инвестирование позволяет планировать, оценивать, контролировать конечные результаты всей инвестиционной деятельности в различных секторах рынка ценных бумаг. Как правило, портфель представляет собой определенный набор из корпоративных акций и облигаций с различной степенью обеспечения и риска, а также ценных бумаг с фиксированным доходом, гарантированным государством, характерной чертой которых является минимальный риск потерь как по основной сумме, так и по текущим поступлениям.

Теоретически портфель может состоять из бумаг одного вида, он может менять свою структуру путем замещения одних бумаг другими. Однако каждая ценная бумага в отдельности не может достигать такого результата, который возможен только благодаря портфелю.

*Основная задача портфельного инвестирования* – улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные харак-

теристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации.

*Главная цель портфельного инвестирования* – достижение оптимального сочетания риска и дохода.

В состав инвестиционного портфеля могут входить следующие активы:

- 1) обыкновенные и привилегированные акции;
- 2) государственные и корпоративные облигации;
- 3) паи ПИФов;
- 4) фьючерсы и опционы как инструменты снижения рисков базовых ценных бумаг портфеля;

5) другие ценные бумаги в соответствии с действующим законодательством.

*Типы портфелей* отражают их инвестиционные характеристики, основанные на соотношении доходности и риска. *Основные типы портфелей* ценных бумаг:

- 1) агрессивные (входят только акции), цель – доход;
- 2) консервативные (государственные облигации и небольшая доля корпоративных облигаций (20–30 %) с кредитным рейтингом, сопоставимым со страновым), ориентир – ставка по депозитным вкладам коммерческих банков;
- 3) умеренно-консервативные (различные соотношения долей акций и облигаций, как правило, доля облигаций выше, чем доля акций). Ориентир – две ставки по депозитным вкладам крупнейших банков.

*Виды портфелей:*

1. Индексный портфель. Управляющий портфелем ценных бумаг составляет, например, портфель в соответствии с набором ценных бумаг в индексе Мосбиржи (отклонение допустимо в пределах 3 % по каждой ценной бумаге, если речь идет об индексном ПИФе). Это самый простой способ управления портфелем, самые низкие затраты на его управление;

2. Смешанный портфель: акции, облигации, другие ценные бумаги, разрешенные для инвестирования в соответствии с действующим законодательством;

3. Портфель акций (может быть отраслевой);

4. Портфель облигаций.

Инвестиционный портфель также можно классифицировать *по форме генерации доходов*:

– портфель дохода (генерирует постоянные доходы – проценты по облигациям, дивиденды по привилегированным акциям);

– портфель роста (ориентир – рост курсовой стоимости акций).

Количество ценных бумаг в портфеле, как правило, не превышает 10–15. В портфеле акций такое количество оптимально для обеспечения его глубокой диверсификации.

Управление портфелем – использование определенных методов и технологических возможностей для улучшения его инвестиционных характеристик. Стратегии управления:

1. Пассивная стратегия – это приобретение и владение диверсифицированным портфелем ценных бумаг. Операции по корректировке портфеля совершают

ся редко. Пассивная инвестиционная стратегия исходит из того, что цены на акции справедливы и поэтому нет необходимости проводить его частый пересмотр. Примером является индексный портфель.

2. Активная стратегия – это постоянное улучшение качества портфеля (поиск новых недооцененных рынком бумаг, обеспечивающих большую доходность портфеля). Такая стратегия характерна для портфелей акций и смешанных портфелей.

Только в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Таким образом, портфель ценных бумаг является тем активом, который инвестору обеспечивает требуемую доходность при минимальном риске.

Соответственно *портфельный инвестор* вкладывает капитал исключительно для получения инвестиционного дохода.

Перед тем как принять решение о вложениях потенциальному инвестору необходимо обеспечить определенные предпосылки его реализации:

- удовлетворить первоочередные жизненные потребности;
- сформировать ликвидную подушку – минимальный запас денежных средств на счете или в виде ликвидных активов – на случай возникновения острой потребности в наличных денежных средствах;
- застраховаться от несчастных и прочих непредвиденных случаев.

После реализации этих предпосылок начинается инвестиционный процесс.

*Инвестиционный процесс* – процедура принятия инвестором решения относительно объектов, в которые осуществляются инвестиции, объемов и сроков портфельного инвестирования.

Этапы инвестиционного процесса представлены на рис. 33.



Рис. 33. Этапы инвестиционного процесса



В процессе планирования инвестиционного процесса инвестору необходимо определить ряд позиций:

1. Цели инвестиций: инвестор должен четко представлять, какой уровень дохода он хочет получить (регулярные, относительно небольшие, но надежные платежи или большой доход, сопряженный с риском).

2. Размеры средств, которые инвестор может и готов инвестировать (при этом следует иметь в виду, что использовать можно как собственные, так и заемные средства).

3. Требования к ликвидности приобретаемых активов: ликвидные активы необходимы для осуществления платежей как в ближайшем будущем, так и непредвиденных платежей.

4. Суммы уплачиваемых налогов до и после инвестирования: доходы по отдельным видам инвестиций освобождаются от уплаты налогов и по этой причине они могут оказаться более выгодными, чем те, которые не имеют льгот по налогообложению.

5. Отношение к риску: инвестор должен четко понимать, что возможность получения значительного дохода практически всегда сопровождается большим риском потерять часть или все свои вложения. В целом желание инвестировать определяется воздействием двух факторов:

- доходом от инвестиций;
- уровнем риска, связанного с инвестициями.

Таким образом, инвестиционный портфель формируется из различных ценных бумаг и финансовых инструментов, обладающих разной нормой доходности и разным уровнем рисков. Процедура составления таких портфелей называется *портфельной стратегией*. Обычно, несмотря на множество целей инвестирования, главной целью инвестора является достижение наиболее оптимального соотношения между риском и доходностью, т. е. формирование эффективного портфеля.

*Эффективный портфель* – это набор ценных бумаг и финансовых инструментов, обеспечивающий наивысшую норму доходности при приемлемом для инвестора уровне риска. Именно поэтому главной целью управления является достижение эффективного портфеля. Весь комплекс принимаемых решений в ходе инвестиционного процесса представлен на рис. 34.

Таким образом, в эффективном портфеле реализуется золотое правило инвестирования. Оно состоит в следующем: доход от вложений в ценные бумаги и финансовые инструменты прямо пропорционален риску, на который готов пойти инвестор ради желаемого дохода. Механизм формирования инвестиционного портфеля ориентирован на приоритеты, т. е. цели инвестора. Приоритет тех или иных целей соответствует различным типам портфеля.

*Тип портфеля* – это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. При этом важным признаком при квалификации типа портфеля является то, каким способом и за счет какого источника данный доход получен (рост курсовой стоимости, текущие выплаты – дивиденды, проценты). В этой связи, как правило, различают *портфель роста* и *портфель дохода*.



Рис. 34. Планирование инвестиций в ценные бумаги

Типу портфеля соответствует и тип избранной инвестиционной стратегии: *агрессивной*, направленной на максимальное использование возможностей рынка, или *пассивной*. Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками разной срочности – метод «лестницы». Используя метод «лестницы», частный инвестор покупает ценные бумаги различной срочности с распределением по срокам до окончания периода существования портфеля.

Если рассматривать типы портфелей в зависимости от степени риска, который приемлет инвестор, то классификация предполагает деление инвесторов на *консервативных*, *умеренно-агрессивных*, *агрессивных* и *нерациональных*.

Агрессивный инвестор – инвестор, склонный к высокой степени риска. В своей инвестиционной деятельности он делает акцент на приобретение акций.

Консервативный инвестор – инвестор, склонный к минимальной степени риска. Он приобретает в основном облигации и краткосрочные ценные бумаги.

Каждому типу инвестора будет соответствовать и свой тип портфеля ценных бумаг: высоконадежный, но низкодоходный; диверсифицированный; рискованный, но высокодоходный; бессистемный. Связь между типом инвестора и типом портфеля представлена в табл. 27.

Тип инвестиционного портфеля определяется его структурой. *Структура портфеля* – это соотношение конкретных видов инвестиций, т. е. определенные пропорции конкретных объектов инвестирования (финансовых инструментов), с помощью которых будут достигаться запланированные финансовые результаты.

**Классификация типов инвестиционных портфелей  
по целям и уровню риска**

Тип инвестора	Цель инвестирования	Уровень риска	Тип ценных бумаг и финансовых инструментов	Тип портфеля
Консервативный	Защита от инфляции	Низкий	Государственные и муниципальные ценные бумаги, облигации корпораций с государственным участием	Консервативный: высоконадежный, но низкодоходный
Умеренно-агрессивный	Длительное вложение капитала и его рост	Средний	Доля государственных и муниципальных ценных бумаг, облигаций корпораций средняя, присутствует доля привилегированных акции компаний с хорошей дивидендной историей, акций средних и крупных компаний с устойчивой финансовой историей и перспективным направлением деятельности	Умеренно-агрессивный: диверсифицированный
Агрессивный	Спекулятивная игра – быстрый рост вложенных денежных средств	Высокий	Высокая доля ценных бумаг перспективных компаний (современных технологий)	Агрессивный: рискованный, но высокодоходный
Нерациональный	Нет четких целей	От низкого до высокого	Произвольно подобранные ценные бумаги	Бессистемный

*Принципы портфельного подхода* были заложены Дж. Хиксом, предположившим, что люди распределяют свои ресурсы исходя из стремления к максимизации доходности активов в такой пропорции, при которой предельные доходы от всех активов равны.

В последующие годы идеи Дж. Хикса были развиты:

– Г. Марковицем путем включения факторов неопределенности и риска. Подход Г. Марковица к проблеме выбора портфеля предполагает, что инвестор старается решить две проблемы: максимизировать ожидаемую доходность при задан-

ном уровне риска и минимизировать неопределенность (риск) при заданном уровне ожидаемой доходности;

– У. Шарпом в оценке альтернативных активов с учетом ситуации на рынках ценных бумаг;

– М. Миллером в анализе взаимоотношения структуры капитала и политики распределения дивидендов.

При формировании инвестиционного портфеля следует руководствоваться следующими постулатами:

– безопасность вложений (неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала);

– стабильность получения дохода;

– ликвидность вложений, т. е. их способность участвовать в немедленном приобретении активов (ценных бумаг, финансовых инструментов) и, при необходимости, быстро и без потерь в цене превращать свои активы в наличные деньги.

Большинство инвестиционных ценностей не обладает всеми перечисленными выше свойствами. Поэтому неизбежен компромисс. Если ценная бумага надежна, то доходность по ней будет низкой. Наоборот, компенсацией за высокий риск инвестиций служит высокая ожидаемая доходность. Главная цель при формировании портфеля состоит в поиске оптимального сочетания между риском и доходом для инвестора. Иными словами, соответствующий набор инвестиционных инструментов, с одной стороны, призван снизить риск инвестора до минимума, а с другой стороны, увеличить доход от инвестиций до максимума.

Основной вопрос при формировании и управлении портфелем: как определить пропорции между ценными бумагами с различными свойствами? Так, основными принципами построения классического консервативного (низкорискового) портфеля являются:

– принцип консервативности;

– принцип диверсификации;

– принцип достаточной ликвидности.

Соотношение между высоконадежными и рискованными долями поддерживается таким, чтобы возможные потери от рискованной доли с подавляющей вероятностью покрывались доходами от надежных активов. Инвестиционный риск с позиции *принципа консерватизма*, таким образом, состоит не в потере части основной суммы, а только в получении недостаточно высокого дохода. Естественно, не рискуя, нельзя рассчитывать и на какие-то сверхвысокие доходы. Однако практика показывает, что подавляющее большинство клиентов удовлетворены доходами, колеблющимися в пределах от одной до двух депозитных ставок банков высшей категории надежности и не желают увеличения доходов за счет более высокой степени риска.

*Диверсификация вложений* – основной принцип портфельного инвестирования. Идея этого принципа хорошо проявляется в старинной английской поговорке: *Do not put all eggs in one basket* – «Не кладите все яйца в одну корзину». На финансовом рынке это звучит так: «Не вкладывайте все деньги в однотипные риско-

ванные ценные бумаги, каким бы выгодным это вложением вам ни казалось». Только такая сдержанность позволит избежать катастрофических убытков в случае ошибки.

Диверсификация уменьшает риск за счет того, что возможные невысокие доходы по одним ценным бумагам будут компенсироваться высокими доходами по другим бумагам. Минимизация риска достигается за счет включения в портфель ценных бумаг широкого круга отраслей, не связанных тесно между собой, чтобы избежать синхронности циклических колебаний их деловой активности. Оптимальная величина – от 8 до 15 различных видов ценных бумаг. Упрощенная диверсификация состоит просто в делении свободных денежных средств между несколькими ценными бумагами без серьезного анализа, но это не диверсификация по Г. Марковицу.

Диверсификация по Г. Марковицу представляет собой сочетание ценных бумаг, имеющих менее чем позитивную корреляцию с тем, чтобы сократить риск, не сокращая ожидаемого дохода. В основе теории портфельного инвестирования Г. Марковица лежит правило: чем меньше корреляция между ценными бумагами, тем меньше степень риска по портфелю.

Инвестор должен считать уровень доходности, связанный с любым из портфелей, случайной переменной. Такие переменные имеют свои характеристики, одна из них – ожидаемое (или среднее) значение доходности, а другая – стандартное отклонение.

Г. Марковиц утверждает, что инвестор должен основывать свое решение по выбору портфеля исключительно на ожидаемой доходности и стандартном отклонении. Это означает, что инвестор должен оценить ожидаемую доходность и стандартное отклонение каждого портфеля, а затем выбрать лучший из них, основываясь на соотношении этих двух параметров. Ожидаемая доходность может быть представлена как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение – как мера риска, связанная с данным портфелем.

Портфель А имеет ожидаемую годовую доходность 18 %, а портфель В – 22 %. Предположим, что инвестор на начальной стадии обладает 100 000 руб., а период владения портфелями равен одному году. Это означает, что ожидаемые уровни конечного благосостояния, связанные с портфелями А и В, составляют  $100\,000 \times (1 + 0,18) = 118\,000$  руб. и  $100\,000 \times (1 + 0,22) = 122\,000$  руб. соответственно. Исходя из этого, можно сделать вывод, что портфель В является более подходящим. Однако портфели А и В имеют годовое стандартное отклонение 10 и 20 % соответственно и ответ уже имеет далеко не однозначное решение.

Принцип отраслевой диверсификации состоит в том, чтобы не допускать перекосов портфеля в сторону бумаг компаний одной отрасли. Например, падение цен на нефть на мировом рынке может привести к одновременному падению цен акций всех нефтяных компаний и то, что вложения инвестора будут распределены между различными предприятиями этой отрасли, такой подход не спасет.

Но глубина смысла диверсификации состоит несколько в ином контексте. Статистические исследования показывают, что одни акции растут в цене, другие в этот же момент времени падают, а третьи остаются неизменными. Диверсификация портфеля состоит в том, чтобы акции с различной между собой корреляцией находились в одном портфеле и оптимальный баланс между ними приносил бы положительный результат.

*Принцип достаточной ликвидности* состоит в том, чтобы поддерживать долю быстрореализуемых активов в портфеле не ниже уровня, достаточного для проведения неожиданно возникающих высокодоходных сделок и (или) удовлетворения потребностей клиентов в денежных средствах. Практика показывает, что выгоднее держать определенную часть средств в более ликвидных (пусть даже менее доходных) ценных бумагах, зато иметь возможность быстро реагировать на изменения конъюнктуры рынка и отдельные выгодные предложения по инвестированию. Кроме того, договоры с клиентами, например в рамках доверительного управления ценными бумагами, могут включать обязанность управляющего держать часть активов в ликвидной форме.

Доходы по портфельным инвестициям представляют собой «валовую» прибыль по всей совокупности бумаг, включенных в тот или иной портфель с учетом риска. Возникает проблема количественного соответствия между доходом и риском, которая должна решаться оперативно в целях постоянного совершенствования структуры уже сформированных портфелей и формирования новых, в соответствии с пожеланиями инвесторов. Рассматривая вопрос о создании портфеля, инвестор должен определить для себя параметры, которыми он будет руководствоваться:

- необходимо выбрать оптимальный тип портфеля;
- оценить приемлемое для себя сочетание риска и дохода портфеля и соответственно определить удельный вес портфеля ценных бумаг с различными уровнями риска и дохода;
- определить первоначальный состав портфеля;
- выбрать схему дальнейшего управления портфелем.

Инвестиционный портфель – это набор финансовых инструментов, в которые вкладывается инвестор, исходя из своих целей. Цель формирования портфеля состоит в том, чтобы получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Она достигается за счет диверсификации портфеля по составу путем тщательного подбора инструментов. Чем выше доходность актива, тем выше его риск.

Рассмотрим, каким образом рассчитываются эти параметры.

Данные величины оцениваются на основе статистической информации за предыдущие периоды времени и корректируются согласно ожиданиям развития конъюнктуры рынка.

*Доходность* – это показатель, который может быть использован применительно к любой инвестиции. Под доходностью обычно понимается эффективность вложений, которая определяется как отношение дохода от этой инвестиции

к затратам, связанными с вложениями в нее, за определенный период времени. Смысл заключается в определении периода владения капиталом, после чего следует допущение, что любые выплаты, получаемые за период этого владения, реинвестируются. Данный подход позволяет дать оценку ценной бумаги путем сравнения ее стоимости, полученной в конце периода владения, с первоначальной стоимостью. Эта стоимость может быть преобразована в доходность за период владения (текущая, фактическая доходность), если отнять от нее единицу.

$$r_p = \frac{P_n}{P} - 1,$$

где  $r_p$  – текущая (фактическая) доходность портфеля за период инвестирования;  
 $P_n$  – стоимость портфеля в конце периода;  
 $P$  – стоимость портфеля в начале периода.

Чтобы иметь возможность сравнить полученные результаты с другими портфелями, показатель доходности за период пересчитывают в расчете на год:

$$r_p = \frac{\Delta P}{P_0} \times \frac{\text{база}}{n} \times 100,$$

где  $\Delta P$  – доход, полученный от управления портфелем за весь период;  
 $P_0$  – начальная сумма инвестиций;  
база – финансовый год, выраженный в днях/месяцах;  
 $n$  – период инвестирования.

Поскольку в процессе управления портфелем инвестор может как изымать средства, так и дополнительно их вносить, необходимо знать стоимость портфеля на каждый момент времени внесения/изъятия дополнительных средств. Тогда формулу определения текущей доходности можно записать следующим образом (в процентах годовых):

$$r_p = \left( \frac{P_1}{P_{1_0}} \times \frac{P_2}{P_{2_0}} \times \dots \times \frac{P_m}{P_{m_0}} - 1 \right) \times \frac{\text{база}}{n} \times 100,$$

где  $P_1$  – стоимость портфеля в конце первого периода управления;  
 $P_{1_0}$  – стоимость портфеля в начале первого периода управления;  
 $P_2$  – стоимость портфеля в конце второго периода управления;  
 $P_{2_0}$  – стоимость портфеля в начале второго периода управления;  
 $P_m$  – стоимость портфеля в конце последнего периода управления;  
 $P_{m_0}$  – стоимость портфеля в начале последнего периода управления.

С учетом эффекта начисления сложного процента доходность определяется из соотношения:

$$r_{\text{эф}} = \left( 1 + \frac{r}{m} \right)^m - 1,$$

где  $r$  – доходность за период владения;  
 $m$  – количество периодов.

Инвестор, составляя портфель из различных активов, не может точно спрогнозировать будущую динамику доходности портфеля и соответствующих рисков, поэтому для портфеля должны быть использованы показатели ожидаемых значений. Вероятностное прогнозирование включает в себя определение различных альтернативных результатов и вероятностей того, что они будут достигнуты.

Один из простейших показателей оценки ожидаемой доходности портфеля – *средневзвешенная величина* прошлых значений доходности, входящих в него инструментов. Ожидаемая доходность портфеля представляет собой взвешенную среднюю из показателей ожидаемой доходности отдельных ценных бумаг, входящих в данный портфель. Поскольку портфель, формируемый инвестором, состоит из совокупности различных ценных бумаг и финансовых инструментов, каждый из которых обладает своей ожидаемой доходностью, то ожидаемая доходность портфеля:

$$E_{(r_p)} = \sum_{i=1}^n \theta_i E_{(r_i)},$$

где  $E_{(r_p)}$  – ожидаемая (средняя) доходность портфеля;

$\theta_i$  – удельный вес ценной бумаги в портфеле;

$E_{(r_i)}$  – ожидаемая (средняя) доходность ценной бумаги.

Таким образом, ожидаемая доходность портфеля является средневзвешенной ожидаемой доходностью ценных бумаг финансовых инструментов, входящих в портфель. В качестве весов служат относительные пропорции ценных бумаг, входящих в портфель.

Удельный вес ценной бумаги в портфеле определяется по формуле

$$\theta_i = \frac{P_i}{P},$$

где  $\theta_i$  – удельный вес  $i$ -й ценной бумаги в портфеле;

$P_i$  – стоимость  $i$ -й ценной бумаги;

$P$  – стоимость портфеля.

Сумма всех удельных весов инструментов, входящих в портфель, равна единице, или 100 %.

При использовании данных о вероятностном распределении доходности инструментов ожидаемая доходность портфеля определяется как среднеарифметическая взвешенная доходность. При этом весами выступают вероятности каждого возможного исхода:

$$E_{(r)} = \sum_{i=1}^n r_i p_i,$$

где  $p_i$  – вероятность исхода события в будущем.

В целом любой инвестор, принимая решение об инвестициях, должен руководствоваться «схемой компромисса», представленной на рис. 35. Данная схема позволяет инвестору выбирать варианты соотношения доходности-риска, исходя из его целей.



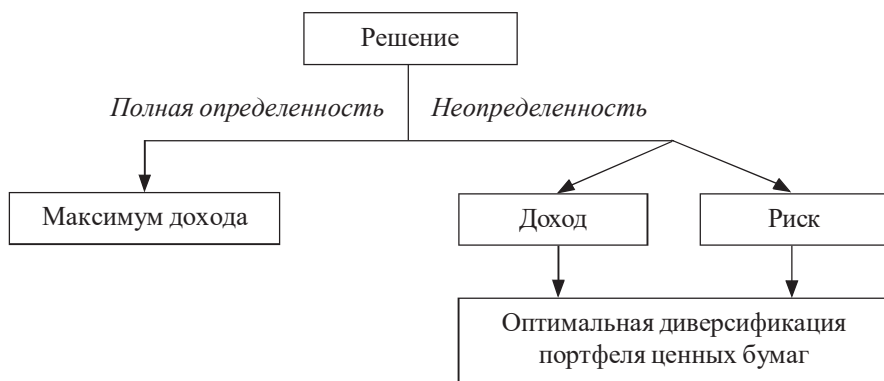


Рис. 35. Соотношение дохода и риска в условиях неопределенности

Риск как экономическая категория представляет собой отношения между участниками сделки, договора по поводу невыполнения или ненадлежащего выполнения одной из сторон принятых на себя обязательств.

В этой связи можно рассматривать два варианта: с одной стороны, есть предполагаемый риск, а с другой стороны, есть реальный риск. Но с какой бы стороны не подходили к категории риска, ключевым является то, что он относится как к убытку, так и к прибыли. Тогда вполне естественным становится то, что реальный риск требует контроля, контроль со своей стороны требует наличия определенной системы, которая, в свою очередь, требует эффективного управления ею. Особо необходимо подчеркнуть, что контроль подразумевает под собой не столько слежение за рисками, сколько умение сделать их количественную оценку, чтобы получить объективную реальность для выполнения конечной задачи – управление рисками.

Классический подход определяет инвестиционный риск как вероятность отклонения величины фактического инвестиционного дохода от величины ожидаемого: чем изменчивее и шире шкала колебаний возможных доходов, тем выше риск, и наоборот.

В условиях повышенной неопределенности фондовых рынков инвестиционный риск, наряду с традиционным взглядом, можно рассматривать как неопределенность, которая постоянно корректируется во времени на полноту информации о происходящих на рынке событиях.

Риск инвестора заключается в том, что он может получить доходность, отличную от ожидаемой. При этом часть портфельного риска продуцируется конкретным инструментом, а часть – привносится самим рынком. Поэтому большая часть инвестиционных рисков может быть классифицирована следующим образом (рис. 36).

Фундаментально *инвестиционный риск* портфеля может быть только двух видов:

- систематический (недиверсифицируемый, рыночный) риск, который включает в себя общие экономические условия и не устраняется путем диверсифика-

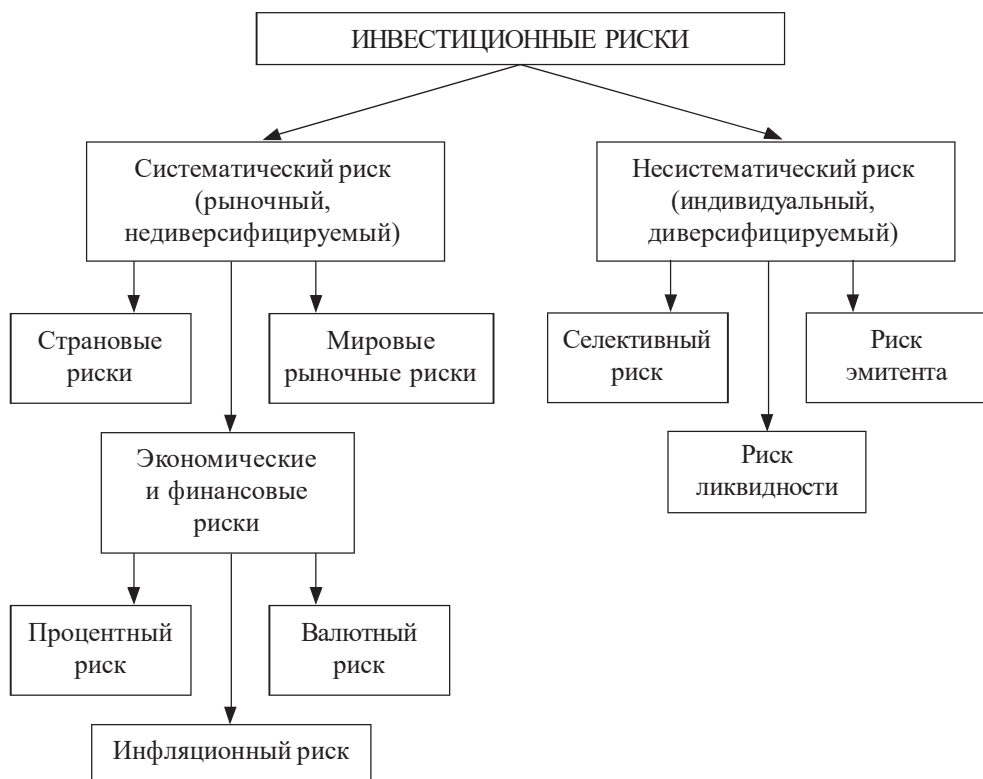


Рис. 36. Классификация инвестиционных рисков

ции. Возникает для всех участников рынка, так как в процессе колебаний конъюнктуры финансового рынка уровень цен отдельных финансовых инструментов изменяется аналогично рыночному индексу в целом. Этот риск чаще называют рыночным риском и связан он с рисками общеэкономического характера, которым подвержен любой бизнес. Именно поэтому существует тенденция одновременного изменения цен на акции. И по этой же причине инвесторы страдают от «рыночной неопределенности», независимо от того, акциями скольких компаний они владеют;

– несистематический (диверсифицируемый) риск, который специфичен для каждого конкретного актива. Данный риск может быть элиминирован за счет диверсификации. Иначе он может называться индивидуальным (персонифицированным) риском. Индивидуальный риск возникает из того факта, что каждая компания сталкивается с особыми, характерными для нее рисками, которые, может быть, свойственны еще только ее непосредственным конкурентам.

Диверсификация позволяет защитить инвестиции от неблагоприятного влияния:

- а) циклических колебаний в экономике;
- б) долгосрочных тенденций в отрасли;
- в) ослабления позиций отдельных компаний.

Способы диверсификации:

- покупка акций компаний разных отраслей;
- покупка акций различных компаний;
- покупка различных видов ценных бумаг (облигации, акции);
- покупка акций компаний, отличающихся высокой степенью диверсификации производства.

*Систематический риск* обусловлен действием внешних факторов, которые инвестор контролировать не может. Структура систематического риска представлена на рис. 36.

Систематический риск включает в себя:

- страновой риск – риск вложения свободных денежных средств в ценные бумаги конкретной страны с высоким уровнем коррупции, неэффективной экономикой, низким инвестиционным рейтингом;
- мировые рыночные риски, обусловленные кризисными явлениями в мировой экономике и связанные с резким падением фондовых индексов крупнейших мировых бирж, что приводит к еще большему падению национальных биржевых индексов и потерям доходов инвесторов, особенно стран с развивающейся рыночной экономикой. Ярким примером служит обвальное падение российских фондовых индексов (ММВБ, РТС) в 1998 и 2008 гг.;
- инфляционный риск, который обусловлен снижением покупательной способности денег, а значит, и доходности активов;
- процентный риск, вызванный нестабильностью учетной (ключевой) ставки, которая влияет на стоимость ценных бумаг с фиксированным доходом;
- валютный риск, связанный с вложениями в валютные ценные бумаги, обусловленный изменениями курса иностранной валюты.

*Несистематический риск* можно классифицировать следующими категориями:

- селективный риск – риск неверного выбора ценных бумаг для инвестирования вследствие ошибочной оценки ценных бумаг;
- риск ликвидности ценной бумаги, возникающий вследствие затруднений с реализацией ценных бумаг портфеля по адекватной цене. Ликвидность ценной бумаги определяется временем продажи по приемлемой цене. Ликвидная ценная бумага продается за считанные минуты. При этом цена сделки незначительно отличается от цен по предыдущим аналогичным сделкам. Неликвидная бумага может не продаваться месяцами, а лучшая котировка на ее покупку может превышать лучшую котировку на ее продажу в несколько раз. Чем ниже ликвидность ценной бумаги (больше время продажи), тем выше риск;
- риск эмитента ценных бумаг, который зависит от финансового состояния предприятий, государства и муниципалитетов – эмитентов ценных бумаг, включенных в портфель. На уровень этого риска оказывает воздействие инвестиционная политика эмитента, а также уровень менеджмента, состояние отрасли в целом и др.

На величину *несистематического (диверсифицируемого) риска* можно воздействовать путем включения новых ценных бумаг в портфель и изъятия не оправдавших заданные критерии риска и доходности, т. е. путем диверсифи-

кации. Таким образом портфель можно диверсифицировать: снизить до минимума несистематический риск. В практике портфельного инвестирования принято, что даже случайно выбранные 8–15 активов могут устранить большую часть диверсифицируемого риска, если соблюдать правила хотя бы отраслевой диверсификации. Идеальный портфель настолько диверсифицирован, что единственным риском является систематический (рыночный) риск. Графическое соотношение риска и возможности его снижения через диверсификацию представлены на рис. 37.

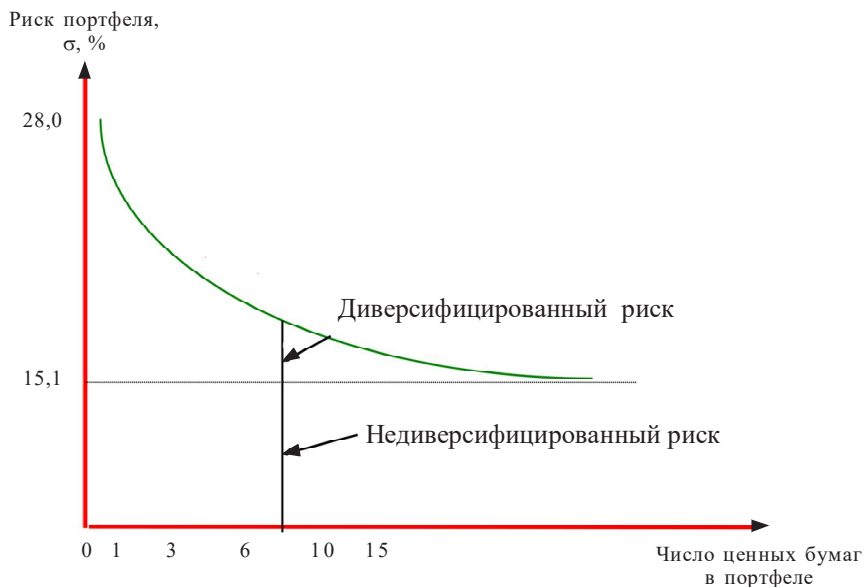


Рис. 37. Зависимость риска от числа ценных бумаг в портфеле

Так как риск представляет собой величину вероятностную, в качестве меры диверсифицируемого риска используются статистические показатели разброса случайной величины: дисперсия и стандартное отклонение. Они показывают, насколько и с какой вероятностью фактическая доходность актива может отличаться от величины его ожидаемой доходности. Чем меньше дисперсия (стандартное отклонение), тем ниже риск.

Простейшим показателем, используемым для измерения риска, является стандартное отклонение (или дисперсия распределения доходности портфеля), т. е. вероятность определенного уровня потерь от инвестирования в определенную совокупность ценных бумаг.

Дисперсия доходности актива  $i$  рассчитывается следующим образом:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2,$$

где  $r_i$  — доходность актива в  $i$ -м периоде;

$\bar{r}$  — ожидаемая доходность актива (средняя за период).

Ожидаемая доходность актива может быть рассчитана по формуле

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n r_i P_i,$$

где  $r_i$  – доходность актива в  $i$ -м периоде;

$P_i$  – вероятность наступления  $i$ -го исхода событий.

В условиях реального финансового рынка инвестор, как правило, принимает решение на основании имеющейся информации об исторической доходности ценной бумаги. В этом случае ожидаемая доходность рассчитывается как среднеарифметическое:

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n r_i P_i / N,$$

где  $N$  – количество наблюдений (значений).

Наиболее полной будет выглядеть следующая формула для расчета дисперсии:

$$\text{Var}(r_m) = \sigma^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (r_i - \bar{r})^2.$$

Причина деления на  $(N-1)$ , а не на  $N$  состоит в том, чтобы компенсировать так называемую потерю степени свободы.

Применение дисперсии для оценки риска финансовых операций не всегда удобно, так как размерность дисперсии равна квадрату единицы измерения случайной величины. На практике результаты анализа более наглядны, если показатель выражен в тех же единицах, что и сама величина. Для этого используется стандартное (среднеквадратическое) отклонение. Стандартное отклонение рассчитывается как квадратный корень из дисперсии.

После определения  $\bar{r}$  и  $\sigma_r^2$  выбор варианта производится по правилу Г. Марковица: портфель А лучше портфеля В, если для него выполняется одно из следующих двух условий:

- 1)  $\bar{r}_A \geq \bar{r}_B$ ;  $(\sigma_r^2)_A < (\sigma_r^2)_B$ ;
- 2)  $\bar{r}_A > \bar{r}_B$ ;  $(\sigma_r^2)_A \leq (\sigma_r^2)_B$ .

Если эти условия не выполняются, то для выбора портфеля потребуется дополнительный анализ с учетом ряда других факторов. Например, если при сравнении портфелей А и В окажется, что имеет место соотношение

$$\bar{r}_A > \bar{r}_B, (\sigma_r^2)_A > (\sigma_r^2)_B,$$

для выбора можно воспользоваться коэффициентом вариации:

$$v = \frac{\sigma_r}{r}.$$

Портфель А следует принять, если  $v_A < v_B$ .

В связи с тем, что различные активы по-разному реагируют на конъюнктурные изменения рынка, ожидаемый риск портфеля в большинстве случаев не соответствует средневзвешенной величине стандартных отклонений доходностей входящих в него активов. Стандартное отклонение (риск) портфеля, состоящего из двух активов, на основе *корреляции* их доходностей вычисляется по следующей формуле:

$$\sigma_p = \sqrt{\theta_x^2 \sigma_x^2 + \theta_y^2 \sigma_y^2 + 2\theta_x \theta_y \sigma_x \sigma_y \rho_{x,y}},$$

где  $\sigma_x$ ,  $\sigma_y$  – стандартное отклонение активов  $x$  и  $y$ ;

$\rho_{x,y}$  – коэффициент корреляции между активами  $x$  и  $y$ .

При формировании портфеля очень важным является вопрос о взаимозависимости финансовых инструментов. Степень взаимосвязи между доходностями двух активов можно определить с помощью показателей ковариации и корреляции.

*Ковариация* – это статистическая мера взаимодействия двух случайных величин. Она показывает степень зависимости двух переменных, например, зависимость доходностей двух ценных бумаг, входящих в портфель.

Ковариация может принимать как положительные, так и отрицательные значения. При положительной ковариации доходностей двух бумаг с ростом доходности первой доходность второй будет расти. И наоборот, при падении доходности первой доходность второй будет снижаться. При отрицательной ковариации рост доходности первой бумаги будет сопровождаться падением второй. Если ковариация равна нулю, то никакой зависимости не наблюдается либо она очень слаба. Чем больше значение ковариации, тем сильнее зависимость. Ковариация определяется по формуле

$$Cov_{1,2} = \sum (r_{1i} - \bar{r}_{(r_{1i})}) (r_{2i} - \bar{r}_{(r_{2i})}),$$

где  $r_{(1,2)i}$  – доходность актива 1 или 2 в  $i$ -м периоде;

$\bar{r}_{(r_{1,2})}$  – средняя (ожидаемая) доходность актива 1 или 2 за  $n$  периодов.

Если необходимо рассчитать выборочную ковариацию, то приведенную формулу необходимо разделить на  $N$  периодов наблюдения.

Ковариация зависит от единиц измерения величин. Это ограничивает ее применение. Очень близкой к ковариации является другая статистическая мера – *коэффициент корреляции*. Он нормирует ковариацию для облегчения сравнения с другими парами независимых переменных. Ковариация двух случайных величин равна корреляции между ними, умноженной на произведение стандартных отклонений. Отсюда коэффициент корреляции равен:

$$\rho_{1,2} = \frac{Cov_{1,2}}{\sigma_1 \sigma_2}.$$

Коэффициент корреляции  $\rho$  принимает значение от +1 до -1.

В результате можно получить следующий анализ крайних случаев:

а)  $\rho = 1$ . Это означает, что имеет место прямая корреляция между доходностями актива 1 и 2. Если один из двух активов имеет относительно высокую доходность, то и другой актив имеет относительно высокую доходность. Соответственно, когда один из двух активов имеет относительно низкую доходность, тогда и другой имеет такую же доходность.

б)  $\rho = -1$ . В этом случае имеется отрицательная корреляция, т. е. доходности двух активов изменяются противоположно друг другу – при возрастании доходности актива 1 уменьшается доходность актива 2 и наоборот.

в)  $\rho = 0$  – случай независимости, т. е. доходности активов 1 и 2 не зависят друг от друга. В такой ситуации, когда один из активов имеет относительно высокую доходность, другой может иметь и относительно высокую, и относительно низкую, и среднюю доходности.

При расчете риска портфеля, состоящего из нескольких активов, необходимо учесть парные ковариации (корреляции) всех входящих в него инструментов.

Дисперсия портфеля на основе ковариации доходностей, например, для трех активов, входящих в портфель, определяется по формуле

$$\sigma_p^2 = \theta_1^2 \sigma_1^2 + \theta_2^2 \sigma_2^2 + \theta_3^2 \sigma_3^2 + 2\theta_1 \theta_2 \text{Cov}_{1,2} + 2\theta_1 \theta_3 \text{Cov}_{1,3} + 2\theta_2 \theta_3 \text{Cov}_{2,3}.$$

Каждый член двойной суммы включает в себя произведение весов двух ценных бумаг и их ковариацию.

Интерпретация коэффициента корреляции состоит в следующем:

– при объединении в портфель активов с корреляцией (+1) риск не уменьшается, а лишь усредняется;

– идеальный портфель состоит из активов с корреляцией (-1);

– при отрицательной корреляции между активами риск портфеля меньше средневзвешенной суммы рисков, приносимых каждым конкретным активом. Поэтому при формировании портфеля необходимо стремиться к объединению активов с наименьшей корреляцией доходностей.

Относительное изменение доходности акции (портфеля акций), по сравнению с доходностью рынка, характеризуется коэффициентом бета ( $\beta$ ). Этот коэффициент измеряет относительную неустойчивость доходности инструмента или портфеля в сравнении с репрезентативным показателем доходности рынка в целом, который, как правило, представлен фондовым индексом. Математический смысл коэффициента  $\beta$  следует из формулы оптимального (эффективного) портфеля:

$$E_{(r_i)} - r_f = \beta_i [\bar{r}_{(r_m)} - r_f],$$

где  $r_f$  – безрисковая ставка;

$\beta_i$  – коэффициент бета-акции;

$\bar{r}_{(r_m)}$  – ожидаемая доходность по рынку за тот же период.

Исходя из этой формулы, теория инвестиционного портфеля позволяет сделать вывод: премия за риск любой акции, включенной в оптимальный портфель, пропорциональна премии за риск, связанной с портфелем в целом. Коэффициентом пропорциональности выступает бета.

Бета портфеля представляет собой средневзвешенную сумму значений бета-инструментов, входящих в этот портфель:

$$\beta_p = \sum \theta_i \beta_i.$$

Поскольку бета портфеля является средним значением беты акций, входящих в портфель, то увеличение диверсификации портфеля не вызывает изменение беты портфеля и, соответственно, рыночного риска портфеля в ту или иную сторону. Диверсификация портфеля позволяет усреднить рыночный риск.

Бета конкретного инструмента или акции рассчитывается по формуле

$$\beta_i = \rho_{i,p} \frac{\sigma_i}{\sigma_p} = \frac{Cov_{i,p}}{\sigma_p^2},$$

где  $\rho_{i,p}$  – корреляция между доходностью  $i$ -го актива и доходностью на рыночный индекс;

$\sigma_p$  – стандартное отклонение доходности на рыночный индекс;

$Cov_{i,p}$  – ковариация доходности  $i$ -го актива и доходности на рыночный индекс;

$\sigma_p^2$  – дисперсия доходности на рыночный индекс.

Бета портфеля показывает, как рынок будет действовать на изменение доходности портфеля. Например, если бета портфеля равна 2, то увеличение доходности по рынку на 1 % приведет к увеличению доходности портфеля на 2 %. Такая же величина изменения риска, но в обратном направлении, приведет к снижению доходности портфеля на те же 2 %.

Таким образом, акции с  $\beta > 1$  более рискованны, чем с  $\beta < 1$ . С точки зрения ограничения рыночных рисков при формировании портфеля акции с отрицательной бетой более предпочтительны. Стремясь сформировать портфель с наименьшим бета, можно использовать индексный метод, когда структура формируемого портфеля копирует структуру какого-либо фондового индекса – эталонного портфеля с широкой базой и пересматривается с его изменениями.

Применительно к портфелям риск ценных бумаг как раз измеряется бетой. С увеличением числа разных ценных бумаг и, следовательно, лучшей диверсификацией, риск портфеля снижается до того момента, пока не устраняется несистематический риск и не остается только рыночный риск.

В чем причина? Она определяется средней бетой отдельных ценных бумаг. Предположим, что портфель инвестора состоит из большого числа акций (условно – 150), которые выбраны на рынке случайным образом.

В результате получим портфель, очень близкий к идеальному рыночному портфелю ценных бумаг. В таком случае бета портфеля может равняться 1,0, и корр-



ляция с рынком может быть равна 1,0. Если бы стандартное отклонение доходности рынка составило 20 %, то стандартное отклонение доходности портфеля также равнялось бы 20 %.

Но предположим, что инвестор формирует портфель из большой группы акций со средней бетой, равной 1,5. И опять же он в конце концов мог бы получить портфель из 150 акций, которые фактически не имели бы индивидуального риска. Однако стандартное отклонение доходности такого портфеля оказалось бы равно 30 %, т. е. в 1,5 раза больше рыночного отклонения. Колебания доходности полностью диверсифицированного портфеля с  $\beta = 1,5$  будут на 50 % больше колебаний доходности рынка, и риск портфеля окажется равен 150 % рыночного риска.

Можно провести точно такой же эксперимент с акциями, бета которых равна 0,5, и в результате оказалось бы, что риск полностью диверсифицированного портфеля для инвестора в данном случае будет в два раза меньше рыночного риска.

Сделаем важные выводы:

- бета измеряет недиверсифицируемый, или рыночный, риск, связанный с инвестиционным инструментом;
- инвестиционные инструменты могут иметь как положительные, так и отрицательные значения бета-коэффициента;
- активы, у которых бета больше 1, более отзывчивы на изменение рыночной доходности и, следовательно, более рискованны, чем рынок в целом;
- активы, у которых бета меньше 1, менее рискованны, чем рынок в целом;
- чем выше бета для инвестиционного инструмента, тем из-за высокого риска выше уровень ожидаемой доходности, и наоборот;
- бета для рынка в целом равна 1.

В соответствии с современной финансовой теорией более рискованные активы должны предлагать более высокую ожидаемую доходность, и модели ценообразования активов это учитывают. В условиях хорошо развитого рынка информация быстро находит отражение на динамике курса ценных бумаг.

В середине 60-х гг. прошлого века У. Шарпом была разработана модель, описывающая взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью актива. Она получила название *модели оценки стоимости активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM)*.

CAPM исходит из того, что акции тем рискованнее, чем больше динамика их курса увязана с динамикой курсов на рынке в целом. CAPM является моделью одного временного периода.

Модель CAPM строится на основе нескольких предположений:

- оценка инвестиционных портфелей производится на основе ожидаемой доходности и стандартного отклонения;
- выбирая из двух портфелей, предпочтение отдается портфелю с наибольшей ожидаемой доходностью при прочих равных условиях;
- выбирая из двух портфелей, предпочтение отдается портфелю с наименьшим стандартным отклонением, т. е. с наименьшим риском, при прочих равных условиях;

- при желании инвестор может купить часть акции, т. е. активы делимы;
- существует безрисковая процентная ставка, одинаковая для всех инвесторов, по которой можно получить кредит или дать в долг;
- налоги и операционные издержки незначительны;
- период инвестирования для всех инвесторов одинаков;
- информация свободна и незамедлительно получается всеми инвесторами.

Инвесторы одинаково оценивают ожидаемую доходность, стандартное отклонение и ковариации доходностей ценных бумаг.

Зависимость между стандартным отклонением и ожидаемой доходностью графически описывается с помощью линии рынка капитала (рис. 38, *Capital Market Line* – CML).

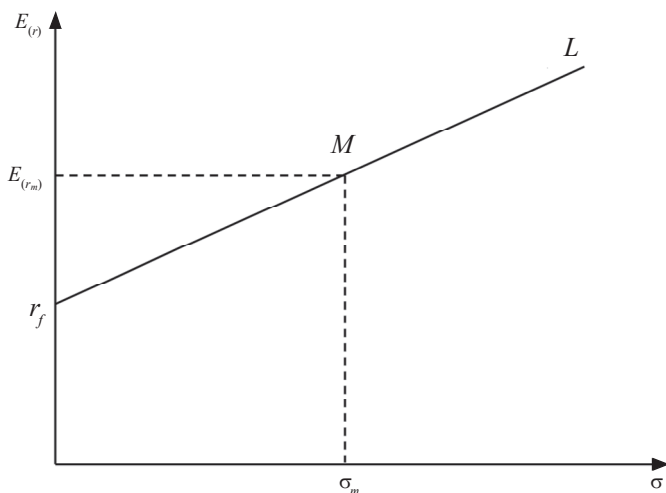


Рис. 38. Зависимость между стандартным отклонением и ожидаемой доходностью портфеля, где  $M$  – рыночный портфель;  $r_f$  – безрисковая ставка доходности;  $r_f L$  – линия рынка капитала (CML);  $\sigma_m$  – ожидаемый риск рыночного портфеля (стандартное отклонение доходности);  $\bar{r}(r_m)$  – ожидаемая доходность рыночного портфеля

Эффективные портфели находятся вдоль прямой  $r_f L$ , имеющей название линии рынка капитала (CML), и образуются различными комбинациями риска и доходности, получаемыми в сочетании рыночного портфеля с безрисковым заимствованием, или кредитованием. Все остальные портфели, не использующие комбинации рыночного портфеля и безрискового заимствования, или кредитования, будут лежать ниже CML.

Уравнение CML имеет следующий вид:

$$E_{(r_i)} - r_f = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} [\bar{r}(r_m) - r_f].$$

СМЛ описывает соотношение риска и ожидаемой доходности только для широко диверсифицированных (эффективных) портфелей, но не отвечает на вопрос, какой ожидаемой доходностью должны обладать менее диверсифицированные портфели или отдельные активы.

Зависимость между рыночным риском и ожидаемой доходностью графически описывается с помощью линии рынка ценных бумаг (рис. 39).

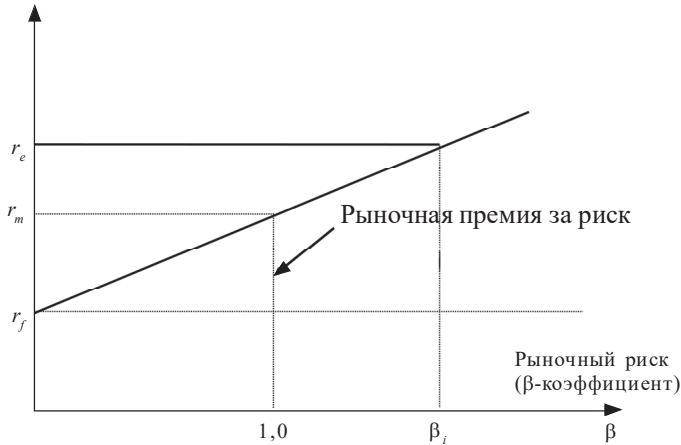


Рис. 39. Линия рынка ценных бумаг

Линия рынка ценных бумаг отображает рыночный портфель. Значение бета портфеля, отражающего фондовый рыночный индекс, равно 1, а ожидаемая доходность равна  $r_m$ . Так как значение беты для безрисковых бумаг равно 0, то линия рынка ценных бумаг должна проходить также через точку с координатами 0 и  $r_f$ .

Ожидаемая премия за риск инвестиций, у которых  $\beta = 0,5$ , составляет половину ожидаемой премии за рыночный риск. Ожидаемая премия за риск инвестиций с  $\beta = 2,0$  в два раза превышает ожидаемую премию за рыночный риск.

Ожидаемая доходность акций, превышающая безрисковую ставку  $r_f$ , выражается следующим образом:

$$E_{(r_i)} - r_f = \beta_i [\bar{r}_{(r_m)} - r_f].$$

Инвестор может получить ожидаемую премию за риск, равную  $\beta_i [\bar{r}_{(r_m)} - r_f]$ , комбинируя рыночный портфель и безрисковые займы. Так, на хорошо функционирующем рынке никто не держит акции, предлагающие премию за ожидаемый риск, меньше, чем  $\beta_i [\bar{r}_{(r_m)} - r_f]$ .

Угол наклона линии рынка ценных бумаг определяется отношением инвесторов к риску в условиях рынка, т. е. коэффициентом бета (или коэффициентом наклона рыночной модели). Чем выше риск, тем более крутой наклон будет у линии рынка ценных бумаг. Любая акция должна лежать на линии рынка актива и обеспечивать премию за ожидаемый риск.

Так как ожидаемая доходность портфеля равна средневзвешенной доходности активов, входящих в портфель, то каждый актив, а соответственно и портфель, будет лежать на линии рынка ценных бумаг. Следовательно, эффективные портфели лежат как на CML, так и на линии рынка ценных бумаг. Неэффективные портфели также лежат ниже линии рынка ценных бумаг.

Риск хорошо диверсифицированного портфеля зависит от рыночного риска входящих в него ценных бумаг. Тогда премия за риск любой ценной бумаги, включенной в оптимальный портфель, пропорциональна премии за риск, связанный с портфелем в целом. Чем больше  $\beta$ , тем выше доля общего риска, связанного с вложением именно в эту ценную бумагу. Чем больше  $\beta$ , тем выше, как видно из рис. 39, и премия за риск.

Перед каждым инвестором возникает важный вопрос: если рыночный портфель состоит из отдельных акций, тогда почему изменчивость его доходности не отражает средней изменчивости доходности его компонентов. Причина в том, что диверсификация снижает изменчивость. Сама диверсификация возможна благодаря тому, что цены различных акций изменяются неодинаково. Статистики имеют в виду то же самое, когда говорят, что изменения цен на акции не полностью коррелируют. Необходимо найти по крайней мере две такие акции, где снижение стоимости одной акции компенсировалось бы ростом другой. Следовательно, существовала бы возможность снизить риск с помощью диверсификации.

Риск, который может быть устранен диверсификацией, не случайно называется индивидуальным (уникальным, специфическим) риском или диверсифицируемым риском. Индивидуальный риск возникает из того факта, что каждая компания сталкивается со специфическими для нее рисками, которые, может быть, свойственны лишь однотипным хозяйствующим субъектам.

Но есть и другой риск, которого нельзя избежать независимо от того, какова диверсификация портфеля инвестора. Этот риск уже анализировался и называется он рыночным риском. Действительно, рыночный риск связан с рисками общеэкономического характера, которым подвержен любой бизнес. Именно поэтому существует тенденция одновременного изменения цен на акции. Исходя из этого, объективным становится и то, что по этой же причине инвесторы страдают от «рыночной неопределенности» независимо от того, акциями скольких компаний они владеют.

Инвесторы могут исключить индивидуальный риск, но они не способны устранить рыночный риск.

Можно разбить действия инвестора на две стадии.

Первая – необходимо выбрать «лучший» портфель обыкновенных акций.

На второй стадии следует подобрать комбинацию этого портфеля с займами или кредитами, позволяющую достичь такой степени риска, которая удовлетворяла бы вкусы отдельного инвестора. Заимствование и кредитование расширяют границы инвестиционных возможностей (рис. 40).

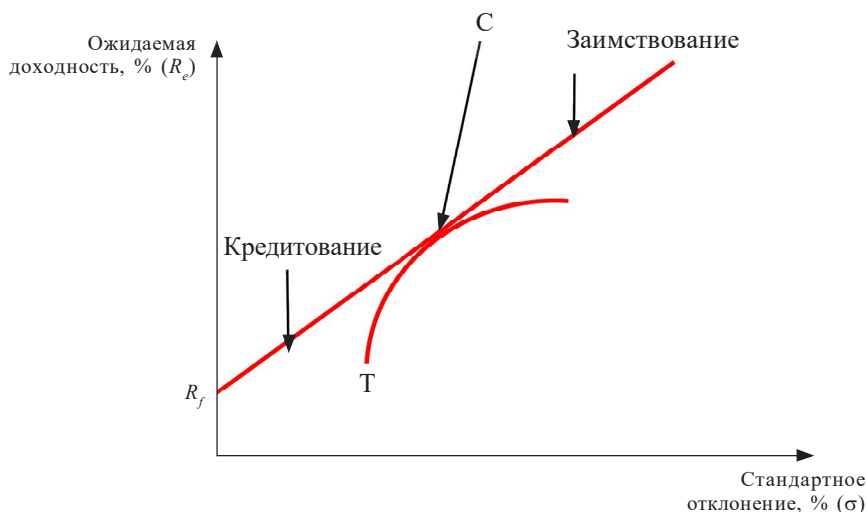


Рис. 40. Зависимость ожидаемой доходности портфеля от стандартного отклонения

На рис. 40 видно, что если, например, инвестор вкладывает денежные средства в портфель C и предоставляет заем или берет кредит по безрисковой процентной ставке ( $R_f$ ), то он может достичь любой точки вдоль прямой линии от точки ( $R_f$ ) до точки (C) и далее. Это дает возможность инвестору рассчитывать на более высокую ожидаемую доходность при любом уровне риска, чем инвестиции только в обыкновенные акции. Рис. 40 также помогает увидеть, что когда инвестор отдает займы часть своих денег, то в итоге он оказывается между точками ( $R_f$ ) и (C), с другой стороны, если инвестор может взять кредит по безрисковой ставке, то он расширяет свои возможности за точку (C). Таким образом, вне зависимости от уровня риска, который выбирает инвестор, он может получить самую высокую ожидаемую доходность, комбинируя портфель (C) с займами и кредитами. Поэтому нет никакого смысла инвестору держать, в нашем примере, так называемый портфель (T). Именно по этой причине, инвестор на первой стадии инвестирования выбирает «лучший» портфель обыкновенных акций – никакой другой, как портфель (C), в рассматриваемом случае. Точка, соответствующая портфелю (C), представляет собой точку касания линии эффективных портфелей. Этот портфель дает наибольшую ожидаемую премию за риск ( $R_e - R_f$ ) на единицу стандартного отклонения ( $\sigma$ ). Премия за риск представляет собой разницу между ожидаемой доходностью инвестиций и безрисковой ставкой.

Теоретически кажется, что можно пожелать инвестору иметь портфель, где относительно большая часть инвестиций приходилась бы на долю акций, цена которых несколько занижена. Но фактически маловероятно, чтобы на конкурентном рынке инвестору удалось бы монопольно завладеть воплощением таких хороших идей. А это еще раз подтверждает мысль, что любому инвестору нужен просто рыночный портфель ценных бумаг и ничего больше. Именно поэтому многие

профессиональные инвесторы вкладывают средства в портфели, отражающие рыночные индексы, а большинство других держат высокодиверсифицированные портфели.

Весь анализ показывает, что для снижения рисков необходимо использовать разные приемы: как диверсификацию, так и хеджирование, иммунизацию и др.

Исходя из приведенных доказательств, сделаем еще ряд выводов, характеризующих основные принципы выбора портфелей.

Инвесторы предпочитают высокую ожидаемую доходность инвестиций и низкое стандартное отклонение. Портфели обыкновенных акций, обеспечивающие наиболее высокую ожидаемую доходность при данном стандартном отклонении, являются эффективными портфелями.

Если инвестор хочет знать предельное влияние акции на риск портфеля, он должен учитывать не риск акции самой по себе, а ее вклад в риск портфеля. Этот вклад зависит от чувствительности акции к изменениям стоимости портфеля.

Чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля и есть бета. Следовательно, бета измеряет предельный вклад акции в риск рыночного портфеля. Очевидный способ вычислить бету акций – это посмотреть, как в прошлом цены акций реагировали на рыночные изменения.

Если инвесторы могут брать займы или предоставлять кредиты по безрисковой ставке, тогда им следует всегда иметь комбинацию безрисковых инвестиций и портфель обыкновенных акций. Состав такого портфеля акций зависит только от того, как инвестор оценивает перспективы каждой акции, а не от его отношения к риску. Если инвесторы не располагают какой-либо дополнительной информацией, им следует держать такой же портфель акций, как и у других, иначе говоря, им следует держать рыночный портфель ценных бумаг.

Попробуем проследить логику рассуждений дальше. Если каждый держит рыночный портфель и если бета показывает вклад каждой ценной бумаги в риск рыночного портфеля, тогда вполне оправданно, что премия за риск, требуемая инвесторами, пропорциональна коэффициенту бета. Премии за риск всегда отражают вклад в риск портфеля. Предположим, что инвестор формирует портфель. Некоторые акции увеличат риск портфеля, и он, естественно, приобретет их только в том случае, если они к тому же увеличат и ожидаемый доход. Другие акции снизят портфельный риск, и поэтому инвестор готов купить их, даже если они снижают ожидаемые доходы от портфеля. В конечном итоге эффективный портфель характеризует связь между ожидаемой доходностью каждой акции и ее предельным вкладом в портфельный риск как прямолинейную. Так же верно и обратное: если прямолинейной связи нет, портфель не является эффективным.

Вместе с тем теории построения и использования бета и других коэффициентов не дают окончательного ответа о предопределении рискованности вложений для инвесторов, но позволяют достаточно объективно оценить тенденции поведения тех или иных акций на фондовом рынке. Нередко данные коэффициенты вступают в противоречие с практикой рынка ценных бумаг. Такие противоречия особенно явно наблюдаются и на российском фондовом рынке, который демон-

стрирует необычайно быструю динамику своей эволюции и, обладая уже почти всеми атрибутами развитых рынков, отличается от них своей повышенной неопределенностью и нестабильностью.

Если в странах со стабильной экономикой имеется множество аналитических агентств, которые готовят и распространяют информацию о значениях бета и других коэффициентов для акций самых разных эмитентов, то в России многие важные для принятия инвестиционных решений коэффициенты пока еще не пользуются популярностью у инвесторов. Следует отметить, что по итогам каждого торгового дня ПАО «Московская биржа» публикует коэффициенты корреляции между акциями, а также между акциями и индексом Мосбиржи, одновременно публикуются ежедневно бета-коэффициенты акций российских компаний.

Под управлением понимается применение к совокупности различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

- сохранить первоначально инвестированные средства;
- достигнуть максимального уровня дохода;
- обеспечить инвестиционную направленность портфеля.

Иначе говоря, процесс управления направлен на сохранение основного инвестиционного качества портфеля и тех свойств, которые бы соответствовали интересам его держателя.

С точки зрения стратегий портфельного инвестирования можно сформулировать следующую закономерность. Типу портфеля соответствует и тип избранной инвестиционной стратегии: активной, направленной на максимальное использование возможностей рынка, или пассивной. Активная стратегия предполагает постоянную ротацию портфеля ценных бумаг. Пассивная стратегия направлена на формирование хорошо диверсифицированного портфеля и сохранение его инвестиционных характеристик в неизменном виде достаточно длительное время.

Активная модель управления предполагает тщательное отслеживание и немедленное приобретение инструментов, отвечающих инвестиционным целям портфеля, а также быстрое изменение состава фондовых инструментов, входящих в портфель.

Отечественный фондовый рынок характеризуется резким изменением котировок, динамичностью процессов, высоким уровнем риска. Все это позволяет считать, что его состоянию адекватна активная модель мониторинга, которая делает управление портфелем эффективным.

Мониторинг является базой для прогнозирования размера возможных доходов от инвестиционных средств и интенсификации операций с ценными бумагами.

Управляющий, занимающийся активным управлением, должен суметь отследить и приобрести наиболее эффективные ценные бумаги и максимально быстро избавиться от низкодоходных активов. При этом важно не допустить снижение стоимости портфеля и потерю им инвестиционных свойств, а следовательно, необходимо сопоставлять стоимость, доходность, риск и иные инвестиционные характеристики «нового» портфеля (т. е. учитывать вновь приобретенные ценные

бумаги и продаваемые низкодоходные) с аналогичными характеристиками имеющегося «старого» портфеля. Этот метод требует значительных финансовых затрат, так как он связан с информационной, аналитической экспертной и торговой активностью на рынке ценных бумаг, при которой необходимо использовать широкую базу экспертных оценок и проводить самостоятельный анализ, осуществлять прогнозы состояния рынка ценных бумаг и экономики в целом.

Такая практика характерна для крупных банков и инвестиционных компаний, имеющих большой портфель ценных бумаг и стремящихся к получению максимального дохода от профессиональной работы на рынке.

Необходимо учитывать, что затраты по активному управлению портфелем ценных бумаг довольно высокие.

Активный мониторинг представляет непрерывный процесс таким образом, что процесс управления портфелем ценных бумаг сводится к его периодической ревизии.

Пассивное управление предполагает создание хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Такой подход возможен при достаточной эффективности рынка, насыщенного ценными бумагами хорошего качества. Продолжительность существования портфеля предполагает стабильность процессов на фондовом рынке. Пассивное управление эффективно лишь в отношении портфеля, состоящего из низкорискованных ценных бумаг. Ценные бумаги должны быть долгосрочными для того, чтобы портфель существовал в неизменном состоянии длительное время. Это позволит реализовать основное преимущество пассивного управления – низкий уровень накладных расходов.

Один из основных методов пассивного управления предполагает оценивать *эффективность управления портфелем* как определение фактической доходности и риска портфеля за рассматриваемый период, и эталонного портфеля, который используется в качестве точки отсчета для сравнительного анализа.

На практике приходится сравнивать результаты управления как частных портфелей, так и различных управляющих. Если сравнивать портфели только на основе их абсолютных значений, то, как правило, сложно сделать правильную оценку. Например, доходность одного портфеля за год составила 150 %, а второго – 100 %. Результаты управления первым портфелем кажутся более предпочтительными. Но это без учета риска. Если его риск был в два раза больше риска второго портфеля, то более успешным оказался второй инвестор или управляющий.

Поэтому для оценки эффективности управления портфелем используют относительные показатели, которые учитывают как доходность, так и риск портфеля.

*Коэффициент Шарпа:*

$$K_{\text{Ш}} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p},$$

где  $r_p$  – средняя доходность портфеля за период;

$r_f$  – безрисковая ставка доходности;

$\sigma_p$  – ожидаемый риск портфеля.



Коэффициент Шарпа учитывает доходность портфеля, полученную сверх ставки без риска, и весь риск, как рыночный, так и нерыночный.

Допустим, инвестиционный портфель под управлением показал доходность 25 %, причем стандартное отклонение составило 10 %. За то же время депозит (вклад) в ПАО Сбербанк обеспечил доходность 5 %. В этом случае коэффициент Шарпа будет равен  $(25 - 5)/10 = 2$ . Можно сказать, что на 1 % риска было получено 2 % прибыли сверх безрисковой (гарантированной) доходности. При равной доходности меньшая величина стандартного отклонения даст большее значение коэффициента Шарпа.

Недостатки коэффициента Шарпа:

1. Зависимость от рассматриваемого интервала и бенчмарка. Прошлая доходность не гарантирует будущей, поэтому показатель коэффициента Шарпа подвержен изменениям, причем нередко довольно резким.

2. Любые колебания доходности (как положительные, так и отрицательные) в формуле для расчета коэффициента Шарпа являются одинаково плохими, а значит, даже успешная торговля может дать низкие значения коэффициента Шарпа.

3. Нет различий между чередующимися и последовательными убытками, хотя на практике первый случай может означать слом торговой системы и уменьшение вероятности будущей прибыли.

Тем не менее, иногда коэффициент позволяет, особенно на периоде с прошедшим кризисом, сделать вывод о рисках торговли инвестора или фонда: при сравнении двух и более из них, показывающих равную доходность, наиболее предпочтительным будет тот, кто имеет более высокий коэффициент Шарпа.

Второй показатель – это *коэффициент Трейнора*. В качестве меры риска здесь учитывается бета портфеля.

$$K_T = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}.$$

Показатель Шарпа в качестве риска учитывает стандартное отклонение, и поэтому его следует использовать инвестору, портфель которого не является широко диверсифицированным. Показатель Трейнора лучше подходит для диверсифицированного портфеля. Чем выше значения коэффициентов, тем лучше результаты управления.

Коэффициент Трейнора является мерой доходности с поправкой на понесенные риски. Коэффициент Трейнора основывается на системном риске инвестора. Данный коэффициент похож на коэффициент Шарпа, с той разницей, что при расчете коэффициента Трейнора используется бета (мера рыночного риска), вместо сигмы (волатильности, или меры общего риска), которая используется при расчете коэффициента Шарпа.

Коэффициент Трейнора иногда называют коэффициентом доходности к волатильности.

Третий показатель – *коэффициент Сортино*, который, по сути, является модернизированным коэффициентом Шарпа. Здесь вместо стандартного отклонения

в знаменателе используется отклонение (колебание доходности) в отрицательную сторону (ниже безрисковой процентной ставки), что позволяет учесть влияние лишь отрицательной волатильности. Логичность такого подхода признавал и уже упомянутый выше Г. Марковиц, а на практике его воплотил Ф. Сортино в 80-х гг. прошлого века.

$$K_C = \frac{R - T}{\sigma}$$

$$\sigma = \sqrt{\int_{-\infty}^T (T - x)^2 f(x) dx}$$

Рассмотрим годовую торговлю, где инвестор по кварталам показал результаты доходности: 26 %, 10 %, 1 % и 3 %. Тогда средняя доходность равна:

$$R = (26 \% + 10 \% + 1 \% + 3 \%) / 4 = 10 \%$$

Годовая ставка по депозиту пусть будет равна 6 %, и числитель формулы в этом случае  $(R - T) = 10 \% - 6 \% = 4 \%$ . Для расчета знаменателя нужно учесть только те значения, которые меньше безрисковой ставки, т. е. в данном случае меньше 6 %. Это 1 % и 3 %. При этом, однако, результат делится на общее число замеров доходности, т. е. на четыре:

$$\sigma = \sqrt{((6 - 1) \times (6 - 1) + (6 - 3) \times (6 - 3)) / 4} = 2,915 \%$$

Следовательно, коэффициент Сортино равен:

$$K_C = 4 / 2,915 = 1,37$$

Хорошим результатом можно считать значение больше 0,5. Если результат считается на полгода, то доходность безрисковой ставки нужно делить на два, за три года – умножать на три и т. д.

Интересно, что согласно формулам коэффициенты Шарпа и Сортино при равенстве доходности торговли и безрисковой ставки получаются равными нулю вне зависимости от стандартного отклонения. Если результат торговли хуже безрисковой ставки, то знак коэффициентов будет отрицательным.

Анализ деятельности инвесторов в современных условиях позволяет сделать главный вывод, что инвестиционный риск – это неопределенность, скорректированная во времени на полноту информации о происходящих на рынке событиях.

Таким образом, инвестиционный риск – это бремя ответственности инвестора. И измеряется это бремя ответственности не чем иным, как вероятностью отклонения фактического дохода от ожидаемого результата.

В этой связи добиться снижения степени риска – это, как минимум, сократить вероятность и величину (объем) потерь. Для снижения степени риска применяются различные приемы.

Наиболее распространенными являются:

- диверсификация;
- лимитирование;
- страхование;
- иммунизация;
- хеджирование.

Диверсификация позволяет защитить инвестиции от неблагоприятного влияния:

- а) циклических колебаний в экономике;
- б) долгосрочных тенденций в отрасли;
- в) ослабления позиций отдельных компаний.

Лимитирование – это установление лимита, т. е. предельных сумм расходов, продажи, кредита и т. п. Также проблемы лимитирования напрямую связаны с гарантийным обеспечением – важнейшим звеном в системе управления рисками на фондовом и срочном рынках. Примерами могут быть как лимит изменения цены в течение торговой сессии, так и лимит общего количества открытых позиций. К этой категории снижения степени риска прямых финансовых потерь относится и установление предельного (минимального) размера депозитной маржи.

Страхование также является способом снижения степени риска и выражается в том, что инвестор готов отказаться от части своих доходов, чтобы избежать риска, т. е. он готов заплатить за снижение степени риска до нуля. Таким образом, экономическая сущность страхования заключается в создании резервного (страхового) фонда. На фондовом рынке широко практикуется создание резервов на покрытие непредвиденных расходов от обесценения ценных бумаг. Поэтому нередко наряду с термином «страхование» употребляется такое толкование, как «резервирование ресурсов» для компенсации ущерба от ожидаемого проявления различных рисков. Объективно страхование, или резервирование ресурсов, не ставит своей целью уменьшение вероятности проявления рисков, а направлено преимущественно на возмещение материального ущерба от проявления рисков. Здесь больше идет речь о риске как о данности, которой очень сложно, да и вообще невозможно, управлять. По этому принципу устроено регулирование банковской деятельности со стороны государства.

Но на финансовых рынках термин «страхование» используется больше как хеджирование.

Хеджирование – это страхование ценового риска при помощи операций фьючерсными (или опционными) контрактами. Основывается на разнице цен на фьючерсном рынке и рынке реального товара. Хеджирование – система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятностные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений.

Если диверсификация направлена против риска, связанного с отклонениями во временной структуре процентных ставок, то снизить риски от общих изменений уровня процентных ставок можно иммунизацией.

Иммунизация путем обеспечения соответствия протяженности ожидаемому периоду владения относится к статистическому методу. Для того чтобы иммунизация была эффективной, она нуждается в частой ревизии и потенциальном повторяющемся сбалансировании портфеля на рынке с изменчивой процентной ставкой.

Рассматривая различные приемы для снижения степени риска, сделаем вывод, что инвестиционная деятельность всегда осуществляется в условиях неопределенности, степень которой может существенно варьировать.

Принятие решений инвестиционного характера, как и любой другой вид управленческой деятельности, основывается на использовании различных формализованных и неформализованных методов. Степень их сочетания определяется разными обстоятельствами, в том числе и тем, насколько квалифицированным является менеджер.

Теоретически кажется, что хотелось бы иметь портфель, где относительно большая часть инвестиций приходилась бы на долю акций, цена которых несколько занижена. Но фактически маловероятно, чтобы на конкурентном рынке инвестору удалось монопольно завладеть хорошими идеями. Иначе говоря, любому инвестору нужен просто рыночный портфель ценных бумаг и ничего больше. Именно поэтому многие профессиональные инвесторы вкладывают средства в портфели, отражающие рыночные индексы, а большинство других держат высокодиверсифицированные портфели.

Исходя из приведенных доказательств, сделаем еще ряд выводов, характеризующих основные принципы выбора портфелей:

1. Инвесторы предпочитают высокую ожидаемую доходность инвестиций и низкое стандартное отклонение.

2. Если инвестор хочет знать предельное влияние акции на риск портфеля, он должен учитывать не риск акции самой по себе, а ее вклад в риск портфеля. Этот вклад зависит от чувствительности акции к изменениям стоимости портфеля.

3. Чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля и есть бета. Следовательно, бета измеряет предельный вклад акции в риск рыночного портфеля.

4. Если инвесторы могут брать займы или предоставлять кредиты по безрисковой ставке, то им следует всегда иметь комбинацию безрисковых инвестиций и портфель обыкновенных акций. Состав такого портфеля акций зависит только от того, как инвестор оценивает перспективы каждой акции, а не от его отношения к риску. Если инвесторы не располагают какой-либо дополнительной информацией, им следует держать такой же портфель акций, как и у большинства других, иначе говоря, им следует держать рыночный портфель ценных бумаг, отражающий индекс.

### Вопросы для самопроверки

1. Какие торговые системы используются трейдерами на российском фондовом рынке?
2. В чем суть маржинального кредитования на фондовом рынке?
3. Какие значения может иметь коэффициент бета?
4. Почему ценные бумаги называют фиктивным капиталом?
5. Перечислите основные экономические характеристики ценной бумаги.
6. Что такое «короткая» продажа на рынке ценных бумаг?
7. Назовите характерные черты агрессивной стратегии инвестирования.
8. Какие финансовые инструменты подходят для инвестирования в консервативный портфель?
9. Кто относится к клиентам с повышенным уровнем риска?
10. Приведите классификацию ценных бумаг по форме привлечения капитала?
11. Что такое инвестиционный профиль клиента?
12. Перечислите ценные бумаги денежного рынка.
13. Назовите ключевые функции рынка ценных бумаг.
14. Какая лицензия нужна для осуществления брокерской и дилерской деятельности?
15. От чьего имени совершает операции доверительный управляющий?
16. Дайте определение брокерской деятельности?
17. На основании каких договоров осуществляется брокерская деятельность?
18. Каковы особенности деятельности брокера в качестве поверенного?
19. Каковы особенности деятельности брокера в качестве комиссионера?
20. Какие виды счетов использует брокер при совершении сделок с ценными бумагами по договору комиссии?
21. Чем отличается договор комиссии от договора поручения?
22. Назовите особенности агентского договора.
23. Какие ценные бумаги относятся к маржинальным?
24. Дайте характеристику централизованного клиринга.
25. Перечислите профессиональных участников рынка ценных бумаг.
26. Кто относится к институциональным инвесторам на фондовом рынке?
27. Назовите основную задачу портфельного инвестирования.
28. Чем отличается пассивная стратегия управления портфелем ценных бумаг от активной?
29. Почему систематический риск на рынке ценных бумаг устранить невозможно.
30. Что такое «рыночный портфель акций»?

### Список рекомендуемой литературы

#### Нормативно-правовые акты

Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. 1 (от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ); ч. 2 (от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ) // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/) (дата обращения: 01.07.2020).

О рынке ценных бумаг : Федеральный закон РФ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10148/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/) (дата обращения: 01.07.2020).

О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : Федеральный закон РФ от 5.03.1999 г. № 46-ФЗ // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_22219/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22219/) (дата обращения: 01.07.2020).

О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : Федеральный закон РФ от 07.02.2011 г. № 7-ФЗ // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_110267/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_110267/) (дата обращения: 01.07.2020).

Об организованных торгах : Федеральный закон РФ от 21.11.2011 г. № 325-ФЗ // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_121888/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_121888/) (дата обращения: 01.07.2020).

О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, к порядку раскрытия управляющим информации, а также требованиях, направленных на исключение конфликта интересов управляющего : Положение Банка России от 03.08.2015 г. № 482-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_190355/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190355/) (дата обращения: 01.07.2020).

О правилах ведения внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами : Положение Банка России от 31.01.2017 г. № 577-П // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_213942/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_213942/) (дата обращения: 01.07.2020).

О порядке определения инвестиционного профиля клиента, инвестиционного советника, о требованиях к форме предоставления индивидуальной инвестиционной рекомендации и к осуществлению деятельности по инвестиционному консультированию : Указание Банка России от 17.12.2018 г. № 5014-У // КонсультантПлюс : сайт. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_318762/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_318762/) (дата обращения: 01.07.2020).

#### Основная литература

*Галанов В. А.* Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов / В. А. Галанов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 414 с. – Текст : электронный. – URL : <http://znanium.com> (дата обращения: 01.07.2020). – ISBN 978-5-16-012443-8.

*Грэхем Б.* Анализ ценных бумаг : научно-популярная литература / Бенджамин Грэхем, Дэвид Додд ; [пер. с англ. А. В. Назаренко, О. Л. Пелявского]. – 3-е изд. – Москва [и др.] : Вильямс, 2016. – 878 с. – ISBN 978-5-8459-1945-8.

*Николаева И. П.* Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов / И. П. Николаева. – Москва : Дашков и К°, 2018. – 256 с. – Текст : электронный. – URL : <http://znanium.com> (дата обращения: 01.07.2020). – ISBN 978-5-394-02413-9.

Рынок ценных бумаг : учебник / [В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова, Ю. В. Куваева, М. И. Львова] ; под общ. ред. В. А. Татьянникова. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. – 496 с. – ISDN 978-5-7996-2758-4.

Рынок ценных бумаг : учебник / [Н. И. Берзон [и др.] ; под общ. ред. Н. И. Берзона. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Юрайт, 2018. – 443 с. – ISBN 978-5-534-03265-9.

*Сребник Б. В.* Финансовые рынки: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг : учебное пособие / Б. В. Сребник, Т. Б. Вилкова. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 366 с. – Текст : электронный. – URL: <http://znanium.com> (дата обращения: 01.07.2020). – ISBN 978-5-16-005029-4.

Участники, инструменты, технологии инвестирования на фондовом рынке : учебное пособие / [А. И. Решетников [и др.]]. – Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2017. – 132 с.

*Шарп У. Ф.* Инвестиции : учебник / У. Ф. Шарп. – Москва : ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М», 2019. – 1040 с. – Текст : электронный. URL: <http://znanium.com/go.php?id=1023723> (дата обращения: 01.07.2020). – ISBN 978-5-16-002595-7.

**Интернет-ресурсы**

ПАО Московская биржа : официальный сайт. – URL: <http://www.moex.com> (дата обращения: 15.07.2020).

Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – URL : <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 01.07.2020).

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) : официальный сайт. – URL: <http://www.naufor.ru> (дата обращения: 01.07.2020).

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) : официальный сайт. – URL: <http://www.partad.ru> (дата обращения: 01.07.2020).

## ТЕСТОВЫЕ ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. К теориям риска не относится:  
А) классическая;  
Б) институциональная;  
В) неоклассическая;  
Г) постнеоклассическая.
2. Основоположителем постнеоклассической теории риска являлся:  
А) Д. М. Кейнс;  
Б) А. Смит;  
В) К. Маркс;  
Г) Ф. Найт.
3. К признакам риска как экономической категории не относится:  
А) неопределенность;  
Б) альтернативность;  
В) вероятность;  
Г) недетерминированность.
4. Позиционирование риска как количественной меры неопределенности впервые было предложено:  
А) К. Марксом;  
Б) А. Смитом;  
В) Ф. Найтом;  
Г) Й. Шумпетером.
5. Последствия реализации рискового события могут быть:  
А) скорее положительными;  
Б) как положительными, так и отрицательными;  
В) только отрицательными;  
Г) нет правильного ответа.
6. По каким инвестициям ожидается наивысший уровень дохода:  
А) высокорисковые инвестиции;  
Б) среднерисковые инвестиции;  
В) низкорисковые инвестиции;  
Г) безрисковые инвестиции.
7. Что является источниками рисков:  
А) вся окружающая реальность;  
Б) условия и факторы, представляющие некоторую угрозу;  
В) наши необдуманные действия;  
Г) экономическая деятельность людей.



8. Какая из функций риска связана с поиском нетрадиционных подходов к управлению и осуществлению финансово-хозяйственной деятельности:

- А) компенсационная;
- Б) инновационная;
- В) защитная;
- Г) аналитическая.

9. Субъективное понимание риска предполагает:

- А) отношение окружающих к нашим возможностям;
- Б) воздействие непреодолимых обстоятельств;
- В) наше отношение к имеющейся неопределенности;
- Г) наличие возможного неблагоприятного исхода ситуации.

10. Кто несет издержки в случае неблагоприятного исхода риска:

- А) руководство организации;
- Б) учредители (собственники) организации;
- В) сотрудники организации;
- Г) государственные структуры.

11. Что из перечисленного не относится к функциям риска:

- А) обеспечивающая функция;
- Б) инновационная функция;
- В) регулятивная функция;
- Г) аналитическая функция.

12. Риск характеризуется тем, что имеет ... природу:

- А) субъективную;
- Б) объективную;
- В) субъективно-объективную;
- Г) детерминированную.

13. Индекс (рейтинг) риска характеризует:

- А) балльную оценку вероятности возникновения рискового события;
- Б) балльную оценку уровня влияния последствий рискового события на организацию;
- В) произведение балльных оценок вероятности возникновения и уровня влияния рискового события на организацию;
- Г) балльную оценку толерантности к риску.

14. Как зависят степень риска и уровень планируемых доходов:

- А) чем выше степень риска, тем выше уровень доходов;
- Б) чем выше степень риска, тем ниже уровень доходов;
- В) степень риска и уровень доходов не зависят друг от друга;
- Г) степень риска и уровень доходов зависят друг от друга прямо пропорционально только в случае капитальных инвестиций.

15. По среде возникновения риски подразделяются:

- А) на внутренние и внешние;
- Б) постоянные и временные;
- В) чистые и спекулятивные;
- Г) страхуемые и нестрахуемые.

16. Риски, предполагающие возможность получения как отрицательного, так и положительного результата, называются:

- А) прогнозируемыми;
- Б) чистыми;
- В) нейтральными;
- Г) спекулятивными.

17. Риски, реализация которых предполагает преимущественно потери, называются:

- А) критическими;
- Б) спекулятивными;
- В) чистыми;
- Г) постоянными.

18. К внешним рискам не относятся:

- А) экономические риски;
- Б) политические риски;
- В) операционные риски;
- Г) законодательные риски.

19. Какой из рисков не является систематическим:

- А) риск потенциальных убытков из-за изменения валютных курсов;
- Б) риск невозможности выполнения кредитного договора;
- В) риск уменьшения капитализации из-за снижения цен на акции;
- Г) риск роста издержек обращения из-за изменения цен на сырье.

20. Угроза потери большей части предполагаемой прибыли от реализации проекта является:

- А) повышенным риском;
- Б) критическим риском;
- В) катастрофическим риском;
- Г) неприемлемым риском.

21. Риск ухудшения конъюнктуры какого-либо сегмента финансового рынка – это ...

- А) кризисный риск;
- Б) инфляционный риск;
- В) селективный риск;
- Г) систематический риск.

22. Разделение рисков на спекулятивные и чистые основано:

- А) на характере оценки риска;
- Б) характере последствий риска;
- В) классификации субъектов риска;
- Г) классификации объектов риска.

23. Риск, связанный с возможностью потерь при реализации актива из-за ухудшения деловой активности и конъюнктуры рынка – это ...

- А) риск балансовой ликвидности;
- Б) селективный риск;
- В) риск рыночной ликвидности;
- Г) риск рентабельности.

24. Процентный риск, валютный риск, ценовой риск – это разновидности:

- А) рыночного риска;
- Б) операционного риска;
- В) кредитного риска;
- Г) инвестиционного риска.

25. Ценовой риск подразделяется:

- А) на фондовый и товарный;
- Б) процентный и валютный;
- В) фондовый и валютный;
- Г) товарный и процентный.

26. Что из перечисленного не является функциями субъекта управления в системе финансового риск-менеджмента:

- А) планирование;
- Б) нормирование;
- В) организация;
- Г) мотивация;
- Д) контроль.

27. В каком случае управление финансовыми рисками на уровне организации будет иметь наибольший эффект:

- А) если есть большие финансовые резервы;
- Б) если выделены большие сырьевые фонды;
- В) если идентифицированы и оценены риски;
- Г) если есть желание рисковать у руководства.

28. Как определяется эффективность системы финансового риск-менеджмента:

- А) как соотношение эффекта управления и затрат;
- Б) как соотношение усилий руководства и доходов;
- В) как соотношение налогов и льгот;
- Г) как соотношение прибыли и налогов.

29. Всегда ли в управленческой деятельности присутствует ситуация риска:
- А) это зависит от умения управлять;
  - Б) да, всегда присутствует;
  - В) нет, управление должно быть безрисковым;
  - Г) в зависимости от конкретной управленческой задачи.
30. Какая характеристика не входит в перечень основных принципов управления финансовыми рисками:
- А) целостность;
  - Б) комплексность;
  - В) гибкость;
  - Г) научность.
31. Высокая результативность системы управления финансовыми рисками предполагает:
- А) отсутствие рисков в деятельности организации;
  - Б) снижение вероятности и потенциального ущерба от реализации рисков;
  - В) снижение вероятности возникновения негативных последствий от реализации рисков;
  - Г) повышение нормы прибыли в организации.
32. На каком этапе жизненного цикла проекта осуществляется управление финансовыми рисками:
- А) на всех этапах;
  - Б) на инвестиционной фазе;
  - В) в ходе управления изменениями;
  - Г) на этапе оценки эффективности проекта.
33. Принцип системности в управлении финансовыми рисками подразумевает:
- А) интеграцию в рисковую ситуацию;
  - Б) изучение влияния риска на все составляющие организации;
  - В) знание руководителем всех бизнес-процессов организации;
  - Г) наличие у руководителя специального образования.
34. Главная цель системы управления финансовыми рисками организации – это:
- А) обеспечение стабильности организации на рынке;
  - Б) обеспечение прибыльности и рентабельности бизнеса;
  - В) сохранение кадрового потенциала;
  - Г) обеспечение финансовой устойчивости организации.
35. Что представляет собой карта рисков:
- А) комплексный реестр рисков;
  - Б) матрицу, столбцы которой отражают градацию значимости риска, а строки – градацию вероятности возникновения риска;

В) диаграмму Ишикавы, построенную с учетом факторов внутренней среды организации;

Г) SWOT-анализ риск-факторов в долгосрочной перспективе.

36. Риск-аппетит организации характеризует:

А) уровень толерантности к рискам;

Б) уровень резервирования средств под рисковые события;

В) уровень максимально допустимых (предельных) потерь от реализации рисков;

Г) уровень лимитирования рисковых событий.

37. Сколько квадрантов будет включать в себя карта рисков, если экспертами используется пятибалльная шкала качественной оценки рисков:

А) 5 квадрантов;

Б) 10 квадрантов;

В) 25 квадрантов;

Г) 50 квадрантов.

38. Сколько квадрантов будет включать в себя карта рисков, если экспертами используется трехбалльная шкала качественной оценки рисков:

А) 30 квадрантов;

Б) 12 квадрантов;

В) 3 квадранта;

Г) 9 квадрантов.

39. Какому из методов оценки финансовых рисков характерна субъективность оценок:

А) вероятностный анализ;

Б) статистический анализ;

В) метод Дельфи;

Г) метод «Монте-Карло».

40. Величина индекса риска выражает:

А) статистическую вероятность возникновения риска;

Б) динамическую величину возникновения риска;

В) балльную оценку размера соответствующего риска;

Г) финансовые возможности для реализации риска.

41. Не относится к методам экспертных оценок финансовых рисков:

А) метод теории игр;

Б) метод Дельфи;

В) карточки Кроуфорда;

Г) метод экспертных комиссий.

42. Какой из перечисленных методов оценки финансовых рисков используется в ситуациях, когда принимаемые решения сильно зависят от принятых ранее и определяют сценарии дальнейшего развития событий:

- А) вероятностный метод;
- Б) метод учета рисков при расчете чистой приведенной стоимости;
- В) метод «Дерево решений»;
- Г) метод анализа сценариев.

43. Какой из перечисленных методов оценки финансовых рисков реализуется путем введения поправки на риск при расчете чистой приведенной стоимости:

- А) метод анализа сценариев;
- Б) метод корректировки нормы дисконта;
- В) анализ чувствительности;
- Г) имитационное моделирование.

44. Какой из перечисленных методов оценки финансовых рисков представляет собой серию численных экспериментов, призванных получить эмпирические оценки степени влияния различных факторов на некоторые зависящие от них результаты:

- А) метод «Дерево решений»;
- Б) вероятностный метод;
- В) метод анализа сценариев;
- Г) имитационное моделирование.

45. Методом «Монте-Карло» называют:

- А) анализ сценариев;
- Б) имитационное моделирование;
- В) стресс-тестирование;
- Г) кластерный анализ.

46. К какой группе методов оценки финансовых рисков относится метод аналогии:

- А) расчетно-аналитические;
- Б) математико-статистические;
- В) вероятностные;
- Г) методы качественной оценки.

47. К моделям оценки риска банкротства организации не относится:

- А) модель Альтмана;
- Б) модель Бивера;
- В) модель VaR;
- Г) модель Таффлера.

48. К инструментам уменьшения вероятности возникновения кредитного риска не относится:

- А) формирование резервов на возможные потери по ссудам;
- Б) диверсификация кредитного портфеля;

- В) соблюдение обязательных требований ЦБ РФ;
- Г) мониторинг состояния заемщика.

49. Исключение взаимодействия с ненадежными или неизвестными контрагентами, отказ от участия в инвестиционном проекте (если положительный результат не гарантирован) – это меры в рамках стратегии:

- А) избежания риска;
- Б) удержания риска;
- В) передачи риска;
- Г) снижения риска.

50. Диссипация, упреждение, принятие риска относятся к стратегии:

- А) удержания риска;
- Б) передачи риска;
- В) избежания риска;
- Г) снижения риска.

51. Страхование, хеджирование, аутсорсинг относятся к стратегии:

- А) удержания риска;
- Б) передачи риска;
- В) избежания риска;
- Г) снижения риска.

52. Освоение новых видов деятельности, расширение ассортимента товаров или услуг, которые не связаны между собой, относятся к методу:

- А) аутсорсинга;
- Б) диверсификации;
- В) хеджирования;
- Г) лимитирования.

53. Исключить или ограничить риски, связанные с неблагоприятными изменениями курса валют, курса акций, цен на товары и услуги позволяет:

- А) аутсорсинг;
- Б) интеграция;
- В) хеджирование;
- Г) гаранты.

54. Когда стратегия избежания риска наиболее эффективна:

- А) в случае небольшого возможного размера прибыли;
- Б) в случае высокой вероятности рисков неприемлемых финансовых потерь;
- В) в случае возможного сокращения персонала;
- Г) в случае обострения конкурентной борьбы.

55. При использовании метода самострахования покрытие убытка, полученного в результате реализации рискованного события, происходит за счет средств:

- А) резервов;
- Б) выручки;
- В) чистой прибыли;
- Г) государственной поддержки.

56. Какая из перечисленных мер относится к локализации риска:

- А) создание венчурных организаций;
- Б) разделение ответственности между участниками;
- В) диверсификация рынков сбыта;
- Г) мониторинг внешней и внутренней среды.

57. К инструментам хеджирования финансовых рисков не относятся:

- А) фьючерсные контракты;
- Б) форвардные контракты;
- В) опционы;
- Г) государственные облигации.

58. Метод упреждения рисков относится к стратегии:

- А) передачи риска;
- Б) удержания риска;
- В) избежания риска;
- Г) снижения риска.

59. К какой группе методов управления финансовыми рисками относится мониторинг внешней и внутренней среды:

- А) методы упреждения рисков;
- Б) методы локализации рисков;
- В) методы лимитирования рисков;
- Г) методы разделения рисков.

60. К какой группе методов управления рисками относится распределение риска во времени:

- А) методы локализации рисков;
- Б) методы компенсации рисков;
- В) методы диссипации рисков;
- Г) методы уклонения от рисков.

61. К какой стратегии управления рисками относится увольнение некомпетентных сотрудников:

- А) стратегии снижения риска;
- Б) стратегии передачи риска;
- В) стратегии избежания риска;
- Г) стратегии удержания риска.



62. К какой группе методов управления рисками относится распределение инвестиций в разных отраслях и сферах деятельности:

- А) методы уклонения от рисков;
- Б) методы локализации рисков;
- В) методы компенсации рисков;
- Г) методы диверсификации рисков.

63. К какой стратегии управления рисками относятся контрактные условия и оговорки:

- А) стратегии снижения риска;
- Б) стратегии передачи риска;
- В) стратегии избежания риска;
- Г) стратегии удержания риска.

64. Метод лимитирования риска подразумевает:

- А) установление лимитов расходов;
- Б) установление лимитов заемных средств;
- В) установление лимитов дебиторской задолженности;
- Г) все вышеперечисленное.

65. К основным группам формируемых в организации резервов не относятся:

- А) резервы предстоящих расходов;
- Б) оценочные резервы;
- В) перестраховочные резервы;
- Г) резервный фонд.

66. К типичным банковским рискам не относится:

- А) страновой риск;
- Б) фондовый риск;
- В) правовой риск;
- Г) риск дефолта.

67. Риск банковской концентрации наиболее близок:

- А) к риску ликвидности;
- Б) кредитному риску;
- В) рыночному риску;
- Г) финансовому риску.

68. Ретроспективные риски – это:

- А) риски, возникавшие в прошлом;
- Б) структурные компоненты фондового риска;
- В) риски в прошедшем и оказавшие наибольшее влияние на банк;
- Г) риски в прошлой деятельности, существенно повлиявшие на норматив Н 1.0.

69. Согласно позиции Центрального банка России кредитный риск представляет собой:

- А) риск невыплаты по выданному кредиту;
- Б) риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неисполнения, несвоевременного либо неполного исполнения должником финансовых обязательств перед кредитной организацией в соответствии с условиями договора;
- В) риск невыполнения кредитных обязательств перед кредитной организацией – третьей стороной;
- Г) возможность потерь вследствие невыполнения контрагентом своих договорных обязательств.

70. Резерв на временные потери по ссудам должен быть сформирован каждым коммерческим банком при соблюдении следующего принципа:

- А) поддержание необходимого уровня ликвидности баланса банка;
- Б) комплексный и объективный анализ всей информации, относящейся к сфере классификации ссуд и формирования резервов;
- В) своевременность классификации ссуды и (или) формирования резерва и достоверность отражения изменений размера резерва в учете и отчетности;
- Г) соответствие фактических действий по классификации ссуд и формированию резерва требованиям нормативных документов Банка России и внутренним документам кредитной организации по вопросам классификации ссуд и формирования резерва, принимаемых уполномоченным органом кредитной организации.

71. Фундаментальным свойством кредитного портфеля является:

- А) кредитный риск;
- Б) доходность;
- В) ликвидность;
- Г) сбалансированность.

72. Правила определения кредитного риска в банке должны включать:

- А) порядок принятия и исполнения решений по формированию резерва;
- Б) порядок оценки норматива Н 1.4;
- В) описание правил (методов, процедур), используемых для определения реальности деятельности заемщика – юридического лица;
- Г) критерии существенности оборотов денежных средств по банковским счетам заемщика, открытым в кредитной организации.

73. К критериям оценки кредитоспособности заемщика относится:

- А) возможность в срок обслуживать образовавшуюся ссудную задолженность;
- Б) капитал;
- В) лимит кредитования;
- Г) условия осуществления кредитной сделки.

74. Операционный риск представляет собой:

- А) риск прямых и косвенных убытков в результате неверного построения бизнес-процессов;

Б) риск прямых и косвенных убытков в результате неверного построения бизнес-процессов, неэффективности процедур внутреннего контроля, технологических сбоев, несанкционированных действий персонала или внешнего воздействия;

В) риск неблагоприятного изменения показателей кредитования;

Г) риск неучета важных внутренних факторов деятельности банка.

75. По мнению Базельского комитета операционный риск – это:

А) риск невыполнения внутренних нормативов банка;

Б) риск снижения показателей операционной деятельности;

В) риск возникновения убытков в результате недостатков или ошибок во внутренних процессах, в действиях сотрудников;

Г) риск возникновения убытков в результате недостатков или ошибок во внутренних процессах, в действиях сотрудников и иных лиц, в работе информационных систем или вследствие внешних обстоятельств.

76. По мнению Базельского комитета, в состав операционного риска включается:

А) стратегический риск;

Б) финансовый риск;

В) страховой риск;

Г) риск ликвидности.

77. Одна из внутренних причин потерь, связанных с операционным риском, обусловлена:

А) местом и значением аудита в деятельности кредитной организации;

Б) недооценкой капитала банка;

В) полным отсутствием системы внутренних структурных элементов, которые могут заниматься определением рисков;

Г) недостаточно полным вниманием со стороны руководства кредитной организации при организации и создании системы поддержки внутреннего контроля в банке.

78. Рыночный риск – это:

А) риск недооценки позиции банка на рынке;

Б) риск, связанный с определением места банка на рынке;

В) риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неблагоприятного изменения рыночной стоимости финансовых инструментов торгового портфеля и производных финансовых инструментов кредитной организации;

Г) риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неблагоприятного изменения рыночной стоимости финансовых инструментов торгового портфеля и производных финансовых инструментов кредитной организации, а также показателей рынка драгоценных металлов.

79. В составе рыночного риска рассчитывается:

А) дельта-риск;

Б) товарный риск;

В) гамма-риск;

Г) вега-риск.

80. Страновой риск представляет собой:

А) риск неперевода свободных денежных средств;

Б) риск возникновения у кредитной организации убытков в результате неисполнения иностранными контрагентами своих обязательств;

В) риск возникновения у кредитной организации убытков в результате неисполнения иностранными контрагентами (юридическими, физическими лицами) обязательств из-за экономических, политических, социальных изменений;

Г) риск возникновения у кредитной организации убытков в результате неисполнения иностранными контрагентами (юридическими, физическими лицами) обязательств из-за экономических, политических, социальных изменений, а также вследствие того, что валюта денежного обязательства может быть недоступна контрагенту из-за особенностей национального законодательства (независимо от финансового положения самого контрагента).

81. Агентство Moody's при определении экономической и финансовой стабильности использует:

А) динамику индекса потребительских цен;

Б) изменение уровня экспорта;

В) изменение в абсолютных значениях ВВП;

Г) сальдо, его вид в разрезе внешней торговли.

82. Кто не является субъектом страхового дела:

А) страховые агенты;

Б) страховые брокеры;

В) перестраховочные компании;

Г) общества взаимного страхования.

83. Какая форма оплаты вкладов в уставный капитал страховой организации допустима:

А) в виде денежных средств;

Б) в виде имущества, даже если право распоряжения им ограничено в соответствии с федеральными законами (в том числе, если имущество находится в залоге);

В) заемными средствами;

Г) путем зачета требований участника (акционера) страховщика.

84. Минимальный размер уставного капитала страховой организации (за исключением страховой организации, осуществляющей обязательное медицинское страхование) определяется на основе базового размера ее уставного капитала, равного:

А) 400 млн руб.;

Б) 300 млн руб.;

- В) 200 млн руб.;
- Г) 120 млн руб.

85. Минимальный размер уставного капитала страховой организации, осуществляющей обязательное медицинское страхование, составляет:

- А) 400 млн руб.;
- Б) 300 млн руб.;
- В) 200 млн руб.;
- Г) 120 млн руб.

86. Минимальный размер уставного капитала страховой организации, осуществляющей страхование жизни:

- А) 300 млн руб.;
- Б) 450 млн руб.;
- В) 600 млн руб.;
- Г) 120 млн руб.

87. Страховая деятельность (страховое дело) – это:

А) сфера деятельности страховщиков по страхованию, перестрахованию, взаимному страхованию;

Б) сфера деятельности страховщиков по страхованию, перестрахованию, взаимному страхованию, а также страховых брокеров по оказанию услуг, связанных со страхованием, с перестрахованием;

В) сфера деятельности страховщиков по страхованию, взаимному страхованию, а также страховых брокеров по оказанию услуг, связанных со страхованием, взаимным страхованием;

Г) сфера деятельности страховщиков по страхованию, а также страховых брокеров по оказанию услуг, связанных со страхованием.

88. Что не является составной частью страхового законодательства:

- А) нормативные акты Банка России;
- Б) нормативные акты Банка России и иные нормативные правовые акты;
- В) федеральные законы;
- Г) правила и условия страхования.

89. Что является гарантиями обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности страховщика:

- А) экономически обоснованные страховые тарифы;
- Б) перестрахование;
- В) сформированные страховые резервы;
- Г) средства страховых резервов, достаточные для исполнения обязательств по страхованию, сострахованию, перестрахованию, взаимному страхованию;
- Д) собственные средства (капитал);
- Е) все вышеперечисленное.

90. Риски, связанные с владением, использованием, распоряжением имуществом, относятся к рискам:

- А) внешней рыночной среды;
- Б) возникающим при обслуживании договоров страхования, сострахования, перестрахования;
- В) принимаемым по договорам страхования, сострахования, перестрахования;
- Г) внутренней рыночной среды.

91. Платежеспособность страховой организации – это:

- А) способность страховщика своевременно и в полном объеме производить страховые выплаты;
- Б) такое состояние финансов страховой организации, при котором она в состоянии своевременно и в предусмотренном объеме выполнять взятые на себя финансовые обязательства перед всеми субъектами в течение всего срока действия заключенных между ними договоров;
- В) состояние финансовых ресурсов страховщика, их распределение и использование, способствующее развитию страховой организации, при котором обеспечиваются безусловное выполнение обязательств перед страхователями и стабильно положительный финансовый результат;
- Г) повышение эффективности деятельности страховой компании, ее финансовой устойчивости и конкурентоспособности на рынке.

92. Риски формирования и инвестирования страховых резервов относятся к рискам:

- А) внешней рыночной среды;
- Б) возникающим при обслуживании договоров страхования, сострахования, перестрахования;
- В) принимаемым по договорам страхования, сострахования, перестрахования;
- Г) внутренней рыночной среды.

93. Финансовая устойчивость страховой организации – это:

- А) способность страховщика своевременно и в полном объеме производить страховые выплаты;
- Б) такое состояние финансов страховой организации, при котором она в состоянии своевременно и в предусмотренном объеме выполнять взятые на себя финансовые обязательства перед всеми субъектами в течение всего срока действия заключенных между ними договоров;
- В) состояние финансовых ресурсов страховщика, их распределение и использование, способствующее развитию страховой организации, при котором обеспечиваются безусловное выполнение обязательств перед страхователями и стабильно положительный финансовый результат;
- Г) повышение эффективности деятельности страховой компании, ее финансовой устойчивости и конкурентоспособности на рынке.

94. К резервам убытков относятся:

- А) резерв незаработанной премии;
- Б) резерв заявленных, но неурегулированных убытков и резерв произошедших, но незаявленных убытков;
- В) стабилизационный резерв;
- Г) математические резервы.

95. Целью риск-менеджмента в страховании является обеспечение:

- А) способности страховщика своевременно и в полном объеме производить страховые выплаты;
- Б) такого состояния финансов страховой организации, при котором она в состоянии своевременно и в предусмотренном объеме выполнять взятые на себя финансовые обязательства перед всеми субъектами в течение всего срока действия заключенных между ними договоров;
- В) состояния финансовых ресурсов страховщика, их распределения и использования, способствующее развитию страховой организации, при котором обеспечиваются безусловное выполнение обязательств перед страхователями и стабильно положительный финансовый результат;
- Г) повышения эффективности деятельности страховой компании, ее финансовой устойчивости и конкурентоспособности на рынке.

96. Система экономических отношений, в соответствии с которой страховщик, принимая на страхование риски, часть ответственности по ним, исходя из своих финансовых возможностей, передает на согласованных условиях их другим страховщикам – это:

- А) сострахование;
- Б) перестрахование;
- В) взаимное страхование;
- Г) брокерская деятельность.

97. Перестрахование, предусматривающее передачу всех рисков определенного вида, называется:

- А) факультативное;
- Б) облигаторное;
- В) пропорциональное;
- Г) непропорциональное на базе эксцедента убытка.

98. Этап управления рисками, на котором вероятные убытки необходимо оценить в стоимостном выражении и определить частоту их наступления, называется:

- А) идентификация риска;
- Б) оценка риска;
- В) передача риска;
- Г) финансирование риска.

99. Перестрахование, предусматривающее, что ответственность по риску, подлежащая передаче в перестрахование, разделяется между страховщиком и перестраховщиком пропорционально, называется:

- А) факультативное;
- Б) облигаторное;
- В) пропорциональное;
- Г) непропорциональное на базе эксцедента убытка.

100. Этап управления рисками, на котором реализуется использование страховых резервов, формируемых из уплачиваемых страхователями страховых взносов, называется:

- А) идентификация риска;
- Б) оценка риска;
- В) передача риска;
- Г) финансирование риска.

101. Методы оценки воздействия на финансовое положение организации неблагоприятных событий, определяемых как «исключительные, но возможные», называются:

- А) стресс-тестированием;
- Б) секьюритизацией страховых активов;
- В) метод «Монте-Карло»;
- Г) непропорциональное перестрахование на базе эксцедента убыточности.

102. Укажите верное утверждение о структуре и соотношении финансовых рынков и рынков ценных бумаг:

- А) рынок ценных бумаг является важнейшей составной частью рынка денег и рынка капиталов, которые в совокупности составляют финансовый рынок;
- Б) финансовый рынок является важнейшей составной частью рынка денег и рынка капиталов, которые в совокупности составляют рынок ценных бумаг;
- В) рынок капиталов является важнейшей составной частью рынка денег и рынка ценных бумаг, которые в совокупности составляют финансовый рынок;
- Г) рынок денег является важнейшей составной частью финансового рынка и рынка капиталов, которые в совокупности составляют рынок ценных бумаг.

103. Из перечисленных ниже участников финансовых рынков укажите основных поставщиков капитала:

- А) государство;
- Б) частные компании;
- В) финансовые институты;
- Г) население.

104. Метод выплаты процентов по облигациям, при котором эмитент включает процентные платежи в номинальную стоимость облигации и выплачивает вместе с основной суммой долга, называется:

- А) начислением по схеме сложного процента;



- Б) иммунизацией;
- В) дисконтированием;
- Г) индексацией.

105. Текущая доходность облигации с купонной ставкой 10 % годовых и рыночной стоимостью 75 % равна:

- А) 3,92 %;
- Б) 10 %;
- В) 11,76 %;
- Г) 13,33 %.

106. Если курсовая стоимость акции превышает балансовую, то целесообразнее:

- А) купить акцию;
- Б) продать акцию;
- В) воздержаться от совершения сделок;
- Г) купить фьючерсный контракт на данную акцию.

107. Акционерное общество осуществляет вторичную эмиссию акций. В этом случае акции реализуются:

- А) по номинальной стоимости;
- Б) балансовой стоимости;
- В) восстановительной стоимости;
- Г) рыночной стоимости.

108. Какому рынку из приведенной ниже классификации, как правило, соответствует совокупность таких его характеристик, как: большие обороты, высокоэффективная инфраструктура, стандартизация сделок с ценными бумагами, жесткие требования к участникам рынка, в том числе в отношении поддержания ликвидности и надежности при исполнении обязательств:

- А) биржевому рынку;
- Б) внебиржевому рынку;
- В) любому из перечисленных;
- Г) ни одному из перечисленных.

109. Стандартизация сделок, используемая в биржевой торговле, предполагает, что в договорах купли-продажи ценных бумаг заранее зафиксированы следующие условия сделки, за исключением:

- А) количества ценных бумаг;
- Б) цены;
- В) условий поставки и платежа;
- Г) сроков исполнения сделки.

110. Какому виду деятельности соответствует деятельность по предоставлению услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг:

- А) брокерской;
- Б) дилерской;
- В) деятельности по организации торговли;
- Г) клиринговой деятельности.

111. Обыкновенная именная акция имеет рыночную стоимость 120 руб. Доход на акцию по итогам года составил 14 руб. Определите для акции коэффициент Р/Е:

- А) 8,34;
- Б) 8,57;
- В) 11,15;
- Г) 13,65.

112. Обыкновенная именная акция имеет рыночную стоимость 225 руб. Доход на акцию по итогам года составил 18 руб. Определите для этой акции количество лет, в течение которых компания теоретически может окупить рыночную стоимость своих акций:

- А) 8,4;
- Б) 9,5;
- В) 12,5;
- Г) 13,6.

113. Капитализация публичного акционерного общества – это:

- А) сумма произведений курсов ценных бумаг на количество ценных бумаг в обращении;
- Б) совокупный объем эмиссии ценных бумаг, обращающихся на рынке;
- В) совокупный акционерный капитал компании-эмитента по номинальной стоимости;
- Г) совокупная рыночная стоимость активов компании-эмитента.

114. Акционерное общество выпустило 1 250 000 шт. акций. Прибыль общества после уплаты всех налогов и расходов составляет 5 625 000 руб. Собрание акционеров приняло решение выплатить дивиденды из расчета 1 руб. на акцию. Определите нераспределенную прибыль на акцию:

- А) 1 руб.;
- Б) 2,5 руб.;
- В) 3,5 руб.;
- Г) 4,5 руб.

115. Укажите верные утверждения в отношении сделок, совершенных с использованием маржинального счета, если уровень первоначальной маржи составляет 50 % от стоимости купленных «на марже» ценных бумаг:

- А) клиент, совершающий сделку «на марже», может купить в два раза больше ценных бумаг, чем при совершении сделки по наличному счету;

Б) прибыль клиента, совершившего сделку «на марже», в случае увеличения рыночной стоимости ценных бумаг будет в два раза больше, чем при совершении сделки по наличному счету;

В) убытки клиента, совершившего сделку «на марже», в случае снижения рыночной стоимости ценных бумаг будут в два раза превосходить убытки при совершении сделки по наличному счету;

Г) верно все перечисленное.

116. Клиент открыл у брокера маржинальный счет для приобретения 100 акций корпорации «Кока-кола» по курсу \$ 40. Уровень минимально требуемой маржи составляет 25 %. При какой рыночной стоимости акций «Кока-кола» клиенту потребуется внесение дополнительных средств для поддержания требуемого уровня гарантийного депозита, если при открытии счета клиент выполнил требование внесения первоначальной маржи в размере 50 % от стоимости купленных ценных бумаг:

А) \$ 20;

Б) \$ 25;

В) \$ 30;

Г) \$ 35.

117. В случае, если клиент не может выполнить требование по внесению дополнительных средств в размере  $X$  для поддержания 25 % минимально требуемой маржи на маржинальном счете, на какую сумму брокеру придется продать ценные бумаги:

А) на сумму  $X$ ;

Б) на сумму  $2X$ ;

В) на сумму  $3X$ ;

Г) на сумму  $4X$ .

118. Клиент открыл у брокера маржинальный счет для приобретения 200 акций компании  $X$  по курсу 150 \$ за акцию. Уровень первоначальной маржи, внесенной клиентом, составил 50 %. При какой рыночной стоимости акции компании  $X$  уровень маржи на счете клиента составит 30 %:

А) 105,5 \$;

Б) 107,1 \$;

В) 125,2 \$;

Г) 137,1 \$.

119. Укажите верные утверждения в отношении маржинальных счетов, открываемых клиенту в брокерской компании:

А) маржинальный счет позволяет клиенту покупать ценные бумаги с использованием кредита, предоставляемого брокером, под залог ценных бумаг;

Б) при открытии маржинального счета клиент обязан внести денежные средства в размере первоначальной маржи;

В) если первоначальная маржа составляет 40 % рыночной стоимости предполагаемых к покупке ценных бумаг, то клиент может привлечь 40 % в качестве заемных средств под залог купленных ценных бумаг;

Г) заемные средства при проведении операций «на марже» представляют собой краткосрочные ссуды, которые клиент берет в банке под залог купленных ценных бумаг или под гарантию брокера.

120. Укажите верные утверждения в отношении «стоп»-приказа:

А) «стоп»-приказ – это приказ, отданный клиентом брокеру, который становится рыночным приказом, как только будет достигнута некоторая «стоп»-цена;

Б) «стоп»-приказы в торговых системах имеют высший приоритет;

В) во время передачи приказа «стоп»-цена выше рыночной цены, если это приказ на продажу, и наоборот, «стоп»-цена ниже рыночной цены, если это приказ на покупку;

Г) недостатком «стоп»-приказа является неопределенность цены, по которой он будет исполнен.

121. Укажите правильное утверждение о соотношении риска и дохода:

А) чем ниже риск, тем выше должен быть ожидаемый доход;

Б) чем выше риск, тем выше должен быть ожидаемый доход;

В) чем выше доход, тем ниже должен быть предполагаемый риск;

Г) риск и доход не связаны между собой.

122. Какие инвесторы на рынке акций имеют наибольшую склонность к риску:

А) паевые фонды;

Б) страховые компании;

В) пенсионные фонды;

Г) частные лица.

123. Процентное изменение цен на акции к процентному изменению индекса цен на акции называется:

А) перспективной доходностью;

Б) дюрацией;

В) коэффициентом Р/Е;

Г) коэффициентом бета.

124. Риск, который не устраняется снижением риска по портфелю путем распределения средств портфеля по широкой группе ценных бумаг (диверсификации) называется:

А) рыночным;

Б) диверсифицируемым;

В) специфическим;

Г) ни одним из перечисленных выше.

125. Коэффициент бета для акции отрицателен и равен  $-1,5$ . За неделю курсовая стоимость этой акции выросла на 12 %. За эту неделю рынок акций в целом:

- А) вырос более чем на 12 %;
- Б) вырос менее чем на 12 %;
- В) упал более чем на 12 %;
- Г) упал менее чем на 12 %.

126. Коэффициент бета для акции меньше 1. За неделю курсовая стоимость акции поднялась на 15 %. За эту неделю рынок акций в целом:

- А) упал на 15 %;
- Б) вырос на 15 %;
- В) вырос более чем на 15 %;
- Г) вырос менее чем на 15 %.

127. Коэффициент бета для акции отрицателен и равен  $-0,5$ . За неделю курсовая стоимость этой акции упала на 20 %. За эту неделю цены акций в целом по рынку:

- А) выросли более чем на 20 %;
- Б) выросли менее чем на 20 %;
- В) снизились более чем на 20 %;
- Г) снизились менее чем на 20 %.

128. Коэффициент бета для акции больше 1. За неделю курсовая стоимость этой акции упала на 10 %. За эту неделю рынок акций в целом:

- А) вырос более чем на 10 %;
- Б) вырос менее чем на 10 %;
- В) упал более чем на 10 %;
- Г) упал менее чем на 10 %.

129. В инвестиционном портфеле частного инвестора находятся 3 акции ОАО «А», 2 акции ОАО «Б» и 5 акций ОАО «В». Курсовая стоимость акции «Б» в 2 раза выше, чем у акции «А», а у акции «В» составляет 75 % от стоимости акции «Б». Как изменится стоимость портфеля, если курсы акций «А» и «Б» увеличатся на 10 % и 20 % соответственно, а курсовая стоимость акции «В» упадет на 30 %:

- А) увеличится на 2,51 %;
- Б) останется без изменений;
- В) уменьшится на 7,93 %;
- Г) уменьшится на 4,32 %.

130. В инвестиционном портфеле частного инвестора находятся 3 акции ОАО «А», 3 акции ОАО «Б» и 4 акции ОАО «В». Курсовая стоимость акции «Б» в 1,5 раза выше, чем у акции «А», а у акции «В» составляет 80 % от стоимости акции «Б». Как изменится стоимость портфеля, если курсы акций «А» и «Б» увеличатся на 10 % и 15 % соответственно, а курсовая стоимость акции «В» упадет на 20 %:

- А) увеличится на 1,95 %;
- Б) останется без изменений;
- В) увеличится на 2,35 %;
- Г) уменьшится на 3,46 %.

## ОТВЕТЫ НА ТЕСТОВЫЕ ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

Номер вопроса	Вариант ответа	Номер вопроса	Вариант ответа	Номер вопроса	Вариант ответа
1	Б	26	Б	51	Б
2	А	27	В	52	Б
3	Г	28	А	53	В
4	В	29	Б	54	Б
5	Б	30	А	55	А
6	А	31	Б	56	А
7	А	32	А	57	Г
8	Б	33	Б	58	Б
9	В	34	Г	59	А
10	Б	35	Б	60	В
11	А	36	А	61	В
12	В	37	В	62	Г
13	В	38	Г	63	Б
14	А	39	В	64	Г
15	А	40	В	65	В
16	Г	41	А	66	Г
17	В	42	В	67	Б
18	В	43	Б	68	В
19	Б	44	Г	69	Б
20	А	45	Б	70	А
21	Г	46	Г	71	Г
22	Б	47	В	72	Б
23	В	48	А	73	В
24	А	49	А	74	Б
25	А	50	А	75	Г

## О к о н ч а н и е о т в е т о в

Номер вопроса	Вариант ответа	Номер вопроса	Вариант ответа	Номер вопроса	Вариант ответа
76	А	95	Г	114	В
77	Б	96	Б	115	Г
78	В	97	Б	116	А
79	А	98	Б	117	В
80	Г	99	В	118	Б
81	В	100	Г	119	А, Б
82	А	101	А	120	А, Г
83	А	102	А	121	Б
84	Б	103	В, Г	122	Г
85	Г	104	В	123	Г
86	Б	105	Г	124	А
87	Б	106	Б	125	Г
88	Г	107	Г	126	В
89	Е	108	А	127	А
90	В	109	Б	128	Г
91	А	110	А	129	В
92	Б	111	Б	130	Б
93	В	112	В		
94	Б	113	А		

## ТИПОВЫЕ ЗАДАЧИ И КЕЙСЫ

### Задача 1

Портфель инвестора состоит из 2 акций – А и В, ожидаемая доходность А – 25 %, стандартное отклонение доходности – 20 %; ожидаемая доходность акции В – 20 %, стандартное отклонение – 15 %. Коэффициент корреляции доходностей акций – 40 %. Необходимо сформировать эффективный портфель (портфель с минимальным уровнем риска).

### Задача 2

Портфель инвестора состоит из 2 акций – А и В, ожидаемая доходность А – 25 %, стандартное отклонение доходности – 20 %; ожидаемая доходность акции В – 20 %, стандартное отклонение – 15 %. Коэффициент корреляции доходностей акций – 40 %, удельный вес актива А – 0,27, удельный вес актива В – 0,73. Определите ожидаемую доходность и риск сформированного портфеля.

### Задача 3

Портфель инвестора состоит из 2 акций – А и В, ожидаемая доходность А – 25 %, стандартное отклонение доходности – 20 %; ожидаемая доходность акции В – 20 %, стандартное отклонение – 15 %. Коэффициент корреляции доходностей акций – 40 %, удельный вес актива А – 0,27, удельный вес актива В – 0,73. Как изменятся инвестиционные характеристики портфеля (доходность и риск) при включении в него в равных долях с акцией А купонной облигации С со ставкой купона 13 %? Коэффициент корреляции акций и облигации – 30 %, стандартное отклонение облигации – 10 %.

### Задача 4

Портфель состоит из 2 акций – А и В с корреляцией  $-1$ . Доходности активов соответственно А – 28 % и В – 20 %. Стандартное отклонение А – 20 %, В – 15 %. Определите удельные веса активов А и В, чтобы риск портфеля был равен 0, и найдите доходность сформированного безрискового портфеля.

### Задача 5

Портфель состоит из 2 акций – А и В с корреляцией  $+1$  и удельными весами 30 % и 70 % соответственно. Доходности активов соответственно А – 28 % и В – 20 %. Стандартное отклонение А – 20 %, В – 15 %. Найдите ожидаемую доходность и риск портфеля.

### Задача 6

Портфель состоит из 2 акций – А и В с некоррелируемыми доходностями и удельными весами 30 % и 70 % соответственно. Доходности активов соответственно А – 28 % и В – 20 %. Стандартное отклонение А – 20 %, В – 15 %. Найдите ожидаемую доходность и риск портфеля.



**Задача 7**

Портфель состоит из 2 акций – А и В с корреляцией 0,4 и удельными весами 30 % и 70 % соответственно. Доходности активов А – 28 % и В – 20 %. Стандартное отклонение А – 20 %, В – 15 %. Найдите ожидаемую доходность и риск портфеля.

**Задача 8**

Портфель инвестора состоит из 2 акций – А и В, ожидаемая доходность А – 25 %, стандартное отклонение доходности – 20 %; ожидаемая доходность акции В – 20 %, стандартное отклонение – 15 %. Коэффициент корреляции доходностей акций – 40 %. Необходимо сформировать эффективный портфель (портфель с минимальным уровнем риска).

**Задача 9**

Портфель состоит из 3 акций – А, В и С с корреляцией 0,3 и удельными весами 30 %, 50 % и 20 % соответственно. Доходности активов А – 28 %, В – 20 %, С – 15 %. Стандартное отклонение А – 20 %, В – 15 %, С – 10 %. Найдите ожидаемую доходность и риск портфеля.

**Задача 10**

В себестоимости продукции компании сырье занимает 40 %, доля сырья, закупаемого за доллары США – 70 %. Доля материалов в себестоимости 8 %. При этом 40 % материалов закупается за доллары. Компания продает 30 % своей продукции за доллары, 20 % за евро. Кредит, привлеченный компанией на 1 год, составляет 500 тыс. евро. Определить воздействие на прибыль и рентабельность продаж компании валютного риска на основе анализа динамики курса доллара и евро (см. таблицу), а также величины дисперсии. Рентабельность продаж плановая 10 %, проценты за кредит 10 %.

Дата	Курс евро, руб.	Курс доллара США, руб.
01.01	70,5	59,0
01.02	70,8	59,2
01.03	70,9	59,4
01.04	71,05	59,55
01.05	70,8	60,61
01.06	70,63	61,59
01.07	70,53	59,56
01.08	70,37	59,52
01.09	70,25	59,62

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Дата	Курс евро, руб.	Курс доллара США, руб.
01.10	70,15	59,68
01.11	70,1	59,82
01.12	70,00	60,02

**Задача 11**

Компания экспортирует товар. Данные по выручке компании и динамика валютного курса представлены в таблице. Доля экспортируемого товара в выручке составляет 80 %. Рассчитайте величину потенциальных убытков компании от валютного риска с уровнем допустимой ошибки 5 % и 1 %.

Дата	Выручка, тыс. руб.	Курс доллара США, руб.
01.01	118 000	59,0
01.02	119 000	59,2
01.03	124 300	59,4
01.04	120 000	59,55
01.05	118 560	59,61
01.06	119 200	59,45
01.07	117 960	59,56
01.08	117 000	59,52
01.09	116 500	59,62
01.10	116 000	59,68
01.11	116 400	59,82
01.12	116 970	60,02

**Задача 12**

Компания закупает товар в евро, динамика курса которого представлена в таблице. Доля закупаемого товара в себестоимости продукции составляет 70 %. Себестоимость продукции приведена в таблице. Рассчитайте величину валютного риска и определите величину потенциальных убытков компании от валютного риска с уровнем допустимой ошибки 5 % и 1 %.

Дата	Себестоимость, тыс. руб.	Курс евро, руб.
01.01	118 000	70,5
01.02	119 000	70,8
01.03	124 300	70,9
01.04	120 000	71,05
01.05	118 560	70,8
01.06	118 200	70,6
01.07	117 960	70,53
01.08	117 000	70,37
01.09	116 500	70,25
01.10	116 000	70,15
01.11	116 400	70,1
01.12	116 970	70,00

### Задача 13

Компания импортирует телекоммуникационное оборудование на сумму 100 млн евро на условиях экспортного кредита под ставку LIBOR +4 %. Показатель процентных рисков VaR 95 % для прочих расходов компании составляет 2,5 млн евро, показатель VaR 99 % – 1,5 млн евро. Плановая рентабельность продаж (по чистой прибыли) составляет 8 %. Определите влияние процентного риска на рентабельность продаж компании, если себестоимость и выручка остаются на плановом уровне.

### Задача 14

Компания-экспортер формирует выручку за счет экспорта нефтепродуктов на сумму 10 000 тыс. долл. США, поставляемых на условиях предоплаты. Компания-партнер для финансирования этой сделки привлекает кредит на 1 год под ставку EULIBOR +2 %. Динамика ставки EULIBOR представлена в таблице. Определить:

1. Значение процентного риска на основе дисперсии ставки LIBOR.
2. Воздействие процентного риска на чистую прибыль компании-партнера.
3. Воздействие процентного риска на рентабельность капитала компании-партнера (прочие расходы составляют 15 % от прибыли до налогообложения, капитал компании принять неизменным).

Дата	Ставка EULIBOR, %
01.01	5
01.02	4,7
01.03	4,9
01.04	4,8
01.05	4,75
01.06	4,7
01.07	4,65
01.08	4,6
01.09	4,55
01.10	4,5
01.11	4,45
01.12	4,4

### Задача 15

Компания реализует оборудование на условиях экспортных кредитов. Кредиты предоставляют под плавающую ставку, расчет которой привязан к ставке LIBOR. Динамика ставки LIBOR представлена в таблице. Динамика прочих доходов, формирующихся за счет процентных платежей по кредитам, также приведена в таблице. Определить:

1. Значение процентного риска на основе дисперсии ставки LIBOR.
2. Величину убытков компании от процентного риска с уровнем допустимой ошибки 1 %.
3. Величину убытков компании от процентного риска с уровнем допустимой ошибки 5 %.
4. Воздействие процентного риска на чистую прибыль компании.
5. Воздействие процентного риска на рентабельность капитала компании (прочие доходы составляют 20 % от прибыли до налогообложения, капитал компании принять неизменным).

Дата	Прочие доходы, млн руб.	Ставка LIBOR, %
01.01	1 180	6
01.02	1 190	5,7
01.03	1 243	5,9
01.04	1 200	5,8

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Дата	Прочие доходы, млн руб.	Ставка LIBOR, %
01.05	1 185	5,75
01.06	1 195	5,7
01.07	1 179	5,65
01.08	1 170	5,6
01.09	1 165	5,55
01.10	1 160	5,5
01.11	1 164	5,45
01.12	1 169	5,4

**Задача 16**

В таблице приведена динамика прочих доходов компании № 1 и динамика прочих расходов компании № 2. Прочие доходы компании № 1 формируются за счет выданных экспортных кредитов, ставка которых привязана к ставке LIBOR. Прочие расходы компании № 2 формируются за счет расходов по обслуживанию кредитов, привлеченных под плавающие ставки, привязанные к EULIBOR:

1. Рассчитайте стоимость для компании № 1 и № 2 процентного риска на основе показателя VaR 95 %.

2. Рассчитайте стоимость для компании № 1 и № 2 процентного риска на основе показателя VaR 99 %.

3. Рассчитайте величину процентного риска на основе показателя среднеквадратического отклонения.

4. Подберите для компании № 1 и № 2 оптимальные инструменты управления процентным риском на основе анализа показателей VaR 95 %, VaR 99 % и среднеквадратического отклонения процентных ставок.

Дата	Прочие доходы компании № 1, тыс. рублей	Ставка LIBOR, %	Процентные расходы компании № 2, млн рублей	Ставка EULIBOR, %
01.01	118 000	6	1 180	5
01.02	119 000	5,7	1 190	4,7
01.03	124 300	5,9	1 243	4,9
01.04	120 000	5,8	1 200	4,8
01.05	118 560	5,75	1 185	4,75

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Дата	Прочие доходы компании № 1, тыс. рублей	Ставка LIBOR, %	Процентные расходы компании № 2, млн рублей	Ставка EULIBOR, %
01.06	119 500	5,85	1 195	4,8
01.07	117 960	5,65	1 179	4,65
01.08	117 000	5,6	1 170	4,6
01.09	116 500	5,55	1 165	4,55
01.10	116 000	5,5	1 160	4,5
01.11	116 400	5,45	1 164	4,45
01.12	116 970	5,4	1 169	4,4

**Задача 17**

Компания реализует металл, динамика цен на который представлена в таблице, плановая рентабельность продаж 10 %. Доля анализируемого металла в выручке 40 %, а себестоимость, прочие доходы и расходы неизменны:

1. Рассчитайте величину ценового риска на основе показателей дисперсии и среднеквадратического отклонения.

2. Определите стоимость ценового риска для компании с уровнями ошибок 1 % и 5 %.

3. Определите влияние ценового риска на чистую прибыль и рентабельность капитала компании, предположив, что ценовой риск на выручке предприятия, прочих доходах и расходах, капитале компании не сказывается.

Дата	Цена, долларов США
01.01	7 000
01.02	7 100
01.03	7 200
01.04	7 150
01.05	7 090
01.06	7 050
01.07	7 010
01.08	6 900
01.09	6 850

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Дата	Цена, долларов США
01.10	6 830
01.11	6 830
01.12	6 880

**Задача 18**

Компания закупает медь, цены на которую определяются на основе торгов Лондонской биржи металлов LME. Цены на медь приведены на официальном сайте информационного портала Металлторг (режим доступа: [www.metaltorg.ru](http://www.metaltorg.ru)).

Произведенную продукцию компания реализует с плановой рентабельностью производства 10 %:

1. Рассчитайте величину ценового риска на основе показателей дисперсии и среднеквадратического отклонения.
2. Определите стоимость ценового риска для компании с уровнями ошибок 1 % и 5 %.
3. Определите влияние ценового риска на чистую прибыль компании, предположив, что ценовой риск на выручке компании, прочих доходах и расходах не сказывается.
4. Определите влияние ценового риска на рентабельность капитала компании, предположив, что ценовой риск на выручке компании, прочих доходах, расходах и капитале компании не сказывается.
5. Предложите компании инструменты минимизации ценовых рисков.

Дата	Цена, долларов США
01.01	3 000
01.02	3 100
01.03	3 200
01.04	3 150
01.05	3 090
01.06	3 250
01.07	3 010
01.08	3 900
01.09	3 850
01.10	3 830
01.11	3 830
01.12	3 880

**Задача 19**

Компания экспортирует товары в страны, приведенные в таблице. Величина инфляции приведена в таблице. Средний срок продажи товара составляет 3 месяца. Страновой риск характеризуется индексом Euromoney, динамика которого также приведена в таблице:

1. Рассчитайте уровень наценки, достаточный для покрытия странового риска.
2. Рассчитайте уровень наценки, достаточный для покрытия инфляционного риска. Среднеквадратическое отклонение инфляции для каждой страны приведено в таблице.
3. Рассчитайте цены товаров, достаточные для покрытия страновых рисков и инфляционных рисков. Инфляционный риск учесть дополнительно к страновому.

Товар	Страна, в которую товар поставляется	Индекс странового риска Euromoney	Инфляция, %	Среднеквадратическое отклонение инфляции, %	Цена (базовая), долл. США
A	США	75,66	1,5	0,2	100
B	Китай	61,47	3	0,35	110
C	Россия	52,98	8,5	1	115
D	Германия	81,88	2	0,25	95

**Задача 20**

Товар производится в Германии и поставляется в страны, представленные в таблице. В таблице приведена также характеристика базовых цен и индексов странового риска Euromoney. Расходы на транспортировку и таможенные расходы принять в размере 20 %, комиссии посредникам 10 % к величине базовой цены:

1. Рассчитайте уровень наценки, достаточный для покрытия странового риска.
2. На основе анализа наценки за страновой риск установите справедливость цен, представленных в таблице.

Товар	Страна, в которую товар поставляется	Индекс странового риска Euromoney	Цена (базовая), долл. США
A	США	75,66	140
	Китай	61,47	230
	Россия	52,98	200
	Германия	81,88	100



### Задача 21

Становой риск России в соответствии с рейтингом Euromoney изменился с 47 до 52,3. В таблице приведена характеристика инвестиционного проекта со сроком реализации 4 года, анализируемого иностранными инвесторами. Используя подход учета страновых рисков в инвестиционной политике и уровня наценки за страновой риск, определите, как изменятся:

1. Величина ставки дисконтирования с учетом политического риска.
2. Величина IRR инвестиционного проекта.
3. Величина NPV инвестиционного проекта.

Параметр	Значение
NPV	2 500 000 долл. США
Ставка дисконтирования, %	16
IRR проекта, %	28

### Кейс 1

На основе использования данных годовой финансовой отчетности ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» за 2015–2019 гг. (источник: официальный сайт компании. URL: <http://mmk.ru/>) оцените риск банкротства компании (и его динамику) в анализируемом периоде с применением трех моделей банкротства в разрезе каждого года. Предложите меры по снижению риска банкротства на среднесрочную перспективу.

### Кейс 2

На основе использования данных годового отчета и годовой финансовой отчетности ПАО «НЛМК» за 2019 г. (источник: официальный сайт компании. URL: <https://nlmk.com/ru/>) составьте карту рисков применительно к любой бизнес-единице, входящей в холдинг. Идентификацию рисков рассматриваемой организации целесообразно осуществлять в разрезе следующих основных групп рисков:

1. Финансовые риски;
2. Операционные риски;
3. Коммерческие риски;
4. Правовые риски;
5. Страновые и региональные риски.

Совокупный пул рисков рассматриваемой организации должен составлять не менее 50 позиций.

Произведите качественную оценку выявленных рисков посредством балльной оценки двух параметров каждого рискованного события: вероятности возникновения рискованного события; уровня влияния последствий рискованного события на рассматриваемую организацию. При осуществлении балльной оценки параметров рисков используйте предложенные пятибалльные шкалы (см. таблицы).

**Пятибалльная шкала оценки вероятности наступления  
рискового события**

Оценка в баллах	Вероятность возникновения рискового события	Интерпретация	
		Для повторяющихся рисковых событий	Для разовых рисковых событий
5	Максимальная (более 75 %)	Рисковое событие чрезвычайно вероятно, скорее всего, произойдет в предстоящем году	Шансы для наступления рискового события велики
4	Высокая (50–75 %)	Рисковое событие может произойти в ближайшие 1–2 года	Рисковое событие скорее произойдет, чем не произойдет
3	Средняя (25–50 %)	Рисковое событие может происходить время от времени, один раз в 3–5 лет	Шансы наступления рискового события оцениваются как «50 на 50»
2	Низкая (5–25 %)	Рисковое событие может возникать редко, один раз в 5–15 лет	Рисковое событие скорее не произойдет, чем произойдет
1	Минимальная (менее 5 %)	Рисковое событие может произойти только в исключительных случаях (не чаще одного раза в 15–20 лет)	Шансы для наступления рискового события малы

**Пятибалльная шкала оценки влияния последствий рискового события  
на организацию**

Оценка в баллах	Тяжесть последствий рискового события	Интерпретация	
5	Катастрофическая	Последствия рискового события могут привести к необратимой потере финансовой устойчивости и платежеспособности организации, в итоге, к ее банкротству	
4	Критическая	Последствия рискового события могут привести к отрицательным финансовым результатам (убыткам), значительному снижению собственного капитала, росту долговой нагрузки, нарушению платежеспособности организации. Однако еще имеются возможности для восстановления платежеспособности	
3	Значительная	Последствия рискового события могут привести к снижению финансовой устойчивости сверх заданных (допустимых) границ отклонений, при этом организация в состоянии выполнять свои обязательства	

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Оценка в баллах	Тяжесть последствий рискового события	Интерпретация
2	Существенная	Последствия рискового события могут привести к снижению финансовой устойчивости организации в пределах заданных (допустимых) границ отклонений
1	Незначительная	Последствия рискового события оказывают минимальное воздействие на организацию, не снижая эффективность ее функционирования

В соответствии с результатами проведенной оценки нанесите риски на карту (матрицу). Определите высокие и критические риски для исследуемой организации. Предложите превентивные мероприятия, направленные на минимизацию высоких и критических рисков.

## ГЛОССАРИЙ

**Агрессивная инвестиционная политика** – один из типов политики инвестирования, осуществляемой экономическим субъектом, который направлен на максимизацию текущего дохода от вложений капитала в ближайшем периоде.

**Агрессивный инвестор** – инвестор, склонный к высокой степени риска.

**Агрессивный инвестиционный портфель** – сформированная совокупность ценных бумаг и других финансовых инструментов, реализующая агрессивную инвестиционную политику.

**Активы** – контролируемые организацией экономические ресурсы, сформированные за счет инвестированного в них капитала, характеризующиеся детерминированной стоимостью, производительностью и способностью генерировать доход, постоянный оборот которых в процессе использования связан с факторами времени, риска и ликвидности.

**Активы внеоборотные** – совокупность имущественных ценностей организации, многократно участвующих в процессе ее хозяйственной деятельности и переносящих на продукцию использованную стоимость частями.

**Активы оборотные** (текущие) – совокупность имущественных ценностей организации, обслуживающих текущий хозяйственный процесс и полностью потребляемых в течение одного операционного (производственно-коммерческого) цикла.

**Активы финансовые** – группа активов, находящаяся в форме наличных денежных средств и различных финансовых инструментов, принадлежащих организации. К этой группе активов относятся: денежные активы и их эквиваленты в национальной и иностранной валюте; дебиторская задолженность; краткосрочные и долгосрочные финансовые инвестиции.

**Аутсорсинг** – передача сторонней организации определенных задач или бизнес-процессов, обычно не являющихся частью основной деятельности компании, но необходимых для полноценного ее функционирования.

**Банковские риски** – риски, возникающие при осуществлении банковских операций, реализуемых кредитными учреждениями.

**Безрисковая норма доходности** – норма доходности по финансовым (инвестиционным) операциям, по которым отсутствует реальный риск потери капитала или дохода.

**Безрисковые финансовые операции** – финансовые операции, по которым отсутствует реальный риск потери капитала или дохода и гарантировано получение расчетной реальной суммы прибыли.

**Бета-коэффициент** – показатель, характеризующий изменение курсовой стоимости конкретного фондового инструмента (ценной бумаги) по отношению к динамике сводного индекса всего фондового рынка.

**Бизнес-модель организации** – описание организации как сложной системы, в рамках которой отражаются все ее структурные объекты, процессы, каналы взаимодействия, материальные и информационные потоки (как внутренние, так и внешние).

**Бизнес-процессы** – совокупность взаимосвязанных и (или) взаимодействующих видов деятельности, использующих входы для получения намеченного результата.

**Бизнес-среда** – совокупность внешних и внутренних риск-факторов, воздействующих на деятельность экономического субъекта.

**Брокер** – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, осуществляемая на основании возмездных договоров с клиентом (договор о брокерском обслуживании).

**Валютный курс** – цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежной единице другой страны на определенную дату (показывает, сколько единиц национальной валюты требуется для покупки одной единицы иностранной валюты).

**Валютный риск** – возможность возникновения потерь у владельца позиции, выраженной в иностранной валюте.

**Валютный рынок** – один из сегментов финансового рынка, на котором объектом купли-продажи выступают иностранная валюта и финансовые инструменты, обслуживающие операции с ней.

**Венчурный капитал (рисковый капитал)** – капитал, инвестированный в проекты с высоким (по сравнению со среднерыночным) уровнем риска. При успешной реализации этих инвестиционных проектов венчурный капитал приносит более высокую прибыль его владельцу.

**Вероятность события** – математический признак, означающий возможность рассчитать частоту наступления события при наличии достаточного количества статистических данных (наблюдений).

**Взаимосвязанность факторов среды** – уровень силы, с которой изменение одного фактора воздействует на другие факторы.

**Внешняя среда** – совокупность хозяйствующих субъектов, экономических, общественных и природных условий, национальных и межгосударственных институциональных структур и других внешних условий и факторов, действующих в окружении экономического субъекта и влияющих на различные сферы его деятельности.

**Внутренняя норма доходности** – уровень дисконтной ставки по финансовому проекту (инструменту), по которой чистый денежный поток в процессе дисконтирования будет равен нулю.

**Волатильность** – изменчивость рассматриваемых финансовых показателей (цены, дохода и т. п.), характеризующая степень разброса их возможных значений вокруг ожидаемого их уровня.

**Высокорисковые инвестиции** – спекулятивное вложение капитала в объекты (инструменты) инвестирования, прогнозируемая доходность по которым имеет высокий размах вариации (уровень риска по которым существенно превышает среднерыночный уровень).

**Денежный поток организации** – совокупность распределенных по отдельным интервалам рассматриваемого периода поступлений и выплат денежных средств, генерируемых финансово-хозяйственной деятельностью, движение которых связано с факторами времени, риска и ликвидности.

**Денежный рынок** – рынок относительно краткосрочных операций (не более одного года), на котором происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности.

**Депозит** – денежные или другие виды активов экономического субъекта, размещенные на хранение в финансово-кредитные учреждения с целью обеспечения их сохранности или получения процентов.

**Депозитарий** – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

**Депозитный риск** – возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов).

**Дериватив** (производный финансовый инструмент) – финансовый документ стандартной формы, относимый к разряду «ценных бумаг второго порядка», который подтверждает право или обязательство его владельца купить или продать ценные бумаги, валюту, товары или нематериальные активы на заранее определенных им условиях в будущем периоде.

**Диверсификация** – процесс распределения средств (или видов деятельности) между различными объектами вложения (или направлениями), которые непосредственно не связаны между собой, с целью снижения потенциальных потерь от реализации рисков событий.

**Дилер** – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по совершению сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

**Динамичность среды** – скорость, с которой происходят изменения в окружении организации.

**Дисконтирование стоимости** – процесс приведения будущей стоимости денег (финансового инструмента) к настоящей их стоимости.

**Диссипация риска** – совокупность методов финансового риск-менеджмента, предполагающих распределение риска в пространстве и во времени.

**Доверительный уровень (доверительный интервал)** – задаваемый уровень вероятности возникновения рисков события, используемый при расчете показателя VaR (стоимость, подверженная риску).

**Доходность ценной бумаги** – это отношение дохода, полученного от ценной бумаги, к инвестициям в нее.

**Зоны финансовых рисков** – группировка финансовых рисков по уровню возможных финансовых потерь (четыре зоны рисков).

**Идентификация финансовых рисков** – процесс установления перечня основных видов финансовых рисков, присущих деятельности конкретной организации.

**Избежание риска** – стратегия финансового риск-менеджмента, подразумевающая отказ от действий, которые могут повлечь неприемлемый риск.

**Инвестиционный портфель** – совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу либо юридическим или физическим лицам на правах долевого участия, выступающая как целостный объект управления.

**Инвестиционный проект** – документально оформленное проявление инвестиционной инициативы хозяйствующего субъекта, предусматривающее вложение капитала в определенный объект реального инвестирования.

**Инвестиционный риск** – вероятность отклонения величины фактического инвестиционного дохода от величины ожидаемого.

**Инвестиционный риск** – возможность возникновения материальных и финансовых потерь либо упущенной выгоды в процессе осуществления вложений денежных средств в различные виды активов.

**Инвестор** – субъект предпринимательской деятельности, который принимает решение о вложении собственного, заемного или привлеченного капитала в объекты инвестирования.

**Индивидуальный инвестор** – физическое лицо, осуществляющее вложения свободных денежных средств в ценные бумаги и иные активы с целью получения дохода.

**Индикаторы финансового риска** – расчетные показатели оценки уровня или стоимости риска, полученные на основе использования соответствующих прогнозных моделей и оценок.

**Инновационный риск** – риск, возникающий в процессе разработки, продвижения, реализации и использования финансовых инноваций.

**Институциональный инвестор** – инвестиционный институт (банк, инвестиционный фонд, пенсионный фонд, страховая компания), объединяющий средства множества владельцев свободных денежных средств для инвестирования в ценные бумаги и иные активы на профессиональной основе.

**Инструмент управления** – средство или рычаг воздействия субъекта на объект, с помощью которого обеспечивается решение поставленной задачи в рамках сложившейся реальной ситуации, ресурсных и иных ограничений.

**Интеграция вертикальная** – способ диссипации финансового риска посредством установления контроля над компаниями, которые обеспечивают производственную цепочку от добычи и (или) производства сырья до точки непосредственной реализации конечному потребителю.

**Интеграция горизонтальная** – способ диссипации финансового риска посредством приобретения в собственность или установления полного контроля над конкурентами, которые производят аналогичную продукцию.

**Интеграция обратная** – способ диссипации финансового риска посредством приобретения в собственность или установления контроля над поставщиками сырья (комплектующих, материалов, иных ресурсов).

**Интеграция прямая** – способ диссипации финансового риска посредством приобретения либо усиления контроля над структурами, которые находятся между компанией и конечным потребителем.

**Инфляционная премия** – дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору с целью возмещения его потерь от обесценения денег в связи с инфляцией.

**Инфляционный риск** – возможность возникновения потерь в результате обесценения денег и снижения реальных денежных доходов из-за инфляции.

**Карта рисков** – матрица, столбцы которой отражают градацию значимости риска (с точки зрения влияния его последствий на организацию), а строки – градацию вероятности возникновения риска.

**Катастрофический финансовый риск** – риск, связанный с вероятностью потери всего или значительной части собственного капитала и вызывающий реальную угрозу банкротства организации.

**Ковариация** – статистическая характеристика, иллюстрирующая меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении изменений. Оценка ковариации осуществляется на основе коэффициента корреляции.

**Коллективные инвестиции** – система инвестирования посредством использования финансовых институтов, основанных на принципе объединения капитала. Иными словами, базисом этой системы является идея консолидации однотипных активов разных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля.

**Консервативный инвестор** – инвестор, склонный к минимальной степени риска.

**Контактные аудитории** – группы лиц, не принимающие непосредственное участие в деятельности экономического субъекта, но способные оказывать на него влияние на товарных и финансовых рынках.

**Концентрация финансовых рисков** – высокий уровень сосредоточения финансовой деятельности организации на небольшом числе финансовых операций, создающий угрозу критического и катастрофического финансовых рисков.

**Конъюнктура финансового рынка** – система факторов (условий), характеризующих текущее состояние спроса, предложения, цен и уровня конкуренции на финансовом рынке в целом или отдельных его сегментах.

**Корпоративный инвестор** – субъект предпринимательской деятельности, осуществляющий вложения свободных денежных средств в ценные бумаги и иные активы.

**Краткосрочные финансовые инвестиции** – инвестиции организации в различные финансовые инструменты на период до одного года.

**Краткосрочные финансовые обязательства** – все виды используемых организацией заемных финансовых средств со сроком погашения основной суммы долга до одного года.

**Кредитный риск** – возможность возникновения потерь в результате невыполнения заемщиком или контрагентом своих обязательств в соответствии с оговоренными условиями.

**Ликвидность ценной бумаги** – способность ценной бумаги обмениваться на деньги в кратчайший срок.



**Лимитирование** – совокупность методов финансового риск-менеджмента, предполагающих установление системы ограничений, способствующей уменьшению степени финансового риска.

**Макросреда** – часть внешней среды, которая представляет собой более широкое окружение предпринимательства, способное повлиять на конъюнктуру рынка в целом.

**Мера риска** – величина, численно выражающая размер соответствующего риска.

**Метод аналогий** – метод качественной оценки финансовых рисков, предполагающий использование информации о составе и характере рисков либо прошлых временных периодов, либо аналогичных организаций.

**Механизм управления финансовыми рисками** – совокупность форм, методов и инструментов управленческого воздействия, направленных на снижение вероятности возникновения рисков событий и минимизацию возможных потерь от их возникновения.

**Микросреда (среда прямого воздействия)** – часть внешней среды, которая включает пять основных субъектов экономики: поставщиков, посредников, конкурентов, покупателей и контактные аудитории, которые непосредственно влияют на деятельность и положение организации.

**Модель оценки стоимости финансовых активов** – алгоритм определения необходимого уровня доходов отдельных финансовых инструментов инвестирования с учетом ожидаемого уровня систематического риска, рассчитываемого с помощью бета-коэффициента.

**Мониторинг текущей финансовой деятельности** – разработанный в организации механизм осуществления постоянного наблюдения за важнейшими текущими результатами финансовой деятельности в условиях постоянно меняющейся конъюнктуры финансового рынка.

**Мониторинг финансового рынка** – механизм осуществления менеджерами организации постоянного наблюдения условий и показателей развития финансового рынка в разрезе отдельных его сегментов с целью текущей оценки и прогнозирования его конъюнктуры.

**Наиболее вероятный убыток** – значение убытка от реализации рискового события, отвечающее наибольшей вероятности его наступления.

**Неопределенность среды** – имманентная характеристика (свойство) среды бизнеса, обусловленная случайностью, неоднозначностью и альтернативностью явлений и процессов, а также сторонним противодействием, что не позволяет экономическому субъекту однозначно выявлять сценарии развития событий, последствия, оценивать количественно и в ряде случаев качественно их размер и вероятность наступления.

**Неприятие риска** – характеристика предпочтений экономического субъекта в ситуациях, связанных с риском.

**Несистематический финансовый риск** – риск, который специфичен для каждого конкретного экономического субъекта (актива) и может быть элиминирован за счет диверсификации.

**Низкорисковые инвестиции** – вложение капитала в объекты (инструменты) инвестирования с низким размахом вариации ожидаемой доходности (уровень риска по которому значительно ниже среднерыночного).

**Объект риска** – материальный объект (человек или имущество) или имущественный интерес (нематериальное свойство объекта, например, прибыль, доходность и т. п.), который является носителем риска.

**Объективное понимание риска** – наличие неопределенной возможности неблагоприятного исхода, не зависящей от воли и сознания лица, подверженного риску.

**Обязательное страхование** – страхование, осуществляемое экономическим субъектом в обязательном порядке в соответствии с требованиями законодательства.

**Обязательства** – совокупность финансовых требований к организации, подлежащих погашению в предстоящем периоде.

**Операционный риск** – возможность возникновения убытков в результате недостатков или ошибок во внутренних процессах, в действиях сотрудников и иных лиц, в работе информационных систем или вследствие внешних обстоятельств.

**Опросные листы** – метод получения исходной информации об имеющихся рисках путем составления перечня вопросов, имеющих более или менее однозначный положительный или отрицательный ответ.

**Оптимизация инвестиционного портфеля** – процесс определения соотношения отдельных объектов инвестирования, обеспечивающий реализацию целей инвестиционной деятельности с учетом имеющихся инвестиционных ресурсов.

**Опционный контракт** – соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета договора, которое обычно заключается на бирже, и предполагает право (но не обязанность) страхователя за определенную плату (опционную премию) купить (опцион «call») или продать (опцион «put») заранее оговоренное количество актива (валюты, ценных бумаг) по фиксированному курсу в согласованный срок.

**Осознание риска** – факт понимания экономическим субъектом того, что он столкнулся с ситуацией риска.

**Передача риска** – стратегия управления риском, заключающаяся в передаче риска контрагентам (иным организациям) путем заключения контрактов.

**Перестрахование** – вторичное распределение риска, система экономических отношений, в соответствии с которой страховщик, принимая на страхование риски, часть ответственности по ним, исходя из своих финансовых возможностей, передает на согласованных условиях другим страховщикам.

**Платежеспособность** – способность организации своевременно рассчитывать за счет достаточного наличия готовых средств платежа (остатка денежных средств) и других ликвидных активов.

**Портфельный риск** – совокупный риск вложения капитала по инвестиционному портфелю в целом (уровень портфельного риска ниже, чем уровень риска входящих в него инструментов, за счет эффекта диверсификации и ковариации).

**Превентивное (предупредительное) мероприятие** – мероприятие, направленное на снижение вероятности возникновения рискового события и (или) размера возможного ущерба, осуществляемое до реализации рискового события.

**Премия за риск** – дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору сверх того уровня, который может быть получен по безрисковым

финансовым операциям. Этот дополнительный доход должен возрастать пропорционально увеличению уровня риска вложений капитала в инструмент инвестирования.

**Проектный риск** – совокупный риск реализации реального инвестиционного проекта, интегрирующий все виды его индивидуальных рисков.

**Процентная ставка** – фиксированная ставка, по которой в установленные сроки выплачивается сумма процента (характеризует соотношение годовой суммы процента и суммы основного долга).

**Процентный риск** – риск, связанный с вариабельностью процентных ставок (как депозитных, так и кредитных) на финансовом рынке.

**Рейтинг (индекс) риска** – показатель качественной оценки финансового риска, рассчитываемый как произведение балльных оценок двух его параметров: вероятности возникновения рискового события и уровня влияния последствий рискового события на экономический субъект.

**Реструктуризация задолженности** – соглашение кредитора с заемщиком, испытывающим затруднения с погашением своих финансовых обязательств, о новой схеме погашения этих обязательств.

**Риск** – вероятность отклонений фактических результатов деятельности от ожидаемых в условиях неопределенности.

**Риск балансовой ликвидности** – потенциальная неспособность экономического субъекта своевременно и в полном объеме выполнить свои текущие обязательства вследствие временного отсутствия ликвидных активов.

**Риск платежеспособности** – возможность невыполнения экономическим субъектом своих обязательств перед кредиторами и контрагентами.

**Риск рыночной ликвидности** – вероятность потерь, связанных с отсутствием возможности продажи определенных активов в определенном объеме за достаточно короткий период времени по приемлемой рыночной стоимости в связи с ухудшением деловой активности и конъюнктуры рынка.

**Рисковая ситуация** – неопределенность, при которой наступление альтернативных вариантов развития событий вероятно и может быть оценено экономическим субъектом.

**Риск упущенной выгоды** – риск наступления косвенного финансового ущерба в результате неосуществления какого-либо мероприятия.

**Риск-факторы (факторы риска)** – условия и обстоятельства, которые являются источниками вероятностного возникновения рисковых событий.

**Рынок капиталов** – рынок долгосрочных операций, обеспечивающих формирование собственного (акционерного) капитала, привлечение инвестиций.

**Рынок ценных бумаг** – совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов между его участниками с целью выявления равновесной текущей (справедливой) цены и получения инвестиционного дохода.

**Самострахование** – финансирование риска из собственных страховых фондов (резервов).

**Секьюритизация активов (денежных потоков)** – способ привлечения заемных денежных средств владельцем данных активов путем выпуска долговых ценных бумаг.

**Системный подход** – методологическое направление научных исследований, в основе которого лежит изучение объектов как систем (множества взаимосвязанных элементов).

**Систематический финансовый риск** – риск, который определяется условиями рыночной конъюнктуры и не устраняется путем диверсификации.

**Спекулянт** – субъект, стремящийся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости базисных активов, которая может возникнуть во времени.

**Специфическая классификация рисков** – отдельная классификация, которая отражает особенности рисков какой-либо отдельной сферы деятельности (например, специфическая классификация банковских рисков; специфическая классификация страховых рисков).

**Спред** – разница между ценой продажи и покупки какого-либо актива.

**Стоимость подверженная риску (VaR)** – показатель статистической оценки выраженного в денежной форме максимально возможного размера финансовых потерь при установленном виде распределения вероятности факторов, влияющих на стоимость активов (инструментов), а также заданном уровне вероятности возникновения этих потерь на протяжении анализируемого периода времени.

**Страновой риск** – вероятность того, что действия суверенного правительства повлияют на способность должника, связанного с данной страной, исполнить свои обязательства.

**Страхование** – совокупность экономических отношений между его участниками по поводу формирования за счет денежных взносов целевого страхового фонда и использования его для возмещения ущерба и выплаты страховых сумм.

**Страховая премия** – цена внешнего страхования финансовых рисков: вознаграждение, которое страхователь выплачивает страховщику за принятый им на себя риск.

**Страховой риск** – вероятность предусмотренного условиями страхования события, в результате наступления которого страховщик обязан выплатить страховое возмещение (страховую сумму).

**Страховой случай** – реализация страхового риска (рискового события).

**Страховой тариф** – цена страховой защиты, предоставляемой страховщиком страхователю.

**Структура инвестиционного портфеля** – соотношение конкретных видов инвестиций, т. е. определенные пропорции конкретных объектов инвестирования (финансовых инструментов), с помощью которых будут достигаться запланированные финансовые результаты.

**Субъективное понимание риска** – наличие субъективного отношения или субъективной оценки имеющейся неопределенности.

**Технический анализ** – система методов исследования конъюнктуры финансового рынка, основанная на изучении тенденций динамики основных его показателей – уровня цен, объема спроса и т. п.

**Тип инвестиционного портфеля** – характеристика инвестиционного портфеля, основанная на соотношении дохода и риска.

**Тяжесть ущерба** – количественная оценка величины последующего ущерба (размера убытков) от реализации рискового события.

**Убыток** – ущерб, выраженный в денежной форме.

**Удержание риска** – стратегия финансового риск-менеджмента, предполагающая использование методов упреждения, диссипации (распределения) и принятия финансового риска.

**Упреждение риска** – совокупность методов финансового риск-менеджмента, основанных на поиске и использовании максимально полной информации при принятии рискового решения и реализации мероприятий в целях предотвращения риска.

**Финансирование риска** – поиск и мобилизация денежных ресурсов для осуществления превентивных мероприятий и предотвращения убытков при наступлении рискового события.

**Финансовая инновация** – реализованный на финансовом рынке в форме нового финансового продукта (услуги, операции, технологии) или нового финансового института результат инновационной деятельности в финансовой сфере, обеспечивающий более эффективное перераспределение рисков, доходности, ликвидности и информации с целью извлечения дополнительной прибыли.

**Финансовая политика** – форма реализации экономической стратегии организации в разрезе различных аспектов ее финансовой деятельности. Формируется по отдельным направлениям финансовой деятельности организации, требующим обеспечения наиболее эффективного управления для достижения главной стратегической цели.

**Финансовая устойчивость коммерческой организации** – способность организации в условиях перманентно изменяющейся среды бизнеса функционировать и развиваться, достигая поставленных целей с заданным интервалом возможных отклонений, и выполнять свои обязательства на основе эффективного формирования, распределения и использования финансовых ресурсов.

**Финансовая устойчивость страховой организации** – такое состояние финансовых ресурсов, их распределение и использование, способствующее развитию страховой организации, при котором обеспечиваются безусловное выполнение обязательств перед страхователями и стабильно положительный финансовый результат.

**Финансовое состояние** – уровень сбалансированности отдельных структурных элементов активов и капитала организации, а также уровень эффективности их использования.

**Финансовые инвестиции** – вложение временно свободных денежных средств в различные финансовые инструменты.

**Финансовые инструменты** – договора, влекущие возникновение у заключивших их сторон финансовых активов и обязательств, имеющих денежную стоимость (или подтверждающих движение денежных средств), с помощью которых осуществляются операции на финансовом рынке.

**Финансовые ресурсы** – совокупность денежных средств, формируемых с целью финансирования текущей деятельности и развития организации в предстоящем периоде.

**Финансовый анализ** – процесс исследования финансового состояния и основных результатов финансовой деятельности организации с целью выявления резервов повышения ее рыночной стоимости и обеспечения эффективного развития.

**Финансовый риск** – риск, связанный с проведением операций на финансовых рынках, а также со способностью экономических субъектов своевременно и в полном объеме выполнять свои обязательства перед контрагентами.

**Финансовый риск-менеджмент** – система принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, обеспечивающих всестороннюю оценку различных видов финансовых рисков и нейтрализацию их возможных негативных финансовых последствий.

**Финансовый рынок** – совокупность рыночных отношений, обеспечивающих мобилизацию и перераспределение временно свободных денежных средств хозяйствующих субъектов, государства и населения путем осуществления операций с финансовыми инструментами.

**Форвардный контракт** – соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета договора, которое заключается вне биржи и является обязательным для исполнения.

**Форс-мажор** – термин, характеризующий обстоятельства непреодолимой силы (пожар, стихийные бедствия, военные действия и т. п.), при наступлении которых выполнение обязательств по контракту контрагентом невозможно в полном объеме или частично.

**Фундаментальный анализ** – система методов исследования конъюнктуры финансового рынка, основанная на изучении влияния отдельных факторов на рассматриваемые целевые активы или показатели.

**Фьючерсный контракт** – соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета договора, которое заключается на бирже, а его исполнение гарантируется расчетной палатой биржи, т. е. обязательно.

**Хеджер** – лицо, страхующее курсовые (ценовые) риски, риски трансфертов, присущие финансовым инструментам, свои активы или конкретные сделки на рынке спот.

**Хеджирование** – система мер, позволяющих исключить или ограничить риск финансовых операций в результате неблагоприятных изменений курса валют, цен на товары, процентных ставок в будущем.

**Ценная бумага** – документ, составленный с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов, удостоверяющий имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

**Ценовой риск** – риск, связанный с изменением цен на финансовые и реальные активы.

**Чистый денежный поток** – разность между положительным и отрицательным денежными потоками анализируемой компании в рассматриваемом периоде времени.

**Экономический субъект** – юридическое или физическое лицо, являющееся носителем прав и обязанностей.

**Этапы управления рисками** – последовательность действий по управлению риском.

**Эффективность управления финансовыми рисками** – принцип организации и функционирования системы управления финансовыми рисками в организации, состоящий в том, что затраты на управление рисками (включая стоимость получаемой для этого информации) не должны превышать эффекта от снижения вероятности возникновения рисков и их неблагоприятных последствий.

**Эффективный инвестиционный портфель** – совокупность ценных бумаг и финансовых инструментов, обеспечивающая наивысшую норму доходности при приемлемом для инвестора уровне риска.

**ВРЕСТ-анализ** – метод индивидуальной экспертной идентификации и оценки рисков, предполагающий исследование риск-факторов внешней среды, которые подразделяются на четыре группы: факторы бизнес-среды, политико-правовые, экономические, социокультурные и технологические.

**SWOT-анализ** – метод индивидуальной экспертной идентификации и оценки рисков, предполагающий исследование риск-факторов внутренней и внешней среды и разделение их на позитивные и негативные.

Учебное издание

# ФИНАНСОВЫЕ И БАНКОВСКИЕ РИСКИ

Учебник

Под редакцией  
Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухиной

Ответственная за выпуск *Н. А. Юдина*  
Редактор *В. И. Попова*  
Корректор *В. И. Попова*  
Компьютерная верстка *Г. Б. Головиной*

Подписано в печать 10.12.20. Формат 70×100/16.  
Бумага офсетная. Цифровая печать.  
Уч.-изд. л. 24,42. Усл. печ. л. 27,09. Тираж 100 экз. Заказ 288.

Издательство Уральского университета  
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4  
Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ  
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.  
Тел.: +7 (343) 358-93-06, 358-93-22  
Факс +7 (343) 358-93-06  
<http://print.urfu.ru>



## Серия «Современные финансы и банковское дело»

Основана в 2019 г.

В 2019 г. в этой серии изданы учебники:

- «Финансы, денежное обращение и кредит»;
- «Финансы»;
- «Деньги, кредит, банки»;
- «Рынок ценных бумаг»;
- «Страхование»;
- «Бюджетная система Российской Федерации».

Издания серии «Современные финансы и банковское дело» в 2020 г.:

- учебник «Налоги и налоговая система»;
- учебное пособие «Финансовая политика»;
- учебное пособие «Продвижение финансовых продуктов»;
- монография «Финансовые циклы и финансовая политика».



Планируется продолжение серии учебников:

- «Инвестиции и инвестиционная деятельность»;
- «Международные валютно-кредитные отношения»;
- «Банковское дело»;
- «Финансовые и банковские риски»;
- «Национальная страховая система»;
- «Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики».

