

Н. Б. Ермасова

РИСК- МЕНЕДЖМЕНТ ОРГАНИЗАЦИИ

УЧЕБНО-
ПРАКТИЧЕСКОЕ
ПОСОБИЕ



Наталья Б. Ермасова

Риск-менеджмент организации

*Текст предоставлен издательством <http://www.litres.ru>
Н.Б.Ермасова Риск-менеджмент организации: Научная книга; Москва; 2008
ISBN 978-5-91131-794-2*

Аннотация

В книге представлена многоплановая картина: сущность риска, соотношение риска и неопределенности, причины возникновения рисков, классификация рисков организаций, методы управления рисками. В книге даются необходимые практические рекомендации для осуществления оперативного и стратегического управления рисками. Особое внимание уделяется целям, задачам и организационной структуре управления рисками.

Данная книга может быть полезна студентам, слушателям, аспирантам и преподавателям экономических и финансовых вузов, руководителям предприятий, финансовым менеджерам, экономистам, бухгалтерам, аудиторам и консультантам.

Содержание

Введение	4
Глава 1. Риски среды в России	5
1.1. Особенности хозяйственной и инвестиционной деятельности в условиях неопределенности	5
1.2. Риск как форма проявления неопределенности	28
1.3. Классификация рисков	39
Глава 2. Анализ риска в деятельности фирмы	51
2.1. Системный подход к анализу рисков в деятельности фирмы	51
2.2. Статистические методы оценки риска	59
2.3. Экспертные методы оценки риска	63
2.4. Анализ технических рисков фирмы	68
2.5. Анализ инвестиционных рисков	73
2.6. Стресс-тестинг	83
2.7. Анализ кредитных рисков	86
2.8. Анализ риска банкротства организаций	103
Глава 3. Управление рисками фирмы	112
3.1. Сущность и принципы управления рисками	112
3.2. Развитие организационной структуры управления рисками фирмы	121
3.3. Риск-менеджмент как изменение культуры компании	128
3.4. Основные методы управления рисками. Зарубежный опыт риск-менеджмента	130
Глава 4. Основные пути развития системы управления рисками	140
4.1. Развитие внутренних методов управления рисками	140
4.2. Рекомендуемое развитие страхования хозяйственной и инвестиционной деятельности	156
4.3. Развитие комбинации внутренних и внешних методов управления рисками	172
4.4. Применение многоступенчатого хеджирования рисков инвестиционной деятельности	179
Заключение	193
Приложения	196
Приложение 1	196
Приложение 2.	198
Приложение 3	201
Приложение 4	202
Приложение 5	204
Приложение 6	211
Приложение 7	223
Список использованной литературы	226

Наталья Борисовна Ермаcова

Риск-менеджмент организации

Введение

Настоящий период развития российской экономики характеризуется увеличением количества факторов неопределенности, при которых осуществляется инвестиционная деятельность. Многие из них оказали отрицательное влияние на состояние российской экономики. Среди таких факторов ученые и практики называют прежде всего неустойчивость производственных связей, инфляцию, высокие процентные ставки по кредитам, уменьшение государственной поддержки инвестиционной деятельности, диспаритет цен, снижение покупательной способности населения и многие другие.

Между тем неспособность менеджмента предприятий принимать обоснованные решения в условиях неопределенности, адаптироваться к рыночным условиям и, как следствие, потеря управляемости в них в значительной степени повлияли на снижение эффективности инвестиционной деятельности предприятий в новых экономических условиях. Возрастание степени влияния неопределенности на инвестиционную деятельность связано с быстрой изменчивостью экономической ситуации и конъюнктуры на товарных и инвестиционных рынках, появлением новых технологий и инструментов и другими факторами.

Проблема преодоления неопределенности, управления риском существует в любом секторе экономики, но особенно остро она стоит в области инвестиционной деятельности сложных экономических систем, что объясняет ее постоянную актуальность. Субъект инвестиционной деятельности неизбежно сталкивается с неординарными ситуациями, незапланированными или непредвиденными событиями, на которые необходимо адекватно реагировать, чтобы не понести убытки. В ситуации, когда неопределенность получения конечного результата инвестиционных вложений является практически универсальным законом экономики, а планирование и прогнозирование объемов производства и цен продаж, величин ожидаемых денежных потоков, разработка бизнес-планов инвестиционных проектов могут быть осуществлены лишь со значительной степенью приближенности, лицо, принимающее решение, вынуждено искать способы, позволяющие не потерять вложения. Многообразие форм, частота и тяжесть последствий проявления неопределенности, ослабляющих условия стабильного хозяйствования, невозможность абсолютного устранения вероятности ее проявления вызывают необходимость исследования причинно-следственных связей и путей снижения последствий при наступлении рискованных ситуаций.

Дальнейшее развитие экономических систем без учета факторов неопределенности не обеспечит устойчивое развитие российской экономики. В этой связи стала очевидной необходимость проведения как можно более полного анализа характера, особенностей и перспектив различных социально-экономических процессов с учетом этих факторов.

В настоящее время стало очевидным, что эффективное управление операционной и инвестиционной деятельностью не может осуществляться без анализа и учета всех видов рисков, которые в конечном итоге могут серьезно повлиять на его финансовые результаты. Умение вовремя определить риск, предотвратить его или снизить до приемлемого уровня – важнейшая задача для успешного развития деятельности фирм в условиях неопределенности.

Глава 1. Риски среды в России

1.1. Особенности хозяйственной и инвестиционной деятельности в условиях неопределенности

Риск в хозяйственной и инвестиционной деятельности надо рассматривать как одно целое – с его положительной и отрицательной силой (возможными результатами). В то же время, рискуя, мы не должны получить нежелательный результат. В этом состоит, как известно, главная цель управления риском.

Автор придерживается позиции Ф. Найта, который предложил в качестве термина «риск» использовать «измеримую неопределенность» или «вероятностную (стохастическую) определенность» при известном распределении случайной величины моделируемой рискованной ситуации. Слово «неопределенность» Ф. Найт предлагал применять в тех случаях, когда исход не был определен, распределение вероятностей оставалось неизвестным – «неизмеримая неопределенность».

Хотя источники неопределенности нельзя игнорировать, но понятия «риск» и «неопределенность» нужно, с нашей точки зрения, разделять. Если «риск» как термин применяется для обозначения недостатка определенности при идентификации неопределенности, то «неопределенность» – отсутствие какой-либо определенности в отношении ожидаемых опасностей, воспринимаемых на иррациональном уровне – интуитивно-чувственно.

Риск в процессе развития проходит несколько стадий.

На **первой стадии** происходит своего рода зарождение рискованной ситуации, когда необходимо заняться планированием и анализом последующих действий для достижения желаемого результата. Можно предположить, что на этом этапе зарождается риск ценности идеи, риск перспективы мысли. Именно здесь необходимо постараться дать ответ о целесообразности реализации задуманной инвестиционной идеи. Данная стадия является самой ответственной при управлении риском, так как здесь определяется перспектива качества риска.

Вторая стадия риска – это наличие (появление) фактического риска. Здесь, как правило, контролируют текущую складывающуюся ситуацию, а при необходимости управляют и координируют ее (контроль за текущим качеством риска). Данная стадия является основной при воплощении наших идей и действий. Именно здесь непосредственно на практике применяем все то, что задумано на первой стадии.

Третья стадия является итогом, который сложился в результате комплекса наших действий на первых двух этапах. На этом этапе риск прекращает свое существование. Одновременно возможен и необходим широкий анализ всей ситуации в целом с целью совершенствования методов планирования и управления подобной рискованной ситуацией в будущем, учитывая весь цикл жизни риска с целью увеличения степени получения желаемого результата (улучшения качества риска).

Эти стадии и формируют полный цикл риска. А его результат, по мнению автора, позволяет определить качество риска. Это качество может быть положительным при положительном результате риска и отрицательным при обратной ситуации. Исходя из указанного вводится понятие «качество риска» и дается его определение. Качество риска – это ожидаемый результат рискованной ситуации.

С точки зрения вероятности выпадения событий неопределенность можно подразделить на три вида: полная неопределенность, полная определенность, частичная неопределенность.

Полная неопределенность характеризуется близкой к нулю прогнозируемостью P_t наступления события, что математически выражается соотношением:

$$\lim_{t \rightarrow t_k} P_t = 0,$$

где t – время;

t_k – конечное время прогнозирования события.

Полной неопределенности соответствует близкая к единице прогнозируемость событий, т.е.:

$$\lim_{t \rightarrow t_k} P_t = 1.$$

Это возможно прежде всего в тех случаях, когда при решении задачи в условиях неопределенности определяется с какой-то вероятностью оптимальное решение и с заранее известной вероятностью (обычно равной 0,9–0,99) находится доверительный прогнозируемый интервал, позволяющий прогнозировать не только свою стратегию на рынке, но и его собственное поведение, тенденции развития и т.п.

Частичная неопределенность отвечает таким событиям, прогнозируемость которых лежит в пределах от 0 до 1, что определяется неравенством:

$$0 < \lim_{t \rightarrow t_k} < 1.$$

По нашему мнению, в области частичной неопределенности существуют риски инвестиционной деятельности, так как полная неопределенность не позволяет выделить риски из-за их непрогнозируемости. Полная определенность в свою очередь исключает характер случайности риска из-за неизбежных событий. Таким образом, риск является формой проявления частичной неопределенности.

Акцентировать внимание на неопределенности важно в связи с тем, что оптимизировать на практике управление и регулирование инвестиционной деятельностью, игнорируя объективные и субъективные источники неопределенности, бесперспективно.

По факторам возникновения неопределенности подразделяются на экономические (коммерческие), политические, социальные и их промежуточные модификации. Экономические неопределенности обусловлены неблагоприятными изменениями в экономике предприятия или в экономике страны. К ним относятся: неопределенность рыночного спроса, слабая предсказуемость рыночных цен, неопределенность рыночного предложения, недостаточность информации о действиях конкурентов и т.д. Политические неопределенности обусловлены изменением политической обстановки, влияющей на предпринимательскую деятельность. Социальные неопределенности обусловлены изменением демографической ситуации, предпочтений и моральных установок населения, влияющим на инвестиционную деятельность. Эти виды неопределенности связаны между собой, и часто на практике их достаточно трудно разделить.

Природная неопределенность описывается совокупностью факторов, среди которых могут быть климатические, погодные условия, различного рода помехи (атмосферные, электромагнитные и др.).

Следующим видом неопределенности является неопределенность внешней среды. При экономическом анализе предпринимательской деятельности вводятся понятия внешней и внутренней среды. Внутренняя среда включает факторы, обусловленные деятельностью самого предпринимателя и его контактами. Внешняя среда представлена факторами, которые не связаны непосредственно с деятельностью предпринимателя и имеют более широкий социальный, демографический, политический и иной характер.

Особый вид неопределенности имеет место при наличии конфликтных ситуаций, в качестве которых могут быть: стратегия и тактика лиц, участвующих в том или ином конкурсе, действия конкурентов, ценовая политика олигополистов и т.п.

Обособленную группу составляют задачи, в которых рассматриваются проблемы несопадающих интересов и многокритериального выбора оптимальных решений в условиях неопределенности.

Наличие неопределенностей значительно усложняет процесс выбора оптимальных решений и может привести к непредсказуемым результатам. Политика выбора эффективных инвестиционных решений без учета неконтролируемых факторов во многих случаях приводит к значительным потерям экономического, социального и иного характера.

Рассматривая неопределенность, которая является наиболее характерной причиной риска в экономической деятельности, необходимо отметить, что выделение и изучение ее применительно к процессу экономической, коммерческой, управленческой, финансовой и других видов деятельности является крайне необходимым, поскольку при этом отображается практическая ситуация, когда нет возможности осуществлять перечисленные виды деятельности в условиях, которые не могут быть однозначно определены. Условия неопределенности, по мнению А.С. Шапкина, имеющие место в ходе осуществления инвестиционной деятельности, обусловлены тем, что экономические системы в процессе своего функционирования испытывают зависимость от целого ряда причин, которые можно систематизировать в виде схемы неопределенностей.

С нашей точки зрения, представленная А.С. Шапкиным схема неопределенностей имела бы большую ценность для управления, если бы все виды неопределенностей были распределены на неопределенности внутренней и внешней среды, с одной стороны, и неопределенность объективной и субъективной природы – с другой. Это позволило бы выделить управляемые и неуправляемые факторы и причины неопределенностей различных видов для субъекта инвестиционной деятельности. При этом большинство неуправляемых факторов и причин неопределенности было бы связано с внешней средой и объективными процессами ее изменения, что позволило бы очертить границу управляемости.

По времени возникновения неопределенности распределяются на ретроспективные, текущие и перспективные. Необходимость учета фактора времени при оценке экономической эффективности принимаемых решений обусловлена тем, что как эффект, так и затраты могут быть распределены во времени. Равные по величине затраты, по-разному распределенные во времени, обеспечивают неодинаковый полезный результат того или иного вида (экономический, социальный и др.)

Происходящие в российской экономике перемены создают высокий рисковый фон для страны в целом и для всех предприятий и организаций в ней. Трансформационные процессы в России начались в условиях политической и экономической нестабильности, несоответствия старых законов реалиям жизни и слабой проработанности новой юридической базы. Результатом стало появление и последующее развитие ряда факторов, оказавших негативное влияние на ход реформирования экономики в целом и финансово-коммерческой сферы в частности. Особое влияние такой ход событий оказал на уровень рисков в экономике страны. Это важно, ибо уровень неопределенности в той или иной стране в определяющей мере влияет на ее инвестиционный и общий деловой климат.

По нашему мнению, при оценке хозяйственной и инвестиционной деятельности наиболее существенными представляются следующие виды неопределенности:

- 1) неопределенность, связанная с нестабильностью экономического законодательства и текущей экономической ситуации, условий инвестирования и использования прибыли;
- 2) неопределенность, связанная с внешнеэкономическими связями (возможность введения ограничений на торговлю и поставки, закрытия границ и т.п.);
- 3) неопределенность политической ситуации, возможность неблагоприятных социально-политических изменений в стране или регионе;
- 4) неполнота или неточность информации о динамике технико-экономических показателей, параметрах новой техники и технологии;
- 5) колебания рыночной конъюнктуры, цен, валютных курсов;
- 6) неопределенность природно-климатических условий, возможность стихийных бедствий;
- 7) неопределенность, связанная с производственно-технологическим процессом (аварии и отказы оборудования, производственный брак и т.п.);
- 8) неопределенность целей, интересов и поведения участников;
- 9) неполнота или неточность информации о финансовом положении и деловой репутации предприятий-участников (возможность неплатежей, банкротств, срывов договорных обязательств).

Но тенденция роста неопределенности характерна не только для России. Это общемировая тенденция. Это связано с усложнением бизнеса, с ростом сложности технологических систем, использующихся в бизнесе во все возрастающих масштабах. Главные причины этих перемен: увеличение изменчивости цен, глобализация рынков, усиление конкуренции, увеличение налогового маневрирования, успехи финансовой теории, рост величины и доступности информационных потоков и баз данных, усложнение технических систем во всех областях жизни людей, рост социальной напряженности в связи с увеличением разрыва в уровне жизни разных стран. Эти причины действуют на неопределенность двояко. С одной стороны, они увеличивают неопределенность, а с другой – образуют новые возможности управления рисками как формой проявления неопределенности.

Управлению хозяйственной и инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности способствует развитие финансовой инфраструктуры рыночной экономики. Она в России развивается быстро, но остается недостаточно развитой по сравнению с ведущими странами. Недоразвитость ее затрудняет не только оценку соотношения риск – доходность, но и маневрирование рисками через покупку и продажу финансовых инструментов. Развитие этой сферы трудно ускорить. Она требует большого количества специалистов высокой квалификации, общественного доверия к финансовому рынку, мощных и надежных средств контроля. Финансовые инструменты, количество которых на фондовых рынках мира в последней четверти XX в. росло лавинообразно (только число видов ценных бумаг достигло 300 видов), могут не только помогать управлять инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности, но и сами являются источником неопределенности. На этих рынках конкурентоспособность России также нуждается в усилении.

Высокий уровень неопределенности в экономике современной России приводит к двум главным результатам – неадекватной рискованности и неадекватной осторожности деловых людей и организаций в инвестиционной деятельности, что в конечном счете приводит к снижению их конкурентоспособности. Риски возрастают всякий раз, когда усиливается неопределенность, нестабильность, происходят быстрые реформы или спонтанные перемены в экономике. Феномен роста неопределенности в трансформирующейся экономике не исследован в достаточной степени. Даже в наиболее многообразной специальной англоязычной литературе по рискам этот аспект освещен слабо. Дело в том, что периоды бур-

ных экономических реформ в ныне развитых странах прошли более органично, последовательно и на более низком уровне технического развития. Во времена этих реформ научные знания о рисках в экономике были развиты слабо, а когда они стали бурно развиваться, эпоха трансформаций уже завершалась. Соответственно исследователей и практиков бизнеса больше интересовало скорее не специфика переходных периодов, а конструктивный инструмент управления рисками в более-менее нормально функционирующей рыночной экономике. Вместе с тем разработка реалистичной концепции оценки, идентификации и противодействия неадекватности риска в экономике невозможна без глубокого изучения сущности и причин экономической рискованности.

Необходимо учитывать, что в условиях трансформирующихся экономик уровень неопределенности существенно выше, чем в экономиках стабильных и традиционных для данной страны. При этом чем выше неопределенность при осуществлении хозяйственной и инвестиционной деятельности, тем:

- 1) короче инвестиционный горизонт;
- 2) больше возможностей для различного мошенничества как в интересах фирмы, так и против них;
- 3) меньше специалистов по работе на этом высоком уровне неопределенности;
- 4) ниже инвестиционная активность;
- 5) выше входные барьеры практически на всех рынках;
- 6) сильнее отток капиталов за рубеж.

Факторами, вызывающими рост неопределенности при осуществлении инвестиционной деятельности в России, являются следующие макро- и микроэкономические причины: высокие процентные ставки по инвестиционным кредитам, устойчивые инфляционные ожидания, постоянные колебания ставки рефинансирования, дефицит рублевых средств, слабая ресурсная база и низкая капитализация организаций, малочисленность первоклассных заемщиков, низкое качество предлагаемых инвестиционных проектов и другие причины.

Опрошенные менеджеры указали и на внешние, и на внутренние факторы неопределенности, препятствующие развитию их предпринимательской деятельности. И все же преобладают внешние факторы неопределенности, тогда как в странах с развитой экономикой на внешние факторы риска приходится 30%, а на внутренние – 70%. Проблема заключается в том, что на внешние факторы субъекты инвестиционной деятельности не в состоянии оказывать влияния, но их можно и нужно учитывать.

Кроме того, респонденты в качестве основного фактора неопределенности указали на недостаток инвестиционных ресурсов (9,8%). Высокие процентные ставки остаются серьезным препятствием для заемщиков. За предоставленный инвестиционный кредит организации должны выплачивать номинальный процент, включающий и инфляционные ожидания. Не все ссудополучатели уверены, что при сложившейся динамике цен они получат такие доходы, которые позволят погасить кредит. Высокая процентная ставка при выдаче кредитов связана также и с размером ставки рефинансирования ЦБ России. Высокая ставка рефинансирования напрямую влияет на инвестиционную активность организаций. Как показывает анализ динамики ставки рефинансирования, ее размер только с 1998 по 2007 г. изменился со 150% до 10,5%, тогда как средняя ставка рефинансирования в странах Западной Европы составляет 2%, причем ее колебания очень незначительны.

Колебания учетных ставок центральных банков ведущих стран очень незначительны, тогда как в России данная ставка, начиная с 1991 г. изменялась 56 раз, причем максимальная ставка составляла 210%, а минимальная 10,5% (прил. 1).

В I полугодии 2006 г. рублевая денежная масса возросла на 17,3%, что на 4,4 процентного пункта больше, чем в аналогичный период 2005 г. На рисунке 1 приведены темпы прироста денежной массы M2 за 2004–2006 гг.

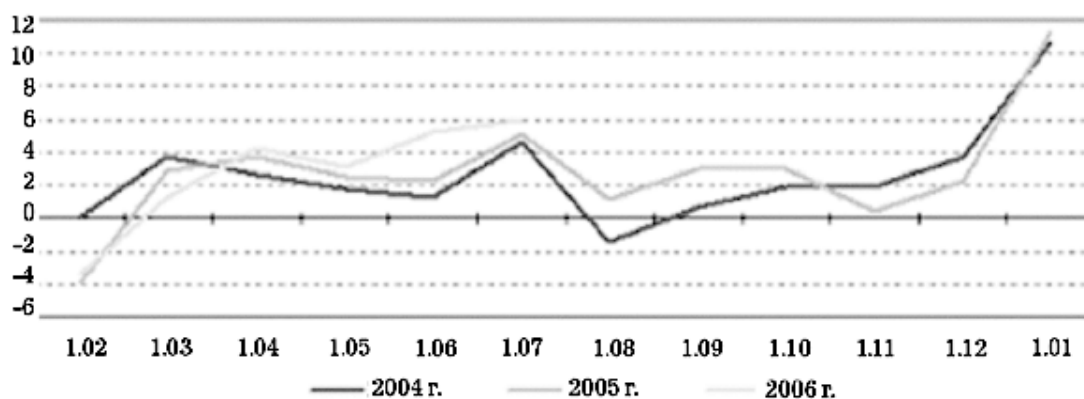


Рис. 1. Темпы прироста денежной массы М2 (месяц к месяцу, %)

Сложившееся соотношение темпов роста потребительских цен и денежного агрегата М2¹ обусловило увеличение рублевой денежной массы в реальном выражении за январь – июнь текущего года на 10,5% (в 2005 г. аналогичный показатель составил 4,6%)².

Денежный агрегат М0³ в 2006 г. вырос на 11,2% (за аналогичный период 2005 г. – на 7,6%). Динамика наличных денег в обращении в январе – июне 2006 г. в целом отражала изменения размера номинальной заработной платы и пенсий, а также оборота розничной торговли и объема предоставленных населению платных услуг.

Важным фактором, влияющим на динамику денежного агрегата М0, являлись покупки-продажи физическими лицами наличной иностранной валюты. Нетто-продажи наличной иностранной валюты уполномоченными банками физическим лицам составили в I полугодии 2006 г. 3,24 млрд долларов США, в то время как за аналогичный период 2005 г. – 7,4 млрд долларов США. При этом если в I квартале текущего года объемы покупки населением наличной иностранной валюты превышали объемы ее продажи на 3,26 млрд долларов, то во II квартале ситуация изменилась – физические лица продали иностранной валюты уполномоченным банкам на 0,02 млрд долларов больше, чем купили у них.

Безналичная составляющая денежного агрегата М2 увеличилась за январь – июнь 2006 г. на 20,4% (в 2005 г. – на 15,8%). При этом темпы прироста банковских вкладов населения за указанный период составили 20%, что больше, чем за аналогичный период 2005 г. (17,8%). В структуре использования денежных доходов населения за I полугодие текущего года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года отмечалось повышение удельного веса средств во вкладах и ценных бумагах на 1,3 процентного пункта.

Рост депозитов физических лиц в январе – июне 2006 г. происходил в условиях повышения темпов роста реальных располагаемых денежных доходов населения по сравнению с 2005 г. Так, если в I полугодии 2005 г. они составляли 108,5% (к соответствующему периоду предыдущего года), то в январе – июне 2006 г. – 111,4%.

В анализируемый период произошли изменения в структуре денежного агрегата М2 – удельный вес вкладов населения повысился с 35,2% на 01.01.2006 г. до 36% на 01.07.2006 г., доля средств юридических лиц на счетах в кредитных организациях возросла с 31,5 до 32,5% (на соответствующие даты)⁴.

Отправным моментом исследования хозяйственных и инвестиционных процессов в реальном секторе экономики следует считать изучение динамики валового внутреннего про-

¹ М2 – наличные деньги в обороте плюс вклады до востребования населения, физических и юридических лиц плюс срочные вклады физических и юридических лиц.

² Информационно-аналитические материалы Центрального банка России на 2007 г. www.cbr.ru

³ М0 – наличные деньги в обороте.

⁴ www.cbr.ru

дукта (ВВП) наряду с объемными показателями производства. Понимание общих тенденций развития российской экономики способствует углублению представлений об изменениях и в уровне рисков инвестиционной деятельности. В таблице 1 приведен номинальный объем произведенного ВВП в период с 2002 по 2006 г.

Таблица 1. Номинальный объем произведенного ВВП в период с 2002 по 2006 г. (в текущих ценах, млрд рублей)⁵

Наименование показателя	Годы				
	2002	2003	2004	2005	2006
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	615,5	730,1	850,5	959	1037
Рыболовство, рыбоводство	29,6	61,0	62,5	68,2	79,6
Добыча полезных ископаемых	650,6	785,0	1426,9	2069,8	2374,9
Обрабатывающие производства	1690,9	1976,3	2687,5	3568,3	4361,7
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	359,6	428,0	566,5	629,0	772,6
Строительство	522,6	716,2	863,1	1033,7	1355,6
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	2207,7	2589,5	3040,2	3615,7	4484,2
Гостиницы и рестораны	89,0	95,1	141,6	171,4	216,5
Транспорт и связь	993,7	1261,6	1662,0	1901,5	22580
Финансовая деятельность	298,0	397,6	511,4	742,7	986,0
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	1029,0	1259,3	1421,4	1828,9	2254,1
Государственное управление и обеспечение военной безопасности обязательное социальное обеспечение	488,8	651,3	802,5	959	1227,7
Образование	280,3	318,5	400,8	494,7	645,6
Здравоохранение и предоставление социальных услуг	322,3	376,7	473,9	580,6	746,1
Предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	183,1	220,0	276	343	459,7
Косвенно измеряемые услуги финансового посредничества	-179,3	-211,5	-307,1	-442,9	-551,3
Итого добавленная стоимость по видам экономической деятельности (в основных ценах)	9581,3	11654,8	14879,7	18522,6	22708,0
Чистые налоги на продукты	1249,2	1588,5	2168,4	3092,1	3913,3
Валовой внутренний продукт (в рыночных ценах)	10830,5	13243,2	17048,1	21614,7	26621,3

Анализ изменения макроэкономической пропорции российской экономики позволяет выявить ряд основных факторов, оказывающих существенное влияние на характер трансформационных сдвигов на всех уровнях экономики. Данные таблицы 1 показывают, что наи-

⁵ www.gks.ru

большая доля ВВП приходится на оптово-розничную торговлю, операции с недвижимостью и обрабатывающую промышленность.

Качественная характеристика реального сектора экономики, в том числе в промышленности, во многом определяется прогрессивностью технологий. Последнее в свою очередь зависит от технического состояния основных фондов: износа, выбытия и обновления. Изношенность основных средств производства как фактор риска также вытекает из недостатка инвестиционных ресурсов. У предприятий просто нет денег на модернизацию основных средств. Налоговая реформа отменила все льготы, которые существовали у предприятий при инвестировании средств в свое развитие, т.е. большинство российских предприятий сейчас фактически лишены как внешних, так и внутренних источников реального инвестирования.

Данные технического состояния всех промышленных основных фондов России показывают, что износ остается на высоком уровне – 50,6%, вырос средний возраст оборудования до 21,2 лет. Кроме этого, доля производственного оборудования в возрасте более 20 лет выросла с 10,7% в 1980 г. до 51,5% в 2004 г. (табл. 2).

Таблица 2. Показатели, характеризующие материально-техническую базу промышленности

Наименование показателя	Годы										
	1980	1985	1990	1995	1998	2000	2001	2002	2003	2004	1980
Степень износа основных фондов, %	36,2	41,7	46,4	47,5	52,9	51,3	49,9	52,9	51,4	50,6	36,2
Коэффициент обновления основных фондов	8,1	6,9	6,9	1,7	1,2	1,5	1,6	1,8	1,8	1,9	8,1
Доля производственного оборудования в возрасте до 5 лет, %	35,5	33,1	29,4	10,1	4,1	4,7	5,7	6,7	7,8	8,6	35,5

Наименование показателя	Годы										
	1980	1985	1990	1995	1998	2000	2001	2002	2003	2004	1980
Доля производственного оборудования в возрасте более 20 лет, %	10,7	12,9	15,0	23,1	31,6	38,2	41,6	44,9	48,2	51,5	10,7
Средний возраст оборудования, лет	9,5	10,1	10,8	14,3	17,0	18,7	19,4	20,1	20,7	21,2	9,5

Значения показателей технического состояния основных фондов по определенным отраслям промышленности страны показывают, что существуют отклонения и в большую, и в меньшую стороны от среднего уровня. Так, изношенность основных фондов предприятий электроэнергетики и машиностроения выше среднего уровня, предприятий лесной, деревообрабатывающей, целлюлозно-бумажной и легкой промышленности приближается к среднему уровню, а предприятий пищевой промышленности – ниже среднего уровня.

Техническое состояние основных фондов характеризует также возрастной состав активной части фондов – машин и оборудования.

Данные приложения 2 и приложения 3 показывают объем инвестиций в основной капитал организаций с 1918 по 2003 г. Необходимость обновления основных фондов вызвала рост финансовых вложений организаций. Так, в таблице 3 можно видеть, что хотя и произошёл рост общих финансовых вложений организаций почти в три раза в первом полугодии 2006 г. по сравнению с I полугодием 2005 г., но вложения в основной капитал выросли только на 20%.

Определенные отраслевые различия в техническом состоянии основных фондов и другие причины могут диктовать разные цели инвестирования в основной капитал.

Наибольший процент промышленных предприятий среди своих целей указывает на необходимость инвестирования в связи с научно-техническим прогрессом: внедрением новой техники, передовой технологии, автоматизацией и механизацией производственного процесса. Достижение этих целей позволило бы предприятиям повысить конкурентоспособность продукции как на отечественном, так и, возможно, на зарубежном рынке. Заслуживают внимания такие цели инвестирования, как охрана окружающей среды, экономия затрат (в том числе энергоресурсов), увеличение производства продукции и старой, и новой номенклатуры, а также создание новых рабочих мест.

Таблица 3. Основные показатели инвестиционной деятельности в России 2005–2006 гг.⁶

Показатели	I полугодие 2006 г.	II полугодие 2006 г.
Финансовые вложения организаций (без субъектов малого предпринимательства), млрд рублей	7140,5	2868,3
в том числе:		
долгосрочные	864,3	733,4
в % к общему объему финансовых вложений	12,1	25,6
краткосрочные	6276,2	2134,9
в % к общему объему финансовых вложений	87,9	74,4
Инвестиции в нефинансовые активы (без субъектов малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности), млрд рублей	1225,3	1008,9
в том числе в основной капитал	1210,0	987,0
в % к объему инвестиций в нефинансовые активы	98,8	97,8

Таблица 4. Соотношение инвестиций в основной капитал

⁶ Российский статистический ежегодник. М.: Из-во Статистика России, 2006.

Период года	млрд рублей	В % к	
		Соответствующему периоду предыдущего года	предыдущему периоду
2005 г.			
I квартал	526,5	108,0	51,0
II квартал	755,7	109,6	139,8
I полугодие	1282,2	108,9	—
Январь—август	1914,2	109,6	—
Сентябрь	348,0	111,0	105,1
III квартал	980,0	111,0	125,3
Январь—сентябрь	2262,2	109,8	—
IV квартал	1271,8	112,4	125,9
Год	3534,0	110,7	—
2006 г.			
I квартал	624,3	106,1	48,1
II квартал	958,4	114,1	150,4
I полугодие	1582,7	110,8	—
Июль	373,6	110,7	98,4
Август	410,0	112,6	108,1
Январь—август	2366,3	111,1	—

Для удержания темпов экономического роста при недостаточном техническом состоянии основных фондов необходима активизация инвестиционного процесса.

Активизацию инвестиционного процесса можно проследить по доле инвестиций в основной капитал (табл. 4). В августе 2006 г. использовано 410,0 млрд рублей инвестиций в основной капитал, или 112,6% к уровню соответствующего периода 2005 г., в январе – августе 2006 г. – 2366,3 млрд рублей и 111,1%.⁷

Динамика инвестиций в основной капитал в период с 2004 по 2006 г. приведена на рисунке 2.



Рис. 2. Динамика инвестиций в основной капитал

Пороговым значением экономической безопасности считается доля инвестиций в основной капитал в валовом продукте на уровне 25%. Некоторые зарубежные страны приближаются к этому уровню, а некоторые имеют его выше: в Германии – 22%, в Японии – 30%. И российский, и региональный уровень инвестиций говорит пока о недостижимости порога экономической безопасности.

Инвестиционный процесс требует формирования определенных ресурсов (источников). Значит, прежде чем вложить в инвестиционный процесс какие-то средства, надо иметь определенные источники (ресурсы).

⁷ Инвестиции в основной капитал. www.gks.ru

Структура инвестиций в основной капитал по источникам (ресурсам) в целом по России приведена ниже (табл. 5).

Таблица 5. Структура инвестиций в основной капитал по источникам (ресурсам)

Инвестиции	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2004
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:							
собственные средства	44,1	40,8	45,2	52,6	59,9	49,2	45,4
привлеченные средства	55,9	59,2	54,8	47,4	40,1	50,8	54,6

В последние годы растет доля привлеченных средств как основного источника финансирования инвестиций в основной капитал: так, в 2004 г. данный показатель составил 54,6%.

Большая часть научных исследований и разработок, выполняемых в мире, сосредоточена в относительно немногих промышленно развитых странах. Затраты на НИОКР в семи государствах – США, Японии, Германии, Великобритании, Франции, Италии и Канаде – составляют около 83% расходов на эти цели всех стран ОЭСР.

По сравнению с этими странами в России финансирование научных исследований довольно скромное. В 2004 г. внутренние затраты на отечественные исследования и разработки по паритету покупательной способности валют оценивались в 16 669,4 млн долларов. По этому показателю Россия находится на 10-м месте в мире (после США, Японии, Китая, Германии, Франции, Великобритании, Кореи, Канады и Италии). Внутренние затраты на НИОКР в России составляют только 5,3% от соответствующих затрат США, а общие бюджетные расходы на эти цели (по паритету покупательной способности) – 7,4% таких же расходов США. Однако по численности персонала, занятого исследованиями и разработками, а также по общему количеству исследователей Россия занимает 4-е место в мире (после США, Китая и Японии). Это говорит о том, что российский научно-технический персонал в значительной степени сохранен, несмотря на многочисленные негативные явления в научной сфере в начале 1990-х гг.⁸

Из федерального бюджета инвестиционные ресурсы выделяются на финансирование федеральных целевых программ, например на Федеральную целевую программу «Исследования и разработки по приоритетным направлениям развития научно-технического комплекса России на 2007–2012 гг.» (табл. 7, 8).

Таблица 7. Консолидированный бюджет Российской Федерации в 2005 г.

⁸ Маненок П.Л. Финансирование НИОКР в России и за рубежом // Финансы. 2007. № 2. С. 20.

Вид расходов	млрд руб.
Доходы — всего	8579,6
Расходы — всего	6820,6
Из них:	
на общегосударственные вопросы	754,3
из них на обслуживание государственного и муниципального долга	239,2
на национальную оборону	581,8
на национальную безопасность и правоохранительную деятельность	585,2
на национальную экономику	764,2
Из них расходы:	
на топливо и энергетику	10,5
на сельское хозяйство и рыболовство	78,6
на транспорт	250,5
на связь и информатику	13,8
на прикладные научные исследования в области национальной экономики	39,5
на другие вопросы в области национальной экономики	319,2
на жилищно-коммунальное хозяйство	471,4
на социально-культурные мероприятия	3642,0
Профицит	1759,0

Таблица 8. Основные расходы федерального бюджета на науку и инновации

Расход	2006 г., млрд руб.	2007 г., млрд руб.	Изменение	
			млрд руб.	%
Фундаментальные исследования	37,9	48,5	10,6	28%
Исследование и использование космического пространства	6,2	9,0	2,8	45,2%
Федеральная космическая программа России на 2006–2015 гг.	23,0	27	4	17,4%
ФЦП «Исследования и разработки по приоритетным направлениям развития научно-технического комплекса России на 2007–2012 гг.	8,1	11,6	3,5	43,2%
Реализация проекта Международного термоядерного экспериментального реактора ИТЭР		2,2	2,2	28%

В 2007 г. общие расходы федерального бюджета **на науку и опытно-конструкторские разработки** сильно возросли, к примеру на фундаментальные исследования – на 28%.⁹

Большая часть НИОКР в предпринимательском секторе России проводится за счет бюджетных средств. Разница между удельным весом средств, расходуемых на НИОКР в предпринимательском секторе, и долей финансирования НИОКР за счет собственных

⁹ <http://www1.minfin.ru/budref/budjet2006.pdf>

средств этого сектора – самая высокая среди всех стран, в которых осуществляется мониторинг научной активности. В экономической литературе отмечается наличие «определенного паразитизма частного сектора на ресурсах госсектора». Финансирование НИОКР предпринимательского сектора за счет государственных ресурсов является одним из его направлений. В развитых странах – ситуация обратная: предпринимательский сектор осуществляет финансирование НИОКР главным образом из собственных средств. Например, в США он финансирует почти 90% собственных НИОКР. Предпринимательский сектор в развитых странах проводит значительные НИОКР, прежде всего, в области электронного оборудования (радио, телевидение и коммуникации), автомобилестроения и аэрокосмических исследований и разработок. Сильную государственную поддержку имеют НИОКР в области промышленного развития в России (23,3%), а также в Германии (12,32%) и Канаде (13,05%).

Расходы на гражданские НИОКР в развитых странах оцениваются от 3,8% ВВП (Швеция) до 1,7% ВВП (Великобритания). В России этот показатель находится на уровне 0,8% ВВП. По финансированию гражданской науки из средств государственного бюджета Россия (0,33% ВВП) значительно уступает Германии (0,72% ВВП), Франции (0,8% ВВП) и Японии (0,69% ВВП).¹⁰

В период с 2003 г. по 2005 г. вырос объем иностранных инвестиций, направленных в основной капитал с 10 589 млн долларов США до 53 651 млн долларов США, т.е. почти в 5 раз. Объем инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов, приведен в приложении 4.

Однако основными источниками инвестиций в основной капитал являются собственные средства организаций и кредиты коммерческих банков, хотя данное соотношение дифференцировано по регионам России. В России наиболее мощные компании, способные вести научные исследования, находятся в сырьевом секторе экономики (производство и экспорт нефти, газа, металлов), который не является наукоемким и в котором отсутствует высокий спрос на научные разработки. Крупнейшие российские компании – «Газпром», «Лукойл», РАО «ЕЭС России» – в своих подразделениях реализуют крупные научно-технические проекты, но масштабы этих исследований существенно меньше, чем у *Microsoft, Ford Motor, Pfizer, Siemens, IBM и Nokia*. В России предпринимательский сектор пока еще не способен создавать новейшие гражданские технологии, сопоставимые по значению с результатами лидеров мирового бизнеса.

На предпринимательский сектор в России приходится почти 70% внутренних затрат на НИОКР. Этот сектор осуществляет наиболее активные исследования и разработки в машиностроении и в аэрокосмической сфере. Инвестирование в основной капитал из собственных средств по регионам приведено в приложении 5.

На формирование инвестиционного климата влияют следующие факторы:

1) экономический потенциал:

а) степень обеспеченности региона стратегическими природными ресурсами (нефть, газ, уголь, химическое сырье, лес и др.);

б) биоклиматический потенциал региона (качество почв, рельеф местности, наличие водных бассейнов, растительные зоны, климат, сейсмическая активность и др.);

в) наличие и доступность свободных земель для производственных инвестиций;

г) уровень обеспеченности региона (с учетом поступлений из межрегиональных систем) электроэнергией, газом, водой, тепловой энергией;

д) потенциал развития транспортной системы в регионе: водный, сухопутный и воздушный транспорт;

е) обеспечение региона трудовыми ресурсами;

¹⁰ Маненко П.Л. Финансирование НИОКР в России и зарубежом // Финансы. 2007. № 2. С. 21.

- ж) степень обеспеченности квалифицированными кадрами;
- з) уровень научно-технического потенциала региона;
- и) возможность использования потенциала оборонных производств для выпуска гражданской продукции;

2) общие условия хозяйствования в регионе (области):

- а) развитие отраслей материального производства;
- б) степень экологической безопасности региона;
- в) возможности использования объектов незавершенного строительства;
- г) степень изношенности основных производственных фондов на предприятиях, ведущих отраслей региона;
- д) возможность использования свободных производственных мощностей;
- е) степень развития производственной базы (строительно-монтажных организаций и промышленности стройматериалов);
- ж) уровень развития производственной инфраструктуры (дороги, транспорт, связь, складская база и др.);

3) уровень развития рыночных отношений:

- а) рыночная инфраструктура (оценка дается каждому из компонентов): коммерческие банки, страховые компании;
- б) рынок ценных бумаг, оптовая торговля, розничная торговля;
- в) влияние приватизации на инвестиционную активность;
- г) влияние инфляции на инвестиционную активность;
- д) степень вовлечения населения в инвестиционный процесс;
- е) степень развития конкурентной среды предпринимательства и разрушение монополизма производителя;
- ж) емкость местного рынка сбыта для новой продукции и услуг;
- з) интенсивность хозяйственных связей региона с другими регионами;
- и) экспортные возможности региона (области) в странах ближнего и дальнего зарубежья;
- к) степень присутствия иностранного капитала в экономической жизни региона;

4) политические:

- а) степень доверия населения к региональной (областной) власти;
- б) уровень эффективности взаимодействия представительной и исполнительной властей в регионе;
- в) уровень социальной стабильности в регионе;
- г) уровень политической стабильности в регионе;
- д) уровень национально-религиозной стабильности в регионе;

5) социальные и социокультурные:

- а) уровень жизни населения в регионе;
- б) уровень развития жилищно-бытовых условий;
- в) степень развития медицинского обслуживания;
- г) степень распространения алкоголизма и наркомании среди местного населения;
- д) уровень преступности в регионе;
- е) покупательская способность заработной платы населения;
- ж) влияние миграции населения на инвестиционный процесс;
- з) отношения населения к рыночным реформам;
- и) степень терпимости населения к имущественной дифференциации;
- к) отношение населения к труду;
- л) отношение населения к отечественным и иностранным предпринимателям; наличие в регионе первичных условий для жизни и работы иностранных специалистов;

м) степень привлекательности культурно-исторического наследия для потенциальных инвесторов;

б) организационно-правовые:

а) уровень соблюдения хозяйственного законодательства региональными органами власти;

б) отношение работников региональных органов к предпринимательству;

в) отношение региональных властей к иностранным инвесторам;

г) уровень оперативности в принятии решений органами региональной власти при регистрации предприятий, выделении им помещений, проведении приватизации и т.д.;

д) доступность для инвесторов и предпринимателей информации о сущности региональных, нормативных актов, регулирующих хозяйственную деятельность;

е) уровень профессионализма сотрудников аппарата местной администрации (выражается в адекватном восприятии ситуации, своевременном принятии качественных решений и действительного контроля за их исполнением);

ж) уровень эффективности деятельности региональных органов юстиции (судов, прокуратуры и арбитража);

з) условия свободного перемещения товаров, капиталов и рабочей силы;

и) наличие отработанных связей местных предпринимателей с иностранными инвесторами;

к) уровень деловых качеств и деловой этики местных предпринимателей;

7) финансовые:

а) обеспеченность населения доходами регионального бюджета (на душу населения);

б) обеспечение региона внебюджетными фондами (на душу населения);

в) степень доступности финансовых ресурсов (инвестиции, субвенции и дотации) из республиканского и регионального бюджетов;

г) степень доступности кредита в национальной и иностранных валютах; оперативность работы банковской системы;

д) уровень развития межбанковского сотрудничества и корреспондентских отношений с другими регионами;

е) сумма вкладов на душу населения.

Кроме того, для оценки инвестиционного климата необходимо использовать как макроэкономический, так и микроэкономический факторы. При изучении макроэкономической ситуации следует учитывать факторы, характеризующие политическую, экономическую и социальную среду для иностранных инвестиций. Уровень инвестиционной привлекательности страны оценивается индексом глобальной конкурентности (*The Global Competitiveness Report 2004–2005 from the World Economic Forum*). *The Growth Competitiveness Index (GCI)* – индекс роста конкурентности. Охватывает 104 страны. Публикуется ежегодно.

Ранжирование базируется на достоверных данных и проводимом Мировым экономическим форумом опросе общественного мнения. Россия занимает следующие места.

1. Индекс роста конкурентности – 70 место.

2. Технологический индекс – 67 место.

3. Индекс макроэкономической среды – 56 место.

4. Индекс развития общественных институтов – 89 место.

При оценке инвестиционной привлекательности региона большое внимание уделяется не только уровню его инвестиционного потенциала, но и уровню рисков.

В 2007 г. наблюдается снижение рискованности инвестиций в Россию. По данным Консалтингового агентства «Эксперт», Россия в целом имеет рейтинг ВВ на май 2007 г., а в 2004 г. имела рейтинг ВВВ, что характеризует современную Россию как страну со средним уров-

нем риска¹¹. Однако регионы резко отличаются по уровню риска. Так, к регионам с высоким потенциалом и умеренным уровнем риска относятся Москва, Санкт-Петербург, Московская область, Ханты-Мансийский автономный округ. К регионам с незначительным потенциалом и умеренным риском относятся Новгородская область, Мордовия. Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата в 2004–2005 гг. приведено в таблице 9.

Таблица 9. Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата в 2004 – 2005 гг.¹²

	Регион
Высокий потенциал — умеренный риск (1А)	
29	Санкт-Петербург
18	Москва
10	Московская область
59	Свердловская область
61	Ханты-Мансийский автономный округ
Средний потенциал — умеренный риск (2В)	
46	Республика Татарстан
42	Ростовская область
50	Нижегородская область
43	Республика Башкортостан
38	Краснодарский край
55	Самарская область
25	Ленинградская область
53	Пермская область
74	Кемеровская область
41	Волгоградская область
75	Новосибирская область
62	Ямало-Ненецкий автономный округ
69	Красноярский край

¹¹ www.expert.ru

¹² www.raexpert.ru/database

	Регион
80	Республика Саха (Якутия)
72	Иркутская область
63	Челябинская область
Пониженный потенциал — умеренный риск (3В1)	
9	Липецкая область
1	Белгородская область
17	Ярославская область
23	Вологодская область
60	Тюменская область
24	Калининградская область
48	Чувашская Республика
77	Томская область
6	Калужская область
21	Архангельская область
52	Пензенская область
56	Саратовская область
12	Рязанская область
51	Оренбургская область
39	Ставропольский край
15	Тверская область
26	Мурманская область
4	Воронежская область
8	Курская область
76	Омская область
16	Тульская область
47	Удмуртская Республика
81	Приморский край
57	Ульяновская область
82	Хабаровский край
3	Владимирская область
Незначительный потенциал — умеренный риск (3В2)	
27	Новгородская область
45	Республика Мордовия
11	Орловская область
67	Республика Хакасия
28	Псковская область
7	Костромская область
30	Республика Адыгея
49	Кировская область
64	Республика Алтай

	Регион
22	Ненецкий автономный округ
13	Смоленская область
19	Республика Карелия
5	Ивановская область
14	Тамбовская область
40	Астраханская область
65	Республика Бурятия
79	Агинский Бурятский автономный округ
*Регионы проумерованы в порядке нумерации по федеральным округам. В каждой группе регионы расположены по мере увеличения индекса интегральности риска.	

К сожалению, на современном этапе перспективы внутренних источников финансирования невелики. Это связано с высокой дебиторской задолженностью, высоким удельным весом убыточных предприятий. Данные об удельном весе убыточных предприятий и организаций свидетельствует об их значительной величине: за 2001 г. по России – 37,9 %, за 2005 год – 36,4%. Удельный вес убыточных предприятий по видам экономической деятельности показан в таблице 10.

Таблица 10. Удельный вес убыточных организаций по видам экономической деятельности (в процентах от общего числа организаций)

Вид экономической деятельности	2003	2004	2005
Всего	43,0	38,1	36,4
в том числе по видам экономической деятельности:			
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	53,3	38,8	42,3
рыболовство, рыбоводство	54,9	52,1	49,6
добыча полезных ископаемых	48,2	42,2	40,4
обрабатывающие производства	43,4	40,2	36,6
строительство	42,4	39,3	34,0
оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	31,6	28,5	26,9
розничная торговля, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами; ремонт бытовых изделий и предметов личного пользования	27,6	25,1	24,1
гостиницы и рестораны	36,7	30,9	27,7
транспорт и связь	46,4	44,5	40,6

Вид экономической деятельности	2003	2004	2005
из него связь	35,8	36,0	34,5
финансовая деятельность	34,3	34,5	34,2
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	39,8	38,2	35,6
Из них:			
управление эксплуатацией жилого фонда	—	—	57,9
научные исследования и разработки	23,3	24,0	22,6
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	34,5	28,3	26,2
образование	38,5	36,8	31,0
здравоохранение и предоставление социальных услуг	36,0	32,4	27,0
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	41,6	39,0	36,9

За 2006 г. удельный вес убыточных предприятий и организаций России снизился до 36,4%, в том числе промышленных – с 43,4 в 2004 г. до 36,6% в 2006 г.

Высокий физический и моральный износ оборудования, сроки амортизации которого давно истекли, приводит к нехватке амортизационных отчислений. Кроме того, по данным Минэкономразвития на капитальные вложения в лучшем случае направляется всего 15–20% амортизационных отчислений. Значительная часть доходов и накоплений предприятий и организаций заблокирована в неплатежах (просроченная дебиторская задолженность в 2002 г. составила почти 25% от общей величины незавершенных расчетов). Велика доля просроченной кредиторской задолженности – 91,9%.

Размер просроченной кредиторской задолженности на конец декабря 2006 г. составил 821,3 млрд рублей, на конец января 2007 г. по предварительным данным – 779,2 млрд рублей.¹³ Размер и структура просроченной кредиторской задолженности по видам экономической деятельности в декабре 2006 г. представлены в приложении 7.

Значит, пока на данном этапе развития экономики вряд ли стоит рассчитывать на значительный прирост собственных источников.

Для успешного решения этой задачи управления инвестиционной деятельностью экономических систем с учетом фактора неопределенности требуется в первую очередь повысить надежность и привести в конкурентоспособное состояние такие подсистемы финансовой инфраструктуры, как банковская, страховая и налоговая системы.

В 2005 г. банковскому сектору удалось в основном сохранить позитивную динамику развития и повысить свою роль в системе финансового посредничества. В 2005 г. банковские активы увеличились на 36,6%, превысив 9,7 трлн рублей. Активы кредитных организаций более чем в 8 раз превосходят активы страховых компаний, инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов. В 2005 г. капитал банковского сектора по отношению к ВВП составил 5,7%, активы – 45,1%. Основой роста активов банковского сектора в 2005 г., как и годом ранее, стало развитие операций банков с реальным сектором экономики. Объем кредитов предприятиям и организациям реального сектора экономики вырос на 30,5%. Их соотношение с ВВП увеличилось с 18,8 до 19,0%, а их доля в совокупных активах банковского сектора снизилась с 44,1 до 42,2%.

Деятельность региональных банков в 2005 г., как и в предшествующие годы, была прибыльной. Ими получена прибыль в сумме 34,1 млрд рублей, что на 29% больше, чем в 2004 г. Удельный вес прибыльных региональных банков, увеличившись за год на 1%, составил 99,3% на 01.01.2006 г., в активах региональных банков – 99,92%.

¹³ www.gks.ru

Рост кредитных вложений банков в реальный сектор экономики в 2005 г. способствовал повышению по сравнению с 2004 г. объемов производства промышленной продукции на 9,3%, оборота розничной торговли – на 15,2%, объемов транспортных услуг – 21,6%, объемов услуг связи – на 18,8%. При этом наблюдается рост долгосрочных размещенных ресурсов.

За 2006 г. кредитный портфель коммерческих банков России вырос на 21%, поэтому необходимо принять меры для снижения рисков, связанных с ростом объемов кредитования, особенно ипотечного и потребительского. Опасен не сам по себе рост активов, а снижение их качества.

Особенно актуальна проблема надежности той доли активов, которая направлена на кредитование недвижимости. Большинство банков используют стандартный пакет снижения кредитных рисков: размер первоначального взноса, подтверждение доходов, разницу между рыночной и залоговой стоимостью имущества и т.д.

Рост цен на недвижимость вызван избыточным спросом при ограниченном предложении инструментов для инвестирования средств населения и организаций. Главными факторами увеличения спроса стали высокие цены на нефть, экономический рост и повышение благосостояния части российского населения. При изменении конъюнктуры на мировых рынках существует опасность замедления развития экономики и, как результат, – снижение доходов населения.

В таком случае заемщики не смогут вовремя погашать свои долги перед банками. Резкое снижение спроса приведет к падению цен на недвижимость, а это в свою очередь – к удешевлению и снижению ликвидности залогового имущества. Дефолт, связанный с внезапным падением цен на недвижимость, коснется всего ссудного портфеля банков как юридических, так и физических лиц.

В последнее время банки активно развивают потребительское кредитование и экспресс-кредитование без залога, которые также характеризуются снижением качества. Многие банки объявили о планах агрессивного роста в розничном кредитовании и кредитовании малого и среднего бизнеса, поэтому особую важность приобретает контроль качества кредитного портфеля в этих отраслях. Особенно это касается необеспеченных и малообеспеченных продуктов. Некоторые банки выбрали эти виды финансирования в качестве приоритетных направлений, при этом пока непонятно, насколько данные продукты оправданы в среднесрочном периоде, если иметь в виду правильную оценку кредитных потерь.

Для снижения рисков необходимо внедрять новую систему классификации активов по степени риска и переходить к рейтинговой оценке заемщиков.

Неблагоприятную ситуацию с возвратностью кредитов осложняет неурегулированность российского законодательства в части обеспечения прав кредиторов по взысканию долга, в результате востребование их возврата представляет собой долгий, трудный, порой и безуспешный процесс.

Следует отметить мнение специалистов по банковскому кредитованию, что, если не принимать в расчет чисто криминальные случаи невозврата долгов, вина за появление проблемного кредита на 70% ложится на сотрудников банка¹⁴. Действительно, кредитование реального сектора экономики на региональных рынках банковских услуг имеет свою специфику, главная из которых – розничный характер работы с клиентами. И здесь особую роль играет профессионализм банковских работников. Персонал банка должен различать готовность адекватно оценивать возрастающие риски с целью их минимизации.

Таким образом, важной причиной, сдерживающей эффективное взаимодействие региональных коммерческих банков с реальным сектором экономики, являются высокие кре-

¹⁴ www.nostalgalia.ncstu.ru

дитные риски. При этом в банковских балансах проблемные долги не только скрываются или маскируются под пролонгированные кредиты, но часто не подкреплены необходимыми резервами, что усиливает потенциальную опасность банкротства.

Основными видами оказываемых инвестиционных услуг являются прием и размещение денежных средств на депозитных счетах и посреднические услуги по приобретению и реализации ценных бумаг по поручению хозяйствующих субъектов. В таблице 12 приведены данные об объемах привлеченных банковских вкладов со стороны государственных и негосударственных организаций.

Таблица 12. Данные об объемах привлеченных банковских вкладов организаций

Дата	Всего	Государственных предприятий	Негосударственных предприятий	Прочие
01.01.2005	2 177 610	181398	1 996 055	157
01.04.2005	1 877 987	231 342	1 645 676	969
01.07.2005	2 308 036	213 486	2 094 140	410
01.10.2005	2 166 531	164 581	2 000 677	1273
01.01.2006	6 539 231	523 875	5 937 506	77 850

В таблице 13 показаны данные об объемах привлеченных банковских вкладов организаций.

Таблица 13. Данные об объемах привлеченных банковских вкладов организаций

Дата	Всего	Государственных предприятий	Негосударственных предприятий	Прочие
01.01.2005	35805	8026	26702	1077
01.04.2005	48737	5007	43596	134
01.07.2005	42598	2343	40113	142
01.10.2005	316504	2129	314238	137
01.01.2006	183382	6508	153523	23351

Из операций банков с ценными бумагами по привлечению средств предприятий приоритетным направлением является выпуск банковских векселей и депозитных сертификатов. Операции с векселями позволяют упростить расчеты между хозяйствующими субъектами, использовать их как средство при проведении зачетных схем, а также операций кредитования. Кроме того, приобретение векселей и депозитных сертификатов позволяет предприятиям выгодно разместить временно свободные денежные средства. В свою очередь, оказывая такие услуги, банки формируют устойчивую пассивную базу со стабильным сроком привлечения.

Одним из главных факторов, ограничивающих рост активов банков, является низкий уровень капитализации банковской системы. В России совокупный капитал коммерческих банков на начало 2006 г. составлял около 44,7 млрд долларов, или 5,7% ВВП. По сравнению с уровнем начала 2002 г. 5,1% ВВП – незначительный рост. Например, совокупный капитал

банковской системы Германии в 2004 г. составил 13,2% ВВП, в Австралии – 12,6%, в Чехии – 10,2%, в Польше – 10,1%.¹⁵

Значительным источником рисков в деятельности любой фирмы остается фактор политической нестабильности как в отдельных регионах, так и в стране в целом. Известно, что политическая стабильность в регионах неразрывно связана с социально-демографическим положением страны, которое также не внушает оптимизма. По данным Программы развития ООН по качеству жизни Россия находится на 60-м месте в мире.

Россия остается страной с нестабильной политической и экономической ситуацией. Исследование, проведенное *Price-waterhaus*, позволило определить, сколько стоит любой стране «быть самой собой». Так, в России только из-за ее самобытности предпринимательские организации дополнительно платят налог в 43% от прибыли.¹⁶ В исследовании использовалась следующая методика. Были выделены 5 обстоятельств, которые могут порождать неопределенность, а значит, и риски в процессе осуществления предпринимательской деятельности: коррупция среди бюрократов; неясные или противоречащие друг другу законы, регулирующие заключение контрактов и оформление прав собственности; неопределенная или постоянно меняющаяся экономическая политика властей (денежная и налоговая); отсутствие жестких требований к финансовой отчетности; непонятные правила взаимоотношений государства и бизнеса.

В ходе исследования руководители крупных фирм и банков, аналитики фондовых рынков и представители компаний в разных странах оценили все 5 обстоятельств. В каждом случае выставлялись оценки от 0 (когда респонденты единогласно заявляли, что в стране полный порядок) до 150 баллов (когда все также единогласно констатировали полную неразбериху). В результате в России коррупция оценена в 78 баллов, неясность законов – в 84 балла, неопределенность экономической политики – в 90, нормальная финансовая политика – в 81, а странные отношения государства и бизнеса – в 84 балла. В результате российская неопределенность получила 84 балла. Хуже обстоят дела только в Китае – 87 баллов, хотя по уровню коррупции Россия обошла и Китай: там она оценена только в 62 балла.

В исследовании *Pricewaterhaus* оценивались дополнительные расходы, которые иностранные инвесторы, а также местные предпринимательские организации вынуждены нести из-за того, что вкладывают денежные средства в условиях неопределенности. Для простоты все дополнительные расходы в исследовании приравнены к налогу на прибыль. Таким образом, вложение денег в России приравнивается к уплате налога в 43%. Для сравнения: в США – 5%, Сингапуре – 0%, Мексике – 15%, Японии – 25%, Гватемале – 28%, Чехии – 33%, Турции – 36%. Определенный интерес представляет также исследование, проведенное фондом «ИНДЕМ» и центром *Transparency International Russia*. Эксперты опросили 5666 граждан и 1838 представителей бизнеса в 40 регионах.

Россия по показателям коррумпированности государственной системы далека от развитых стран. Исследования на данную тему проводятся преимущественно журналистами и инициативными общественными организациями, по их оценкам, из 2,3 трлн рублей, выделенных в 2006 г. на закупки товаров и услуг для государственных нужд, минимум 15%, или 345 млрд рублей, возвращены чиновникам в виде «откатов». М.Я. Евраев, начальник Управления ФАС по контролю и надзору в сфере недвижимости, локальных монополий и ЖКХ, приводит такие цифры: «...согласно индексу восприятия коррупции (ИВК) Российская Федерация занимает 128 место из 159, а Колумбия – 56».¹⁷

¹⁵ Потемкин А.И. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора // Рынок ценных бумаг. 2005. № 14. С. 16–20.

¹⁶ <http://www.kommersant.ua/index-news.html?ext=news&id=8612>

¹⁷ М.Я. Евраев. О реформе государственного и муниципального заказа // Международная конференция «Актуальные вопросы организации контроля размещения государственного и муниципального заказа в Уральском федеральном округе».

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

1) риск является некой ситуативной характеристикой, связанной с неопределенностью исхода. В то же время нельзя утверждать, что этот исход должен быть обязательно отрицательным, т.е. риск надо рассматривать как одно целое – с его положительной и отрицательной силой (возможными результатами);

2) для России на современном этапе развития экономики характерен высокий уровень неопределенности при осуществлении хозяйственной и инвестиционной деятельности по сравнению с развитыми странами, который вызван следующими причинами:

а) высокие процентные ставки по инвестиционным кредитам, устойчивые инфляционные ожидания, постоянные колебания ставки рефинансирования, дефицит рублевых средств, слабая ресурсная база и низкая капитализация организаций, малочисленность первоклассных заемщиков, плохое качество предлагаемых инвестиционных проектов;

б) отсутствие российских источников венчурного капитала;

в) низкая ликвидность рискованных капиталовложений, отсутствие необходимого для этого рыночного механизма (специального фондового рынка);

г) слабые экономические стимулы для привлечения венчурного капитала к реализации наукоемких проектов;

д) низкий престиж предпринимательской деятельности в сфере малого наукоемкого бизнеса;

е) слабая информационная поддержка венчурного бизнеса в России;

ж) недостаток квалифицированных менеджеров инновационных проектов, в том числе осуществляемых с привлечением венчурного капитала;

з) проблемы с регистрацией венчурных фондов;

3) специфика рисков инвестиционной деятельности в России определяется тем, что еще не преодолен системный кризис, продолжается депрессивная стагнация инвестиций в основной капитал, а экономическое оживление неустойчивое и происходит в основном локально;

4) в России доминируют следующие риски хозяйственной и инвестиционной деятельности: систематические риски, нестраховые и нестрахуемые, критические и катастрофические риски, внешние риски, слабопрогнозируемые риски из-за непрозрачности информационных потоков, риски полного убытка, включающие как прямые, так и косвенные убытки, чистые риски, интегральный риск субъекта инвестиционной деятельности, недиверсифицируемые риски, риски по активным операциям коммерческого банка, риски реальных инвестиций, риски по внешнему финансированию, инфляционные риски вместе с рисками ликвидности.

1.2. Риск как форма проявления неопределенности

Ввиду возможных нежелательных результатов или ситуаций инвестиционной деятельности необходимо отличать риски от неопределенностей, так как риск представляет вероятно ожидаемую опасность. Неопределенность – это сущностная характеристика, а риск – форма проявления неопределенности. Не всякая неопределенность выражается в форме риска. Полная неопределенность не является риском. Только частичная неопределенность является риском. Только после идентификации неопределенностей возможной опасности, реально осознаваемой, вероятно оцениваемой, для минимизации последствий которой имеются ресурсы и возможности, появляется риск как экономическая категория. Таким образом, неопределенность как сложная экономическая категория, связанная с осуществлением хозяйственной и инвестиционной деятельности, проявляется в форме риска.

Риск естественным образом сопряжен с менеджментом в инвестиционной и финансовой деятельности, со всеми его функциями (планированием, организацией, оперативным управлением, использованием персонала, экономическим контролем).

Каждая из них связана с той или иной мерой риска, требует создания адаптированной к нему системы управления. Это означает, что необходим и особый менеджмент риска, т.е. специфическая система (подсистема) управления, основывающаяся на познании экономической сущности риска, разработке и реализации стратегии отношения к нему в инвестиционной деятельности.

Как отмечает Джоел Бессил, «большинство исследователей объясняет, как определить экономическую стоимость риска. Поэтому возникает потребность оценивать риски, которые являются неосознаваемыми и невидимыми, необходимость сделать так, чтобы риски были четко отслежены. Определения риска служат отправной точкой для регулирования различных рисков».¹⁸

В мировой экономической науке сложились классическая и неоклассическая теории риска. При исследовании предпринимательской прибыли такие представители классической теории, как Дж. Милль и И.У. Сениор, различали в структуре предпринимательского дохода процент (как долю на вложенный капитал), заработную плату предпринимателя и плату за риск (как возмещение возможного риска, связанного с предпринимательской деятельностью).

В классической теории предпринимательский риск отождествляется с вероятностью потерь, которые могут произойти в результате выбранного решения. Риск здесь не что иное, как ущерб, который наносится осуществлением данного решения. Но с нашей точки зрения, это определение слишком сужает понятие риска инвестиционной деятельности до определенного процента в структуре предпринимательского дохода для уплаты возмещения возможных убытков, более того, дает одностороннее толкование сущности риска как ожидаемых потерь. Последнее не могло не вызвать резких возражений у части зарубежных экономистов, повлекло за собой выработку иного понимания содержания предпринимательского риска.

В 30-е гг. XX в. экономисты А. Маршалл и А. Пигу разработали основы неоклассической теории предпринимательского риска, состоящие в следующем: предприниматель, работающий в условиях неопределенности, прибыль которого есть случайная переменная, при заключении сделки руководствуется двумя критериями: размерами ожидаемой прибыли; величиной ее возможных колебаний. Согласно неоклассической теории риска поведение предпринимателя обусловлено концепцией предельной полезности. Это означает, что при

¹⁸ Bessil Joel. Risk-management in Banking // USA NY John Wiley Inc. 2004. P. 34–35.

наличии двух вариантов, например капитальных вложений, дающих одинаковую ожидаемую прибыль, предприниматель выбирает вариант, в котором колебания ожидаемой прибыли меньше. Если принимается небольшое число решений одного типа, то нельзя рассчитывать, что отклонения от ожидаемой прибыли взаимно уравниваются, ибо в таком случае закон больших чисел не действует. Именно поэтому предприниматель, принимая решение, должен учитывать колебания прибыли и выбирать вариант, дающий тот же результат, но характеризующийся меньшими колебаниями. Это определение в свою очередь также страдает односторонностью, но уже другого вида, когда риск рассматривается как предельная полезность возможных колебаний размера ожидаемой прибыли без учета ожидаемых убытков.

Т.В. Севрук определяет риск как ситуативную характеристику деятельности любого юридического лица, в том числе и субъекта финансового сектора, состоящую из неопределенности ее исхода и возможных неблагоприятных последствий в случае неуспеха. Данная точка зрения, по нашему мнению, приближена к субъективной концепция риска. Наибольший вклад в ее развитие внес В.А. Ойгензихит, который исходит из того, что риск всегда субъективный, поскольку выступает как оценка человеком поступка, действий, как сознательный выбор с учетом возможных альтернатив. Субъективная концепция отражает действия субъекта, учитывает возможные последствия, выбор вариантов поведения, что обуславливает наложение определенных обязательств или освобождение от них. Поскольку данная концепция связывает риск с волей и сознанием человека, «то риск – это выбор варианта поведения с учетом опасности, угрозы возможных последствий». В этом проявляется субъективная сторона риска. Аналогичной точки зрения придерживаются и В.Н. Вяткин, В.А. Гамза, Ю.Ю. Екатеринославский, Дж. Хэмптон, подчеркивая что «без личности нет риска, а есть лишь явления природы, которые самой природе одинаково безразличны. В определение риска следует обязательно ввести человеческий фактор, т.е. лицо, живущее под риском. Риск – это возможность наступления события, нежелательного определенному субъекту, из множества вариаций исходов, которые могут произойти в течение определенного периода времени, начиная с определенной исходной ситуации».¹⁹

В связи с наличием объективных предпосылок появления различных трактовок понятия «риск» более разумно, по нашему мнению, принять концепцию выбора ряда определенных этого понятия. По этому пути пошли и авторы терминологического словаря «Страхование и управление риском» – Н.М. Васильев и Г.Б. Клейнер: «Риск в страховых операциях и в управлении риском:

- 1) возможная опасность;
- 2) ситуативная характеристика деятельности, состоящая в неопределенности ее исхода и возможных неблагоприятных последствий в случае неуспеха;
- 3) возможность или вероятность возникновения ущерба или вреда;
- 4) застрахованный интерес;
- 5) имущество или лицо, которые подвергаются ущербу или вреду;
- 6) неопределенность страховщика относительно окончательной суммы выплаты по претензии (риск страхования – *underwriting risk*) или неопределенность относительно выбора времени осуществления выплат по претензии (риск выбора времени – *timing risk*) или оба риска одновременно».

Если бы риск инвестиционной деятельности был связан только с отрицательными результатами, оказалась бы совершенно необъяснимой готовность к нему субъектов инвестиционной деятельности. Она может быть оправдана и на самом деле оправдывается, с

¹⁹ Вяткин В.Н., Вяткин И.В., Гамза В.А., Екатеринославский Ю.Ю. Риск-менеджмент: Учебник. М.: Дашков и К, 2003. С. 3–4.

нашей точки зрения, тем, что, невзирая на возможные потери, здесь существует мощный стимул. Это повышенная прибыль, особый – специфический – доход. Неслучайно родоначальники теории предпринимательства Р. Кантильон, И. Тюнен и Ф. Найт источником предпринимательского дохода считали реализацию в процессе воспроизводства способности предпринимателя к обоснованному риску. В знаменитом словаре В. Даля риск определяется, с одной стороны, как опасность чего-либо, с другой – как действие наудачу, требующее смелости, решительности, предприимчивости в надежде на счастливый исход. Ближе к современному употреблению и пониманию риск трактуется у С.И. Ожегова, который пишет, что риск – это возможность опасности, неудачи или действие наудачу в надежде на счастливый исход.

Риск – сложное явление, имеющее множество несовпадающих, а иногда и противоположных основ. Это обуславливает существование целого ряда различных определений понятия «риск», в разной мере соответствующих сфере их применения. До сих пор в науке отсутствует универсальная трактовка этого понятия.

Для того чтобы существовал риск, необходима опасность или по крайней мере нежелательность возможного результата или развития ситуации. Этой точки зрения придерживается Б.Н. Порфирьев, считающий, что риск есть возможная опасность, количественное выражение последствий опасности. Такой подход в понимании риска «позволяет выстроить цепь причинно-следственных связей в процессе возникновения чрезвычайных ситуаций».²⁰ Это определение, с нашей точки зрения, только немного расширяет характеристики риска, указывая еще на вероятностное распределение неблагоприятных результатов, вызывающих отклонение фактических результатов от плановых ожиданий.

Но в опасности заложена и неопределенность, связанная с недостатком нашего знания, имеющейся информации или предполагающая также другие, в том числе благоприятные исходы, что отмечает Р.Т. Юлдашев: «На результат могут влиять многочисленные случайные факторы, которые приводят к случайности реализации возможных исходов. Наш подход: хотя риск и опасность – понятия однопорядковые, но тождественными их признать нельзя. Риск – это опасность, но опасность известная, определенная, так сказать, „очерченная и просчитанная“.²¹ Однако есть и другие опасности, не вошедшие в понятие «риск», по тем или иным причинам (в силу нехватки времени, специалистов, денежных или иных средств для анализа) не ставшие элементами риска. Поэтому сочетание слов «риск» и «опасность» – это тавтология, правильно же будет: «риск и другие опасности». Похожие суждения высказывают Н.В. Хохлов: «Риск – событие или группа родственных случайных событий, наносящих ущерб объекту, обладающему данным риском»²² и Л.Н. Тэпман: «Риск – понятие более узкое. Он является одним из видов опасности, связанной с политической, социальной и экономической деятельностью людей, реально осознаваемой, вероятно оцениваемой, для минимизации последствий которой имеются ресурсы и возможности».²³ Эти последние определения, по нашему мнению, подводят к пониманию того, что в ожидаемых опасностях содержатся и неопределенности, и риски как идентифицированные неопределенности. Тогда опасности, неопределенности и риски не являются синонимичными понятиями. Итак, в основе категориальной структуры теории рисков лежит понятие «опасность». Это объективная закономерность, обуславливающая процессы количественного и качественного изменения мега-, макро-, мезо- и микросистем, воспринимаемых в форме угрозы жизненно

²⁰ Порфирьев Б.Н. Управление в чрезвычайных ситуациях: проблемы теории и практики // ИНТ «Проблемы безопасности: чрезвычайные ситуации». М.: Наука, 1991.

²¹ Юлдашев Р.Т., Тронин Ю.Н. Российское страхование: системный анализ понятий и методология финансового менеджмента. М.: Анкил, 2000. С. 7–8.

²² Хохлов Н.В. Управление риском. М.: ЮНИТИ, 1999. С. 11.

²³ Тэпман Л.Н. Риски в экономике: Учебное пособие / Под ред. В.А. Швадара. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. С. 9–10.

важным интересам людей. По своему генезису, степени вероятности опасность как осознанная угроза имеет естественно-природное и общественное происхождение и подразделяется на потенциальную и реальную.

Из современных дефиниций риска, приводимых в зарубежных научных трудах, можно выделить определение, данное в монографии В.Т. Ковелло и М.В. Меркфаофера: «Риск – характеристики ситуации или действия, когда возможны многие исходы, существует неопределенность в отношении конкретного исхода и по крайней мере одна из возможностей нежелательна».²⁴ Последняя формулировка представляется, с нашей точки зрения, наиболее правильной, так как в ней синтезированы все главные черты, присущие риску: нежелательность, идентифицированная неопределенность, случайность одной из возможностей, с одной стороны, и благоприятная или нейтральная возможность – с другой. Хотя последствия риска чаще всего проявляются в виде финансовых потерь или невозможности получения ожидаемой прибыли, однако риск – это не только нежелательные результаты принятых решений. При определенных вариантах существует как опасность не достичь намеченного результата, так и вероятность превысить ожидаемую прибыль. В этом и заключается риск, который характеризуется сочетанием возможности достижения как нежелательных, так и особо благоприятных отклонений от запланированных результатов. Несмотря на быстрое распространение практики управления рисками в субъектах инвестиционной деятельности и других финансовых учреждениях, до сих пор доминируют определения рисков как ожидаемых нежелательных результатов, что затрудняет разработку единых норм и правил управления рисками.

Для ученых-статистиков понятие риска означает прежде всего вероятность события, которое может вызвать отклонение от ожидаемых тенденций. Для тех, кто занимается коммерческими операциями, риск означает возможность ущерба от события, которое изменяет исходную ситуацию. Последнее нуждается, с нашей точки зрения, в синтезе, который позволил бы определить риск как вероятность степени отклонения от ожидаемой тенденции развития в область возможных убытков или доходов.

В.Т. Ковелло и М.В. Меркфаофер отмечают, что «чистые неопределенности связывают с возможностью только потерь. В этом отношении понятие чистой неопределенности наиболее близко к риску. Когда имеют дело со спекулятивными неопределенностями, в которых имеются как негативные (проигрыши), так и позитивные (выигрыши) исходы, также употребляется термин „риск“, и здесь уже неопределенность занимает центральное место, а опасность, присутствуя только в ряде исходов, отгесняется на второй план».²⁵ С этим можно согласиться, с нашей точки зрения, если все-таки учитывать разницу понятий «риск» и «неопределенность» в ожидаемой опасности. При этом спекулятивный риск и неопределенность сохраняют характеристики опасности, не отгесняя ее на второй план.

К данному варианту близко определение риска в Толковом словаре русского языка под редакцией Д.Н. Ушакова: «Возможная опасность. Действие наудачу в надежде на счастливую случайность. Возможный убыток или неудача в коммерческом деле. Опасность, от которой производится страхование имущества». И то в этом определении больше подчеркиваются характеристики чистого риска как ожидаемого ущерба.

С нашей точки зрения, риск как экономическая категория представляет собой событие, которое может произойти или не произойти. В случае совершения такого события возможны 3 экономических результата: отрицательный (проигрыш, ущерб, убыток), нулевой, положительный (выигрыш, выгода, прибыль).

²⁴ Тронин Ю.Н., Юлдашев Р.Т. Системный анализ базовых понятий предметной области «российский страховой менеджмент» // Страховое дело. 1999. № 12. С. 32.

²⁵ Тронин Ю.Н., Юлдашев Р.Т. Системный анализ базовых понятий предметной области «российский страховой менеджмент» // Страховое дело. 1999. № 12. С. 33.

Сущность риска заключает в себе глубинное противоречие: с одной стороны, опасность потерь вследствие как объективной основы – проявления стихийных сил природы, так и субъективной основы, а именно – проявления осознанной деятельности людей; с другой – ожидаемый доход (прибыль) от данной рискованной деятельности.

Т.В. Никитина же считает, что при установлении предпринимательского риска следует различать понятия «расход», «убытки», «потери». Любая предпринимательская деятельность неизбежно связана с расходами, тогда как убытки имеют место при неблагоприятном стечении обстоятельств, просчетах и представляют собой дополнительные расходы сверх намеченных. «В рассматриваемых видах деятельности приходится иметь дело с использованием материальных, трудовых, финансовых, информационных (интеллектуальных) ресурсов, так что риск связан с угрозой полной или частичной потери этих ресурсов.

В итоге предпринимательский риск характеризуется как опасность потенциально возможной, вероятной потери ресурсов или недополучения доходов по сравнению с вариантом, рассчитанным на рациональное использование ресурсов в данном виде предпринимательской деятельности. Иначе говоря, риск есть угроза того, что предприниматель понесет потери в виде дополнительных расходов сверх предусмотренных прогнозом, программой его действий».²⁶

Т.В. Никитина опять дает определение только чистого риска, включая в его содержание не только ожидаемый прямой убыток, но и косвенный.

Кроме вышеперечисленных подходов к определению сущности риска, необходимо выделить дополнительные подходы, которые могут быть сгруппированы по трем направлениям.

1. В научной литературе, посвященной теориям оптимального управления, риск рассматривается как атрибутивная общесоциологическая характеристика любого вида целесообразной деятельности человека, осуществляемой в условиях ресурсных ограничений и наличия возможности выбора оптимального способа достижения осознанных целей в условиях информационной неопределенности. Никакая гениальность, никакие способности человека не могут уничтожить риск.²⁷ Существуют лишь способы смягчить его последствия.

Риски характеризуют вероятность наступления во времени событий, ведущих к изменению равновесной устойчивости социально-экономических систем. Их источник – условия и факторы, обуславливающие неопределенность информации, являющейся невозполнимым производственным ресурсом, распределенным асимметричным образом. В литературе по теории управления выделяется множество видов неопределенности. Большинство из них связано не с эффектом непосредственного воздействия на целевые показатели, а с временным параметром этого влияния. Неопределенность существует относительно того, когда это произойдет.

Теория системности рассматривает риски как свойство, присущее любым видам целесообразной деятельности. Оно проявляется в качестве вероятностной неопределенности реализации целевых функций, характер, содержание, направленность и условия достижения которых до конца не ясны субъекту, принимающему решения.

Теории социально-экономической динамики позволяют оценивать и прогнозировать риски в условиях асимметричного распределения информации, исследовать их как постоянно меняющиеся во времени. Равновесие локальных рынков в значительной мере обусловлено изменениями в системах более высокого порядка, цели которых могут находиться в противоречии с экономическими интересами конкретных подсистем. Поэтому вероятность наступления и уровень большинства рисков находятся в зависимости от поли-

²⁶ Никитина Т.В. Страхование коммерческих и финансовых рисков. СПб.: Питер, 2002.

²⁷ Хьелл Л., Зиглер Д. Теории личности. СПб.: Питер, 2002. С. 77.

системных эффектов, которые абсолютно не поддаются контролю со стороны лиц, принимающих решения по выбору инструментов экономической политики. Чем выше степень воздействия по времени полисистемных эффектов на экономические процессы, тем труднее прогнозировать динамическую вероятность и масштаб рисков на основе методов математической вероятности. Большинство полисистемных эффектов носят нестатистический характер. Теории социально-экономической динамики на основе различных методов оценки асимметричности распространения экономической информации и полисистемных эффектов позволяют более точно прогнозировать структуру и масштабы потребительских, отраслевых, территориальных, политических, социальных рисков. Данные риски оцениваются через систему качественных показателей и количественных долей, которые характеризуют улучшение или ухудшение ситуации, причем вероятность одних и тех же изменений может восприниматься различными социальными группами в диапазоне «негативные – нейтральные – позитивные».

2. В качестве другого направления исследования сущности рисков можно выделить работы, в которых риски рассматриваются как результат накопления регрессивного потенциала.²⁸ Данный подход имеет давнюю историческую традицию и своими корнями восходит к теориям исторического и технологического прогресса, в которых основное внимание было сосредоточено на исследовании таких характеристик деструктивных рисков, как:

- 1) невозможность утраты свойств, качеств, материальных и духовных ценностей, бывших полезными в прошлом, но исчезающих в настоящем;
- 2) появление новых свойств, качеств, материальных и духовных ценностей, масштаб угроз и регрессивный потенциал которых в будущем не ясен и не определен;
- 3) снижение уровня пороговой безопасности по мере создания новых производств, технологий и распространения новых видов оружия;
- 4) возрастание экологических угроз и вызовов по мере роста промышленного потенциала.

В научной литературе на обширном историческом материале показано, что возрастание масштабов экономической деятельности ведет, с одной стороны, к постоянному количественному и качественному изменению связей и отношений, к которым как отдельные индивиды, так и социальные группы и даже целые народы не могут приспособиться, поэтому возрастает риск их социальной и экономической деградации²⁹. Данная ситуация ведет к росту социального недовольства, а следовательно, возрастает объем потенциальных угроз для социальной стабильности в форме антикультуры, антиобщественного поведения, стихийных бунтов, революционных выступлений.

С другой стороны, любой результат экономической деятельности, даже если он в целом способствует росту общественного богатства, содержит в себе отдельные регрессивные факты. Так, увеличение численности специалистов умственного труда привело к росту сердечно-сосудистых заболеваний, что в свою очередь обусловило появление новых видов рисков как для жизни отдельных индивидов, так и для общества в целом, которое вынуждено для минимизации этих потерь привлекать дополнительные материальные ресурсы.

Усложнение системы общественных связей, рост общей производительности, создание системы массового потребления ведут к тому, что возрастает количество индивидов, которые исключаются из процесса производства и становятся пассивными потребителями. В этих условиях растут риски, связанные с тем, что ресурсы, направленные на воспитание, профессиональное обучение значительных групп людей, никогда не окупятся.

²⁸ Мельников А.В., Волков С.Н., Нечаев М.Л. Математика финансовых обязательств. М.: ГУ ВШЭ, 2001. С. 78–79.

²⁹ Элиот М. Основы финансирования риска. М.: Инфра-М, 2007. С. 3–4.

В рамках данного подхода в центре внимания, по нашему мнению, оказываются следующие характеристики рисков: невозможность избежания; необратимость; возрастающий масштаб; качественная неопределенность.

Человек осуществляет свою деятельность в некоем континууме, на одном полюсе которого находятся риски, возникающие с вероятностью, равной единице, а на другом – риски, которых можно избежать. Деструктивные риски – это риски, вероятность наступления которых возрастает во времени до единицы. Их нельзя избежать, можно лишь оттянуть время наступления, что позволяет накопить необходимые ресурсы для организации социальной и экономической жизни в новых условиях и тем самым уменьшить издержки и потери. Примером могут служить биологическая смерть инвесторов как людей, экономическая и технологическая «смерть» предприятия, отрасли.

В обратимых общественных процессах масштаб деструктивных рисков остается неизменным. В необратимых процессах риски возрастают. Поскольку практически большинство социально-экономических изменений относится к необратимым процессам, то количество рисков в обществе имеет устойчивую тенденцию к абсолютному положительному росту. При этом не обязательно, чтобы масштаб рисков пропорционально возрастал в каждом элементе социально-экономических систем. Увеличивается лишь общий объем деструктивных рисков, прежде всего системных и межсистемных.

Оценка рисков через систему количественных показателей позволяет минимизировать затраты общества по отвлечению ресурсов в различные резервные фонды. Деструктивные риски, как правило, не поддаются точной количественной оценке, информация о них носит в основном вероятностный характер и недоступна большинству хозяйствующих субъектов. Это связано с тем, что качественные параметры возможных потерь столь велики, что общество не в состоянии создать резервные фонды для ликвидации ущерба от наступления деструктивных рисков.

3. Третья группа авторов исследует риски как форму идентифицируемой неопределенности результата, который связан с особым видом хозяйственной деятельности – предпринимательством.³⁰

Предпринимательство – это процесс создания нового товара (услуги), осуществляемый в условиях ограниченности ресурсов, на базе конструктивного (креативного) управления, направленного на то, чтобы опередить конкурентов через использование новых технологических возможностей, новых источников сырья, создание нового рынка готовой продукции, новых отраслей производства. В рамках данного направления особое внимание уделяется таким характеристикам рисков, как энтропийность (мера вероятности некоего состояния, которое может иметь различные формы, в том числе стремиться к неравновесию); иерархичность; комплексность. Правда, по нашему мнению, две последние характеристики свойственны не всем рискам, а только рискам, подверженным кумуляции, когда формируется сложный интегральный риск из группы более простых рисков.

Теория неравновесных (энтропийных) процессов экономического развития по сравнению с классическими теориями рыночного равновесия позволяет исследовать закономерности появления и возрастания рисков более детально. В равновесных системах риски – это отклонение от первоначального состояния, которое для всех элементов системы имеет одинаковую вероятность и равно сумме рисков подсистем. В энтропийных системах риски проявляются и описываются иначе, так как различные элементы имеют разную вероятность, которая есть величина положительная, описываемая системой квадратических уравнений.

Энтропийность, с нашей точки зрения, особенно свойственна инновационным рискам инвестиционной деятельности, так как при несовпадении желания высокой прибыли

³⁰ Лапуста М.Г., Шаршукова Л.Г. Риски в предпринимательской деятельности. М.: Инфра-М, 1998.

и действительности высоких убытков, смертности большинства малых венчурных фирм, целей высокой капитализации и результата катастрофического ущерба, достижение результата инвестирования инновации всегда многовариантно, следовательно, существует множественная возможность минимизировать потери (расходы) и максимизировать пользу в инновационных инвестициях. Подобная многовариантность и обуславливает энтропийность этих рисков.

Необходимо отметить, что сущность риска проявляется в его функциях:

1) регулятивной, которая стимулирует деятельность (конструктивный и неконструктивный риски);

2) защитной, которая служит демпфером от весьма неоправданных решений.

Регулятивная функция имеет два аспекта: конструктивный и деструктивный. Первый проявляется в том, что риск при решении экономических задач выполняет роль катализатора, особенно при реализации инновационных инвестиционных решений. Второй аспект выражается в том, что принятие и реализация решений с необоснованным риском ведут к авантюризму.

Защитная функция имеет также два аспекта: историко-генетический и социально-правовой. Содержание первого состоит в том, что люди всегда стихийно ищут формы и средства защиты от возможных нежелательных последствий. На практике это проявляется в создании страховых резервных фондов, страховании рисков. Сущность второго аспекта заключается в необходимости внедрения в хозяйственное, трудовое, уголовное законодательство категорий правомерности риска.

Сущность и функции риска формируют, с нашей точки зрения, следующие черты риска: альтернативность, небезразличность, всеобщность, факторность, ситуационность.

Противоречивость проявляется в том, что, с одной стороны, риск имеет важные экономические последствия, поскольку ускоряет общественный технический прогресс. С другой стороны, риск ведет к авантюризму, волюнтаризму, субъективизму, порождает те или иные социально-экономические и моральные издержки, если в условиях неполной исходной информации, ситуации риска альтернатива выбирается без учета объективных закономерностей развития явления, по отношению к которому принимается решение.

Альтернативность предполагает необходимость выбора двух или нескольких возможных вариантов решений. Отсутствие возможности выбора снимает вопрос о риске. Там, где нет выбора, не возникает рискованная ситуация и, следовательно, не будет риска.

Небезразличность риска определяется тем, что риск должен задевать определенного человека или организацию, которые стремились бы не допустить нежелательное для них развитие событий. С нашей точки зрения, эту характеристику риска можно представить как субъектную ориентированность.

Всеобщность рисков социально-экономического развития проявляется в том, что они – не только случайный результат сознательной деятельности менеджера, но и необходимое условие существования экономических систем. Вероятность и возможность наступления качественных изменений социально-экономических условий функционирования и развития систем различного уровня, затрагивающих интересы организаций, всегда воспринимаются ими как риск.

Деловой успех связанно-диверсифицированной системы, ее финансовое состояние во многом зависят от учета в ее деятельности факторов риска, имеющих место как во внешней, так и во внутренней среде, – факторности.

Необходимо уметь рассчитывать возможные границы риска. Как правило, чем выше уровень риска того или иного мероприятия, тем больше возможная прибыль. Поэтому к определениям риска добавляют элемент ситуативности. Так поступают С.А. Вильямс и Р.М.

Хейнс, определяя риск как вариацию исходов, которые могут произойти в течение определенного периода времени в определенной ситуации.

Сравнение приведенных трактовок позволяет сделать вывод о том, что риск – это сложное явление, имеющее множество несовпадающих, а иногда противоположных основ.

Инвестиционную деятельность сопровождают многочисленные риски, которые существенно влияют на результаты деятельности экономического субъекта. Как сложная экономическая категория, связанная с осуществлением инвестиционной деятельности, риск обладает целым рядом основополагающих черт.

Случайность возможностей. Эта характеристика риска инвестиционной деятельности связана с практическим проявлением теории вероятности, когда ожидаемые возможности прогнозируются с определенной степенью вероятности. При этом у всех возможностей могут быть разные степени вероятности.

Вероятность распределения отрицательных, нейтральных и положительных результатов. Эта черта риска инвестиционной деятельности проявляется в том, что рисковое событие может дать три разных результата с разной вероятностью их распределения, особенно тогда, когда чистые риски реальных инвестиций кумулируются со спекулятивными рисками финансовых инвестиций в рамках фондового финансирования реальных инвестиционных проектов (проспект эмиссии и размещения ценных бумаг под финансирование инвестиционного проекта в реальном секторе).

Нежелательность ожидаемых убытков. Данная характеристика риска инвестиционной деятельности обусловлена тем, что любые ожидаемые убытки нежелательны, поэтому их лучше не допускать с помощью превентивных мер, приводя их уровень к приемлемой величине с учетом собственных финансовых возможностей. Ожидаемый уровень результативности инвестиционных операций колеблется в зависимости от вида и уровня ожидаемых убытков в довольно значительном диапазоне.

Объективность проявления. Риск инвестиционной деятельности является неотъемлемой частью всех инвестиционных операций и присущ всем направлениям деятельности. Объективная природа проявления данного риска остается неизменной из-за действия стихийных сил физической природы и природы рыночной конкуренции, особенно при неэффективном регулировании со стороны государств и монополий.

Вышеперечисленные характерные черты риска необходимо дополнить следующими чертами: субъективность выбора человеком оцененных возможных альтернатив; недостаток определенной информации, приводящей к погрешностям в оценке степени вероятности количества альтернативных исходов; невозможность длительного избегания ожидаемых опасностей; необратимость последствий действий; возрастающий масштаб по мере социально-экономического прогресса из-за накопления регрессного потенциала; многовариантность и альтернативность ожидаемых убытков или доходов; противоречивость негативных и позитивных последствий действия.

Субъективность выбора риска. Несмотря на то что проявления риска инвестиционной деятельности имеют объективную природу, основной показатель риска инвестиционной деятельности – уровень риска – носит субъективный характер. Как уже отмечалось, такие важные свойства, как вероятность и величина ущерба, являются основой оценки риска. Субъективность оценки риска обусловлена различным уровнем достоверности управленческой информации, профессиональным опытом и квалификацией финансовых менеджеров, другими факторами. Более того, субъект инвестиционной деятельности фактически выбирает риск, когда управляет им. При этом данная черта риска в рамках портфельного и проектного подходов к инвестиционному менеджменту формирует целую отдельную группу селективных рисков внутри проектных и портфельных рисков.

Недостаток информации стал характерной чертой риска потому, что риск необходимо отличать от неопределенности в рамках информационного подхода. Если неопределенность связана с тем, что исход не был определен, распределение вероятностей оставалось неизвестным (неизмеримая неопределенность), то риск представляет собой измеримую неопределенность или вероятностную (стохастическую) определенность при известном распределении случайной величины моделируемой рискованной ситуации. Поэтому, с нашей точки зрения, эта характеристика связана с неполным определением риска, когда его идентифицируют. Процесс же идентификации призван трансформировать неопределенность в риск.

Необратимость последствий действия, с одной стороны, связана, по нашему мнению, с тем, что последствия действия риска происходят тогда, когда риск уже трансформирован в конкретный вид убытка или дополнительного дохода. Поздно проводить превентивную минимизацию и локализацию риска, превентивные меры проводятся до реализации риска в конкретные последствия, особенно негативной природы. С другой стороны, поскольку практически большинство больших долгосрочных социально-экономических прогрессивных изменений относится к необратимым процессам, то количество рисков в обществе имеет устойчивую тенденцию к абсолютному положительному росту. В обратимых общественных процессах масштаб рисков остается неизменным. В необратимых процессах риски возрастают.

Невозможность длительного избежания. Эта характеристика риска инвестиционной деятельности связана с краткосрочной эффективностью избежания риска как метода управления им при временной стабильной благоприятности внешних условий. Но с течением времени этот метод управления риском приводит к большим потерям прибыли и капитала из-за отказа осуществлять высокодоходные и рискованные операции, особенно связанные с коммерциализацией инноваций. Более того, риски, от которых предприятие уклонилось, как правило, через определенное время возвращаются более опасными, действуют с еще большей разрушительной силой. Последнее особенно свойственно рискам массовой и систематической природы.

Данная характеристика риска связана с тем, что возрастание масштабов экономической деятельности ведет к постоянному количественному и качественному изменению связей и отношений, к которым как отдельные индивиды, так и социальные группы и даже целые народы не могут приспособиться, поэтому возрастает риск их социальной и экономической деградации.

Энтропийность как мера вероятности неравновесия процесса. Эта характеристика риска показывает то, что предпринимательство сбивает равновесное состояние социально-экономической системы, приводит систему к новому неравновесию для формирования следующего уровня равновесия, обеспечивая динамичность уровней равновесия. При этом у разных сценариев развития рисков возникает разная вероятность, что особенно свойственно инновационным рискам инвестиционной деятельности.

Многовариантность и альтернативность ожидаемых убытков или доходов. Эта характеристика риска связана со сложной взаимосвязью чистых и спекулятивных рисков внутри инвестиционной деятельности, особенно из-за коммерческих и финансовых рисков, которые в рамках проектного или портфельного подходов к организации и управления инвестиционной деятельностью заставляют нас осуществлять выбор двух или нескольких возможных вариантов решений из существующего набора альтернатив. Отсутствие многовариантности и альтернативности выбора исключает риск, особенно проектные и портфельные риски.

Противоречивость негативных и позитивных последствий.

Эта характеристика риска проявляется в том, что, с одной стороны, риск оказывает позитивное влияние на социально-экономическое и научно-техническое развитие общества.

С другой стороны, риск ведет к авантюризму, волюнтаризму, субъективизму, тормозит социально-экономический и научно-технический прогресс, порождает различные издержки в условиях неполного и неадекватного учета объективных закономерностей развития. С третьей стороны, противоречие негативных и позитивных последствий с особой силой проявляется в рисках инвестиционной деятельности тогда, когда спекулятивные риски доминируют над чистыми рисками в рамках всей инвестиционной деятельности, так как повышается вероятность не только отрицательных результатов, но и положительных. Неопределенность как сложная экономическая категория, связанная с осуществлением инвестиционной деятельности, проявляется в форме риска, который обладает целым рядом характеристик.

1.3. Классификация рисков

Многообразие ситуаций и проблем, возникающих в хозяйственных единицах разного уровня и с различными целями функционирования, порождает стремление обозначать каждый источник неопределенности своим видом риска. Очевидно, что различие точек зрения и степени детализации ведет к использованию сколь угодно большого количества видов рисков. Классифицировать риски трудно также вследствие тесной взаимосвязи и замещения рисков. Риски хозяйственной и инвестиционной деятельности характеризуются большим многообразием, и в целях эффективного управления ими целесообразно классифицировать их по различным признакам. Классификация рисков позволяет четко структурировать проблемы и влияет на анализ ситуаций и выбор метода эффективного управления деятельностью организаций с учетом фактора неопределенности.

Сложность классификации рисков объясняется их многообразием, а также появлением новых видов рисков по мере экономического, социального, технологического развития современного мира.

К настоящему времени М.А. Роговым предложены следующие принципы классификации рисков.

Во-первых, классификация рисков должна соответствовать конкретным целям. Признаки, по которым осуществляется разбиение рисков на группы, должны удовлетворять критериям, связанным с целями классификации. Такими целями могут быть формирование номенклатуры страховых услуг, построение дерева методов защиты от рисков для адекватного менеджмента, анализ спекулятивных возможностей, изучение природы рисков, юридическая защита от последствий.

Во-вторых, классификация должна проводиться с позиций системного подхода. Системный подход – это направление методологии, в основе которого лежит исследование объектов (здесь объектами являются классифицируемые риски) как систем, т.е. они рассматриваются как множество взаимосвязанных элементов. Иерархическая структура классифицируемых рисков должна отражать системные взаимосвязи наблюдаемых явлений, в частности в одну группу не должны непосредственно объединяться риски разных уровней рассмотрения.

В-третьих, ситуации рисков одной группы должны иметь детализацию одного порядка и отвечать целям классификации. Уточнение признаков должно быть ограничено в пределах одной группы рисков (принцип «бритвы Оккама»: не следует умножать сущности без необходимости).

В-четвертых, одна и та же рискованная ситуация может содержать различные риски. Следует различать ситуации неопределенности и риски, заложенные в них. Например, покупка ценной бумаги (валютной облигации) на заемные средства может нести одновременно ценовой (курсовой), валютный (трансляционный) риск, процентный риск, риск упущенной выгоды, риск ликвидности, риск разорения.

В-пятых, при рассмотрении вопроса таксономии риска целесообразно выделять такие характерные признаки этого явления, как источник риска, объект, несущий риск, субъект, воспринимающий риск.

В.Т. Севрук определяет инвестиционный риск как, возникающий в процессе осуществления инвестиций в различные субъекты экономики страны. При анализе уровня инвестиционного риска он предлагает различать международную инвестиционную позицию и инвестиции в институциональные единицы-резиденты: инвестирование субъектов реального сектора за счет банковских кредитов и инвестирование за счет самофинансирования предприятий нефинансового сектора экономики.

Международная инвестиционная позиция – это показатель, характеризующий величину внешних активов и обязательств страны на начало и конец отчетного периода и все изменения, которые произошли в течение этого отчетного периода в результате осуществления различных видов операций, переоценки (стоимостные изменения) или прочих изменений. Этот показатель характеризует степень риска и устойчивость внешнего сектора экономики, а также уровень странового (суверенного), валютного и портфельного рисков.

Инвестиции в институциональные единицы-резиденты связаны с инвестированием субъектов реального сектора за счет банковских кредитов и инвестированием за счет самофинансирования предприятий нефинансового сектора экономики. При этом уровень внутреннего инвестиционного риска зависит от уровня рисков прямых инвестиций, портфельных инвестиций и пр. Оптимальный уровень инвестиционного риска обеспечивает благоприятный инвестиционный климат страны.

Анализ уровня инвестиционного риска через международную инвестиционную позицию и инвестиции в институциональные единицы-резиденты, по нашему мнению, позволяет проследить взаимосвязь между инвестиционным климатом и инвестированием субъектов, т.е. увидеть связь внешних и внутренних рисков в интегральном инвестиционном риске.

В отличие от него И.А. Бланк выделяет риски реального и финансового инвестирования. Другие авторы к инвестиционным рискам относят риски упущенной выгоды, риски снижения доходности и риски прямых финансовых потерь.

Перечисленные виды финансовых рисков, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности, относятся, по нашему мнению, к «сложным рискам» (критерий классификации – комплексность исследования), подразделяющимся в свою очередь на отдельные их подвиды. Так, например, в составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта; несвоевременного окончания строительного-монтажных работ; несвоевременного открытия финансирования по инвестиционному проекту; потери инвестиционной привлекательности проекта в связи с возможным снижением его эффективности и т.п.

Поскольку все подвиды инвестиционных рисков связаны с возможной потерей капитала предприятия, они также входят в группу наиболее опасных финансовых рисков.

Инвестиционная деятельность, осуществляемая иностранными инвесторами, является наиболее рискованной, так как на нее влияет большее количество факторов неопределенности, например на территории государства – получателя инвестиций может в течение инвестиционной деятельности измениться общее и специальное законодательство: об учреждении предприятий с участием иностранных инвесторов, налоговое законодательство, регулирующее порядок использования иностранной валюты, и т.п. При этом риск для инвестора, вкладывающего средства в объекты на территории иностранного государства, состоит и в том, что в случае изменения политического строя, военных действий и гражданских волнений произведенные инвестиции могут быть конфискованы, уничтожены или повреждены. Поэтому инвестор заинтересован в предоставлении следующих гарантий: от изменения законодательства, от национализации и реквизиции, гарантий, связанных с переводом платежей (доходов, сумм, полученных при исполнении договорных обязательств, различного рода компенсаций и др.) в иностранной валюте.

С учетом структуры инвестиций, приведенной выше, можно предложить следующую классификацию структуры рисков, связанных с защитой имущественных интересов инвестора:

1) **общие риски.** Наступление таких рисков негативно отражается на инвестициях, осуществленных в любой форме (предоставление кредита, владение акциями и паями, владение имуществом и т.д.). К таким рискам можно отнести риски, связанные с конфискацией по политическим причинам, уничтожением или повреждением объекта инвестиций

в результате военных действий и гражданских волнений. Вероятность наступления общих рисков трудно просчитываема, последствия их наступления носят глобальный и опустошительный характер и требуют значительных сумм компенсаций инвестору;

2) **технические риски.** Наступление таких рисков может привести к уничтожению (полной гибели) или к порче части инвестированных средств. Определяющим при их характеристике может являться то, что наступление таких рисков связано с нанесением ущерба конкретному, обособленному объекту инвестиций (например, зданию) в результате конкретного, статистически определенного события. Имущественный ущерб при этом прогнозируем и может быть компенсирован в сравнительно небольших размерах. К таким рискам можно отнести пожары, взрывы, аварии, выход подпочвенных вод и тому подобные риски, характеризующиеся внезапностью и непредвиденностью их наступления;

3) **специальные риски.** Их наступление связано с частными причинами, вызванными особенностями хозяйственной деятельности получателя инвестиций. В частности, к таким рискам может быть отнесен риск невозврата в срок, установленный кредитным договором, полученного кредита. Для таких рисков не может быть статистически обоснована вероятность их наступления, их наступление негативно сказывается на конкретных, специальных объектах инвестиций – в форме кредитов и займов. К таким рискам следует отнести также и риск утраты права титульного владения (вещных прав) инвестора. Ущерб от утраты таких прав может быть равен стоимости самих инвестиций, и размер ущерба, как правило, устанавливается в судебном порядке;

4) **риски хозяйственной деятельности.** Наступление таких рисков не имеет характера вероятности, возможность их негативного влияния на состояние инвестиций определяется результатами организации производственного процесса. Однако степень влияния таких событий может быть различной: от неполучения планируемого дохода от инвестиций до их полной утраты, например в результате банкротства предприятия, созданного при участии инвестора;

5) **риски инвестиционного кредитования.** Наступление таких рисков связано с банковской деятельностью. Наиболее рассматриваемыми в научной литературе являются кредитный риск, процентный риск, риск ликвидности, фидуциарный риск.

Как отмечают зарубежные специалисты по риск-менеджменту Ричард Е.С. Боултон, Барри Д. Либерт, Стив М. Сарнэк: «Риск включает в себя неопределенность будущих вознаграждений (как их рост, так и падение). Новые возможности в бизнесе неразрывно связаны с планированием будущих действий. Современные компании должны смотреть вперед, понимая, что они просто не могут вести свои дела, как обычно».³¹

С этим можно согласиться, если отметить неразрывную связь инвестиционного прогнозирования и планирования с необходимостью учета неопределенностей, что предполагает разработку и реализацию риск-плана внутри инвестиционного бизнес-плана или проекта.

С другой стороны, инвестиционная деятельность имеет и субъективную основу, поскольку всегда реализуются через человека. Действительно, ведь именно менеджер оценивает ситуацию неопределенности, формирует множество возможных исходов и делает выбор из множества альтернатив. Кроме этого, восприятие риска зависит от каждого конкретного человека с его характером, складом ума, психологическими особенностями, уровнем знаний и опыта в области его деятельности.

Риски инвестиционной деятельности, по нашему мнению, являются более широким понятием, чем инвестиционные риски, так как включают в себя деловые, правовые риски, риски менеджмента и др. В отличие от этого инвестиционный риск – это риск, связанный с

³¹ Пикфорд Дж. Управление рисками. М.: Вершина, 2004. С. 49–51.

возникновением финансово-экономических потерь или выгод (при взаимодействии чистых и спекулятивных рисков) в процессе осуществления инвестиционной деятельности экономического субъекта.

По нашему мнению, риски инвестиционной деятельности и инвестиционные риски пересекаются в той области, в которой факторы неопределенности влияют на осуществление реальных инвестиций. Данное соотношение выглядит таким образом потому, что риски инвестиционной деятельности полностью совпадают с инвестиционными, с такими как риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта; несвоевременного окончания строительно-монтажных работ. Это может быть чисто технический риск вследствие недостаточной проработки отдельных инженерных решений. Это может быть экологический риск, вызванный непредсказуемыми для окружающей среды последствиями использования нового продукта или технологии. Это может быть и коммерческий риск, если к началу производства новой продукции нет гарантированной рыночной ниши для ее реализации или существует опасность конкуренции со стороны других производителей.

При этом необходимо различать риски реальной инвестиционной деятельности и риски, связанные с финансовыми инвестициями. Риски инвестиционной деятельности в свою очередь включают 2 типа рисков: чистые и спекулятивные.

Чистые риски (в том числе кредитный риск, риски ликвидности и платежеспособности) могут при ненадлежащем управлении привести к убытку субъект инвестиционной деятельности.

Спекулятивные риски, основанные на финансовом арбитраже, могут иметь своим результатом прибыль, если арбитраж осуществляется правильно, или убыток – в противном случае. Основные виды спекулятивного риска – это процентный, валютный и рыночный (или позиционный) риски.

Большинство зарубежных авторов, например Фрэнк Дж. Фабоцци, выделяют только риски, связанные с инвестированием в финансовые активы: ценовой (*price risk*), кредитный (*credit risk*), коммерческий (*business risk*), финансовый (*financial risk*), инфляционный, или риск покупательной способности (*inflation risk; purchasing-power risk*), риск обменных курсов (*exchange rate risk*), или валютный (*currency risk*), ре-инвестиционный риск, риск досрочного отзыва (*call risk*), риск ликвидности (*liquidity risk*).

Большинство этих рисков (реинвестиционный, досрочного отзыва, ликвидности) связаны с ценовым риском, причина которого состоит в том, что будущие цены активов из портфеля достоверно неизвестны.

Основным фактором, от которого зависит ценовой риск обыкновенных акций, является «общее движение» рыночных цен. Для облигаций подобный фактор – изменение процентной ставки. Ценовой риск является важнейшим для любого инвестора, в том числе и для коммерческого банка.

Риск неплатежеспособности, или риск невыполнения обязательств (*default risk*), называют также кредитным (*credit risk*). Это риск того, что эмитент облигации может оказаться неспособен выплатить вовремя проценты или основную сумму долга (номинал). Обычно его измеряют с помощью рейтинга, определяемого коммерческими рейтинговыми компаниями, такими как *Moody's Investor Service*, *Standard & Poor's*, *Duff & Phelps Credit Rating* и *Fitch Investors Service*.

Риск невыполнения обязательств является результатом двух видов рисков: делового и финансового. Деловой, или коммерческий, (*business risk*) – это риск снижения доходов эмитента за счет ухудшения экономических условий и роста. При этом нужно отметить то, что деловой риск нельзя просто сводить к коммерческому, так как он еще связан с характером отношений с клиентами, от которых также зависит выполнение долговых обязательств.

Инфляционный, или риск покупательной способности (*inflation risk; purchasing-power risk*), – это риск того, что реальная доходность, т.е. доходность с учетом инфляции, может оказаться отрицательной. Инфляционный риск – вид рисков, заключающийся в возможности обесценивания реальной стоимости капитала, а также ожидаемых доходов и прибыли от осуществления инвестиционных операций в связи с ростом инфляции.

Данный вид риска, по нашему мнению, носит постоянный характер и сопровождает все инвестиционные операции субъекта инвестиционной деятельности в условиях инфляционной экономики. Таким образом, инфляционный риск выделяется в самостоятельный вид рисков инвестиционной деятельности только в условиях инфляционной экономики.

Реинвестиционный риск – это риск снижения доходности (например, при реинвестировании по меньшей процентной ставке) от вложения средств, полученных от ранее сделанных инвестиций. Следует заметить, что для портфеля облигаций, по нашему мнению, ценовой и реинвестиционный риски противоположны друг другу. Первый – это риск того, что процентная ставка возрастет, снизив таким образом стоимость портфеля. Второй – риск того, что процентная ставка упадет, отразившись на будущих выплатах от реинвестирования. Основанная на этих двух противовесных рисках стратегия защиты от ценового риска называется **иммунизацией** (*immunization*). Этот риск актуален и для повторного инвестирования в портфель акций. В этом случае инвестор, ожидающий получить выплаты, сталкивается с риском повышения стоимости акций и необходимостью платить более высокую цену за дополнительно приобретаемые акции.

Для многих облигаций предусматривается оговорка, дающая эмитенту возможность отозвать весь выпуск или его часть до истечения срока погашения. Он пользуется этим правом, чтобы обеспечить себе возможность рефинансирования выпуска облигаций, если рыночная процентная ставка упадет ниже купонной ставки.

С точки зрения инвестора, в такой ситуации имеются два недостатка. Во-первых, величина выплат, которые он получит при отзыве облигации, ему достоверно неизвестна. Во-вторых, поскольку это происходит, как правило, в случае падения процентной ставки, инвестор подвергается реинвестиционному риску, о котором шла речь выше. Такая неопределенность, связанная с потоком выплат и условиями повторного реинвестирования, называется риском досрочного отзыва (*call risk*). Этот вид риска настолько распространен при управлении портфелем облигаций, что многие менеджеры считают его вторым по важности после ценового риска, хотя последнее, по нашему мнению, более свойственно развитому рынку облигаций.

На базе ценовых рисков возникает риск ликвидности (*liquidity risk*), когда необходима быстрая реализация актива, так как его можно рассматривать как разность между «истинной» и доступной ценами реализации (без комиссионных).

Для многих финансовых активов ликвидность определяется типом связанных с ними обязательств (контрактов, договоров). Мерой ликвидности рыночных финансовых активов является спред цен покупки и продажи плюс комиссионные. Чем они больше, тем больше риск ликвидности.

М.А. Роговым выделяется следующая классификация рыночных рисков по сегментам рынка:

- 1) процентный риск (*interest rate risk*);
- 2) валютные риски (*exchange rate risk*);
- 3) ценовые риски рынка акций (*equity risk*);
- 4) ценовые риски товарных рынков (*commodity risk*);
- 5) риски рынка производных финансовых инструментов.

По нашему мнению, недостатком данной классификации М.А. Рогова по сегментам рынка является то, что рассмотрены риски финансовых инвестиций и портфельные риски

за исключением селективного риска, а риски реальных инвестиций, особенно проектные, вообще исключены из классификации.

По нашему мнению, классификацию рисков инвестиционной деятельности Фрэнка Дж. Фабоцци необходимо дополнить процентными рисками. Процентный риск – риск, связанный с опасностью потерь в результате непредвиденного изменения процентных ставок на финансовом рынке у банков, инвесторов, эмитентов. Обычно причинами возникновения процентного риска являются изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования, рост или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы.

Кроме этого, Фрэнк Дж. Фабоцци сужает понятие финансового риска, понимая его как риск, который состоит в том, что поток платежей эмитента не соответствует по времени финансовым обязательствам. В более широком смысле финансовые риски, с одной стороны, это опасность потенциально возможной, вероятной потери ресурсов или недополучения доходов по сравнению с вариантом, который рассчитан на рациональное использование ресурсов в данной сфере деятельности, с другой – это вероятность получения дополнительного объема прибыли, связанного с риском.

При этом нельзя забывать и о риске банкротства. Этот риск генерируется чрезмерной долей используемых заемных средств, обусловлен несовершенством структуры капитала. В составе рисков инвестиционной деятельности по степени опасности этот вид риска играет ведущую роль, поскольку приводит к прекращению деятельности субъекта инвестиционной деятельности.

Также могут быть предложены дополнительные принципы классификации рисков инвестиционной деятельности, позволяющие оценивать риски в динамике.

В зависимости от уровня риски инвестиционной деятельности можно разделить на низкие, умеренные и полные. Уровень риска – это вероятность наступления рискованной ситуации, приводящей к ущербу или потерям выше запланированного.

По источнику возникновения риски инвестиционной деятельности могут быть собственными хозяйственными, связанными с личностью руководителя и (или) исполнителя конкретной операции, а также обусловленными политическими, экономическими и (или) природными факторами и (или) прочими форс-мажорными обстоятельствами.

По причине возникновения различают риски, явившиеся следствием неопределенного (непрогнозируемого) будущего, непредсказуемости поведения субъектов различных видов контактных аудиторий, недостатка и (или) недостоверности информации.

С точки зрения **длительности во времени** риск может быть постоянным, т.е. непрерывно существующим, который меняет только свой уровень в зависимости от изменения конкретной ситуации, и кратковременным, который возникает и существует в связи с конкретными и вполне измеримыми факторами.

Очень важно выделить страховые риски инвестиционной деятельности. Страховые риски – это ожидаемые неблагоприятные события в виде убытков (по рисковому страхованию имущества и ответственности в инвестиционной деятельности) или благоприятные события в виде доходов (по инвестиционному страхованию жизни), которые имеют следующие характеристики:

1) поддаются изучению рискологии как междисциплинарной отрасли научного знания с однозначным выделением, отнесением к определенному типу однородных рисков с признаками множественности и независимости распределений результатов для применения закона больших чисел и возможности избегания кумуляции;

2) случайные благоприятные или неблагоприятные события можно прогнозировать с определенной степенью вероятности с исключением сверх случайных событий (самой низкой степени вероятности), фатальных событий (самой высокой степени вероятности) и слу-

чайных событий с равной степенью вероятности положительного или отрицательного экономического результата (спекулятивные риски);

3) риски как ожидаемые убытки или доходы поддаются управлению со стороны страховых организаций;

4) риски могут быть экономически оценены по определенной величине стоимости ожидаемого ущерба – прямого и косвенного убытков или ожидаемого дохода с учетом ожидаемых затрат (имеют денежно-стоимостную оценку);

5) стоимость рисков, принимаемых на страхование, должна соответствовать внутренним финансовым возможностям принимающих страховых компаний за счет: собственного капитала, текущих премий (по нетто-ставке), страховых резервов, прибыли от страховых и нестраховых операций;

6) если стоимость рисков превышает внутренние финансовые возможности принимающей их страховой компании, то страховыми рисками они останутся только при использовании распределения их среди нескольких страховщиков по процедуре двойного страхования, сострахования, перестрахования и ретроцессии (это распределение рисков среди страховщиков и преодоления кумуляции рисков);

7) риск включается в объем ответственности страховщика как возможное или случайное событие и не должен быть связан с волей или умыслом страхователя;

8) страховое событие должно затрагивать имущественные интересы страхователя (субъектную ориентированность по интересам страхователя);

9) трансферт риска в сферу коммерческого страхования должен происходить при условии превосходства эффекта над затратами по договору страхования для обеих сторон (выгодность для страхователя и страховщика);

10) риск, принимаемый на страхование, должен быть приемлемым для страховщика с учетом величины, состояния сбалансированности и рентабельности его страхового портфеля;

11) риск, передающийся на страхование, должен быть приемлемым по величине страховой премии для сохранения готовности страхователя выплачивать эту премию с учетом качественных и количественных характеристик страховой защиты;

12) последствия реализации страхового риска могут быть катастрофическими для страхователя (субъекта инвестиционной деятельности), но не для страховщика.

Для каждого вида страхования определяются: страхуемые риски, страховые сумма, стоимость, период, премия и тариф, резервы, особые формы страховых отношений, место и время происхождения события и нахождения объекта страхования, методы определения взносов (премий) страхования и порядок их уплаты, условия освобождения от ответственности и порядок решения спорных вопросов.

Однако существует группа рисков инвестиционной деятельности, страховать которые страховые компании не берутся, но часто именно нестрахуемые риски могут являться потенциальными источниками дополнительной прибыли банка. Потери в результате наступления нестрахуемого риска могут возмещаться из собственных средств банка.

Нестрахуемые риски инвестиционной деятельности для частного коммерческого страхования, с нашей точки зрения, включают в себя:

1) **катастрофические риски**, которые возмещаются государственными или полугосударственными фондами;

2) **приемлемые риски**, которые возмещаются за счет самострахования;

3) **спекулятивные риски**, которые компенсируются за счет диверсификации, секьюритизации и хеджирования;

4) **крупные систематические риски**, которые нейтрализуются формированием благоприятного инвестиционного климата через бюджетно-налоговое и кредитно-денежное регулирование инвестиций;

5) **исключительно редкие риски** с самой низкой вероятностью, которые очень трудно идентифицировать в достаточной для страхования степени;

6) **риски, которые успешно диверсифицируются и хеджируются** инвестиционными компаниями в рамках портфельного менеджмента;

7) **политические, военные, террористические, социальные и экологические риски**, в отношении которых только в развитых странах действует государственное или полугосударственное, обязательное или полуо обязательное, как правило, некоммерческое страхование инвестиций;

8) **риски, вообще не поддающиеся достаточной идентификации**;

9) **риски, не управляемые** с позиции страховщика и даже объединения страховых компаний;

10) **риски, временно нестрахуемые из-за финансовой слабости и трудности организации** национальных страховщиков;

11) **новые риски**, которые еще не успели идентифицировать, определить степень управляемости, оценить их стоимость, сформировать по отношению к ним достаточные страховые резервы, определить новые схемы перестрахования по ним;

12) **часть высокодинамичных рисков** из-за запаздывания их переидентификации.

Поскольку основная задача институционального инвестора – рисковать расчетливо, не переходя ту грань, за которой возможно банкротство, следующий признак классификации рисков инвестиционной деятельности – по уровню финансовых потерь – допустимый риск, критический риск, катастрофический риск.

Допустимый риск – это угроза полной или частичной потери прибыли от реализации того или иного инвестиционного проекта. В данном случае потери возможны, но их размер меньше ожидаемой прибыли. Таким образом, данный вид инвестиционной деятельности, несмотря на вероятность риска, сохраняют свою экономическую целесообразность. Поэтому этот риск можно, с нашей точки зрения, самостраховать через организацию управления собственными ликвидными товарными запасами и финансовыми резервами без обращения в страховую компанию при условии приемлемых издержек самострахования по сравнению со стоимостью страхования в виде страховой премии.

Следующая степень риска, более опасная в сравнении с допустимым – это **критический риск**. Данный вид риска инвестиционной деятельности связан с опасностью потерь в размере произведенных затрат на осуществление конкретного инвестиционного проекта или вида финансовой деятельности. При этом критический риск первой степени связан с угрозой получения нулевого дохода, но при возмещении произведенных субъектом инвестиционной деятельности финансовых затрат. Критический риск второй степени связан с возможностью потерь в размере полных издержек, т.е. вероятны потери намеченной выручки, и субъекту инвестиционной деятельности приходится возмещать затраты за счет других источников. Поэтому этот риск, по нашему мнению, нужно страховать из-за больших издержек самострахования по сравнению со стоимостью страхования, и то для страхования критических рисков второй ступени необходимо организовывать нетрадиционное страхование – двойное страхование, сострахование, перестрахование и ретроцессию.

Критические риски первой ступени хоть и сложно, но можно, с нашей точки зрения, самостраховать только не внутри фирмы, а в рамках организации кооперативной бизнес-группы – взаимным страхованием, или в рамках организации корпоративной бизнес-группы – кэптивным страхованием.

Последнее основано на объединении ликвидных товарных запасов и финансовых резервов для самострахования рисков бизнес-группы на межфирменном уровне (это по существу внешнее самострахование для отдельного предприятия бизнес-группы).

Катастрофический риск характеризуется тем, что финансовые потери по нему определяются частичной или полной утратой имущественного состояния субъекта инвестиционной деятельности. Катастрофический риск, как правило, приводит к банкротству, так как в данном случае возможна потеря не только всех вложенных в определенный вид инвестиционной деятельности или конкретную финансовую сделку средств, но и имущества. В большей степени это характерно для ситуации, когда субъект инвестиционной деятельности получил внешние займы под ожидаемую прибыль: при возникновении катастрофического риска инвестиционной деятельности приходится возвращать кредиты из собственных средств.

Катастрофический риск можно, по нашему мнению, только страховать, и то при жестком условии, что этот инвестиционный риск будет катастрофичен для инвестора или реципиента как страхователя, но для страховщика или объединения страховщиков (страховых синдикатов и пулов, финансово-страховых групп) он не будет катастрофичен благодаря финансовому или банковскому страхованию, сострахованию, классическому или финансовому перестрахованию и использованию ретроцессии.

В отношении катастрофического риска инвестиционной деятельности активно нужно использовать финансовое страхование и перестрахование за счет секьюритизирования финансирования через фондовые рынки части страховых обязательств страховой компании или группы страховщиков, объединенных в страховые синдикаты и пулы в рамках инвестиционных консорциумов.

По сфере возникновения риски инвестиционной деятельности можно разделить на внешние и внутренние. Источником возникновения **внешних рисков** является внешняя среда по отношению к субъекту инвестиционной деятельности, т.е. это риск, не зависящий от деятельности организации. ФПГ, инвестиционная компания, коммерческий банк не могут оказывать влияние на внешние риски инвестиционной деятельности, они могут только предвидеть и учитывать их в своей деятельности. Этот вид риска характерен для всех участников инвестиционной деятельности и всех видов финансовых операций. Внешние риски возникают при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры финансового рынка, в результате непредвиденного изменения законодательства в сфере финансовой деятельности банка, в результате неустойчивости политического режима в стране деятельности и в ряде других аналогичных случаев, на которые субъект инвестиционной деятельности повлиять не может.

Значительная часть внешних рисков, с нашей точки зрения, не страхуется из-за своего катастрофического, систематического, неидентифицируемого и неуправляемого характера для частного коммерческого страхования, а страхуется со стороны специальных государственных или полугосударственных структур, и то чаще всего в рамках обязательного некоммерческого страхования.

Внутренние риски инвестиционной деятельности – это риски, зависящие от деятельности конкретного субъекта инвестиционной деятельности, т.е. их источником является сам субъект. Данные риски могут быть обусловлены:

- 1) неквалифицированным финансовым менеджментом;
- 2) неэффективной структурой активов;
- 3) чрезмерной приверженностью руководства к рисковым инвестиционным операциям;
- 4) неправильной оценкой заемщиков для коммерческого банка;
- 5) нестабильным финансовым положением и другими аналогичными факторами.

Отрицательные последствия внутренних рисков в значительной мере субъект инвестиционной деятельности может предотвратить за счет эффективного управления рисками инвестиционной деятельности, т.е. снижением общего уровня рисков за счет снижения именно внутренних рисков. Последнее может достигаться как за счет самострахования, так за счет страхования с учетом их сравнительной эффективности по размеру финансовых потерь и стоимости возмещения.

По возможности предвидения риски инвестиционной деятельности подразделяются на следующие 2 группы: прогнозируемые и непрогнозируемые. **Прогнозируемые риски инвестиционной деятельности** – это риски, наступление которых является следствием циклического развития экономики, смены стадий конъюнктуры финансового рынка, предсказуемого развития конкуренции и т.п.

У прогнозируемых рисков возникает лишь возможность с учетом критериев страхуемости стать страховыми рисками или быть принятыми на самострахование, а у непредсказуемых рисков эта возможность отсутствует. При этом следует отметить, что предсказуемость рисков носит относительный характер – ведь если наступление того или иного события можно спрогнозировать со 100%-ной или почти с нулевой вероятностью, то говорить о риске в данном случае невозможно, так как это исключает рассматриваемое событие из категории риска.

Следующий признак классификации рисков инвестиционной деятельности – по длительности воздействия, на основании которого выделяют 2 группы риска: постоянный риск и временный риск. **Постоянный риск** характерен для всего периода осуществления инвестиционной операции или инвестиционной деятельности и связан с действием постоянных факторов. Таким образом, к постоянным рискам относятся те, которые непрерывно угрожают деятельности в данном географическом районе или в определенной отрасли экономики. К этой группе рисков могут относиться валютные и процентные риски.

Временный риск – с данным видом риска субъект инвестиционной деятельности сталкивается лишь на отдельных этапах осуществления инвестиционной операции или инвестиционной деятельности. Временные риски в свою очередь можно разбить на 2 группы: кратковременные и долговременные риски. К кратковременным относятся те риски, которые могут возникнуть в течение узкого конечного известного отрезка времени, например риск краткосрочного кредитования или инвестирования, а срок возможного действия долговременных рисков оценить достоверно достаточно сложно (например, инфляционный риск).

Большинство страховщиков, специализирующихся на рисковом страховании инвестиций, по нашему мнению, предпочитают страховать кратковременные риски, а страховщики, специализирующиеся на инвестиционном страховании жизни, вынуждены принимать более долговременные риски инвестирования страховых резервов для обслуживания договоров страхования с инвестиционной премией. Но и те и другие чаще всего пытаются избегать приема большинства постоянных рисков на страхование, так как у этих рисков могут с высокой вероятностью при определенных условиях исчезать критерии их страхуемости, они могут переходить в разряд нестрахуемых рисков.

По возможным последствиям риски инвестиционной деятельности подразделяются на 3 группы:

1) риск, в результате наступления которого субъект инвестиционной деятельности несет экономические потери, т.е. при наступлении данного риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала субъекта);

2) риск, в результате наступления которого субъект инвестиционной деятельности недополучает определенный объем дохода, на который рассчитывал, т.е. речь в данном случае идет о недополученной прибыли или упущенной выгоде. Данный риск характеризует

ситуацию, когда субъект инвестиционной деятельности в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную финансовую операцию;

3) риск, в результате наступления которого субъект инвестиционной деятельности может рассчитывать как на получение дополнительного дохода, так и на возникновение экономических потерь. Данный вид риска чаще всего характерен для спекулятивных финансовых операций, однако он может возникать и в других ситуациях, например риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого на стадии эксплуатации может быть как ниже, так и выше расчетного уровня доходности.

По объекту возникновения риска также можно выделить 3 группы рисков инвестиционной деятельности: риски отдельных инвестиционных проектов, осуществляемых субъектом инвестиционной деятельности, риски различных видов инвестиционной деятельности; риски инвестиционной деятельности организации, осуществляющей инвестиционную деятельность.

Риски отдельных инвестиционных проектов характеризуют в комплексе все риски, с которыми может столкнуться субъект инвестиционной деятельности при осуществлении какого-либо инвестиционного проекта.

Риски различных видов инвестиционной деятельности – это все риски, которые могут возникнуть в ходе осуществления какого-либо вида инвестиционной деятельности. Например, инвестиционная деятельность характеризуется портфелем различных инвестиционных рисков.

Риски инвестиционной деятельности в целом включают в себя комплекс различных рисков, которые могут возникнуть при осуществлении субъектом инвестиционной деятельности. Данные риски зависят от структуры капитала и активов и других факторов. Например, одной из причин возникновения риска снижения финансовой устойчивости ФПГ, инвестиционной компании, фирмы, банка является несовершенство структуры капитала, в результате которого возникает несбалансированность положительного (входящего) и отрицательного (исходящего) денежных потоков.

Классификационный критерий рисков инвестиционной деятельности по видам – основной параметр их дифференциации в процессе управления. По нашему мнению, для принятия управленческих решений разумно использовать приведенную ниже классификацию рисков инвестиционной деятельности по видам. Риски инвестиционной деятельности нужно выделить по следующим критериям: чистые риски реальных и финансовых инвестиций, спекулятивные риски финансовых и реальных инвестиций, по масштабу ожидаемых потерь инвестиций, внешние риски, риски деловых отношений, внутренние риски. Кроме вышеперечисленных критериев, необходимо рассматривать объективные и субъективные риски. Классификация рисков инвестиционной деятельности предполагает рассмотрение всех вышеперечисленных критериев во взаимосвязи. Характеристика конкретного вида риска одновременно дает представление о создающем его факторе, что позволяет «привязать» оценку степени вероятности возникновения и размера возможных финансовых потерь по данному виду риска к динамике соответствующего фактора. Многообразие рисков инвестиционной деятельности в их классификационной системе представлено в широком диапазоне. Следует подчеркнуть, что применение новых финансовых технологий, современных финансовых инструментов и другие инновационные факторы обуславливают появление новых видов рисков инвестиционной деятельности.

По величине риск может быть высоким, средним и низким. Величина (или уровень) риска измеряется двумя критериями: средним ожидаемым значением (дисперсией) и колеблемостью, изменчивостью (вариацией) возможного результата. Среднее ожидаемое значение при этом измеряет результат, который возможен в среднем. Колеблемость показывает меру или степень отклонения ожидаемого среднего значения от средней величины.

По нашему мнению, классификацию рисков необходимо проводить по следующим критериям: по возможности страхования, по практике страхования, по уровню финансовых потерь, по сфере возникновения, по возможности предвидения, по степени вероятности, по видам распределения вероятностей, по типу ожидаемого убытка, по ожидаемому экономическому результату, по объекту возникновения, по возможности диверсификации, по характеру бухгалтерских операций, по возможности дальнейшей классификации, по видам операций, по покупательной способности денег, по инвестиционным операциям, по длительности воздействия, риски валютных операций, портфельные риски, процентные риски, риски бизнеса, проектные риски, риски реальных инвестиций, предпринимательские риски. Классификация рисков напрямую зависит от точки зрения и в той или иной степени отражает сложившееся в обществе восприятие риска, что может привести к переходу риска из одного вида в другой.

Глава 2. Анализ риска в деятельности фирмы

2.1. Системный подход к анализу рисков в деятельности фирмы

Анализ хозяйственной и инвестиционной деятельности организации в условиях неопределенности – это трудная методологическая и аналитическая задача, для решения которой требуется хорошая информационная и организационная база. Современная динамика развития экономики России со всей очевидностью подтвердила необходимость формирования серьезного подхода к анализу всех аспектов инвестиционной деятельности. Не только сложившиеся объективные обстоятельства, но отчасти и недооценка возможностей анализа рисков инвестиционной деятельности для выработки стратегии дальнейшего развития и некоторого предвосхищения событий на инвестиционных и финансовых рынках во многом явились факторами, обусловившими такую глубину банковского кризиса 1998 г.

Цель экономического анализа инвестиционной деятельности в условиях неопределенности – дать реальную и всестороннюю оценку возможным рискам, выявить узкие места в менеджменте, выработать стратегию дальнейшего развития исходя из реально складывающихся условий на инвестиционных рынках. Анализ сопровождает выполнение большинства инвестиционных операций, он помогает обеспечить доходность и ликвидность ФПП, инвестиционной компании, страховой компании, банка, завоевать доверие вкладчиков и кредиторов, занять свою нишу на рынке услуг.

Ключевым моментом при проведении анализа инвестиционной деятельности в условиях неопределенности является комплексное изучение состояния организации, на основе которого можно дать конкретные предложения по дальнейшему развитию, использованию экономически выгодных рычагов для получения максимальной прибыли при оптимизации уровня рисков инвестиционной деятельности.

Как отмечают Л.Т. Гиляровская, С.Н. Паневина, «ужесточение конкуренции и требований надзорных органов, многообразие и разнородность факторов, под воздействием которых развиваются современные организации, а также многие другие объективные причины привели к необходимости использования системного подхода в финансово-экономическом анализе деятельности».³²

Действительно, системный подход как всеобщее методологическое направление в науке позволяет провести глубокий анализ всех сторон деятельности субъектов инвестиционной деятельности с точки зрения их подчиненности стратегии развития бизнеса, интересам акционеров, менеджеров и других связанных групп, комплексный анализ результатов деятельности, а также соответствия полученных результатов поставленным целям и задачам, имеющемуся потенциалу развития.

Полисистемное знание расширяет представление о самом объекте за счет исследования его макро– и микросистемных оснований, а также системы внешних взаимодействий. Кроме того, развитие принципов системного подхода (целостность, иерархичность строения, структуризация, множественность, интеграция) позволяет выделить еще по крайней мере 3 типа системных представлений: функциональное, иерархическое и процессуальное. Процессуальное представление характеризует состояние системы во времени; иерархическое основано на понятии «подсистема» и рассматривает всю систему как совокупности

³² Пикфорд Дж. Управление рисками. М.: Вершина, 2004. С. 49–51.

подсистем; функциональное рассматривает систему как совокупность действий (функций), которые необходимо выполнять для реализации целей ее функционирования. Современный уровень развития теории и практики финансово-экономического анализа неразрывно связан со всеми 5 типами системных представлений. Так, субъект инвестиционной деятельности в диссертационном исследовании рассматривается, с одной стороны, как сложная многоуровневая самоорганизующаяся система, с другой стороны – как элемент, подсистема экономики страны, мира, инвестиционной системы в целом или таких ее систем связей, как банк – предприятие, инвестор – реципиент.

В определенном смысле системный подход есть методологическое средство исследования интеграции, точнее, интегрированных объектов и интегральных зависимостей и взаимодействий. Понятие «система» в большей мере фиксирует объективную форму целого, а понятие «интеграция» подчеркивает процесс и механизм объединения частей приобретения комплексом интегральных совокупных качеств. Но оба они рассматривают интеграцию как общий параметр объективной действительности. В системном подходе выделяют следующие наиболее типичные феномены интеграции:

- 1) **целое и нецелое** – интеграция выступает как коренной качественный признак целостных систем, отличающий их от суммативных множеств, не являющихся системами;
- 2) **закон соединения частей в целое** – общий закон образования и структуры целого;
- 3) **«целое больше суммы входящих в него частей»** – всякое целое обнаруживает некий прирост качеств и закономерностей по сравнению с исходными элементами и дает некий синергетический эффект;
- 4) **совокупные системные качества** – интегральные качества системы, характеризующие ее в целом, и общесистемные свойства элементов, отличные от их индивидуальных свойств;
- 5) **общесистемные законы** – интегральные законы системы, раскрывающие ее основания, главные принципы, общесистемную специфику.

Анализ интегрального в системном подходе пронизывает весь ход познания, начиная от самого понятия целостности, раскрытия законов образования целого и его структуры до интегрального феномена кооперации, совокупных системных качеств и общесистемных законов. Именно это и позволяет говорить об интеграции как о существеннейшей черте системного подхода. В системном подходе принято целостность явлений считать базисным понятием данного метода. Целостность – это проявление более глубоких свойств явлений объективной действительности, стоящих за ней, а именно свойств интеграции, объединения частей в целое, в качественное единство, связанное общим законом существования. Целостность есть предметно-объективная форма существования всякого объекта, а интегральное качество и закон конкретного целого есть их главное содержание. В теории и практике наряду с понятием «системный подход» широко используется и другое – «комплексный подход», а иногда и их сочетание – «комплексный системный подход». Однако комплексный подход является частным случаем системного, так как при его использовании могут учитываться лишь некоторые факторы и свойства из множества возможных. Понятие «системность» характеризует целенаправленность, упорядоченность, организованность, тогда как понятие «комплексность» отражает взаимосвязанность, взаимообусловленность, разностороннюю широту охвата.

Как отмечает В.Н. Спицнадель, комплексный подход «отражает организационно-методический подход в исследовании, проектировании, производстве, подход системный – чисто методологический, всесторонний, характеризует более высокий теоретический уровень, частью которого является комплексный подход. Системный подход имеет дело с объектами как системами, состоящими из закономерно структурированных и функционально организованных элементов. Если системный подход применяется только для системных объектов,

то комплексный подход – не обязательно для таковых. Объект может быть целостным, но не системным, ибо не обладает структурой».³³

Системный подход к анализу и оценке результатов деятельности субъекта инвестиционной деятельности состоит в том, чтобы рассмотреть этот объект как сложную, относительно самостоятельную целостную систему в совокупности взаимосвязанных и взаимообусловленных подсистем комплексного анализа деятельности организации. Эта подсистема в свою очередь состоит из микроблоков более низкого уровня, между которыми существуют жестко детерминированные горизонтальные и вертикальные взаимосвязи, характеризующие финансово-хозяйственное состояние организации и динамику ее развития, эффективность управленческих решений, место и роль в экономике страны, региона.

Анализ изменения законодательных и нормативных актов проводится параллельно с анализом ресурсной базы. Результаты анализа финансового состояния позволяют оценить эффективность проводимой политики риск-менеджмента и оптимальность его организационной структуры.

Следует отметить, что набор направлений анализа специфичен в каждой конкретной организации и зависит от обеспеченности современными информационными и программными технологиями. На международном уровне внешняя оценка способности организации к безопасному и эффективному ведению инвестиционных операций в сложившихся для нее условиях бизнеса, как правило, проводится раз в год.

Все ежегодные оценки по своему характеру идентичны, но имеют несколько различную направленность в зависимости от текущей ситуации.

Процесс оценки субъекта инвестиционной деятельности, как правило, включает оценку общего профиля риска, инвестиционного состояния, устойчивости и перспектив на будущее. В оценку включаются внешнее обследование и проверка на месте в масштабах, определяемых поставленными задачами. Если обнаруживаются серьезные организационные недостатки, рекомендуется провести соответствующие мероприятия. Если текущее состояние учреждения вызывает сомнения в его жизнеспособности, разрабатываются действия, направленные на его возможное укрепление либо на ликвидацию и закрытие. Благодаря анализу также решаются вопросы, можно ли с помощью разумной поддержки провести оздоровление учреждения и не представляет ли оно угрозы для субъекта инвестиционной деятельности в целом.

Анализ работы свидетельствует о том, что в настоящее время наиболее распространено исследование субъектами инвестиционной деятельности проблем первого блока, что связано с необходимостью обеспечения каждодневной оперативной деятельности. Вопросы второго блока в последнее время все активнее начинают входить в исследовательский обиход организаций, так как они все чаще оказывают влияние на их деятельность, заставляют корректировать свою политику на инвестиционном и финансовом рынках.

И наконец третий блок направлений исследования на данный момент наиболее слабо изучен, что вполне объяснимо. Возросшая рискованность проведения инвестиционных операций заставила организации более осмотрительно подходить к выбору приоритетов своей политики, т.е. к изучению вопросов как раз третьего блока. Однако следует заметить, что инертность большинства организаций, их консерватизм, а также возникшая необходимость экстренного решения вопросов финансовой устойчивости и платежеспособности любыми средствами зачастую сдерживают развитие этого направления аналитического исследования деятельности.

³³ Спицнадель В. Н. Основы системного анализа. СПб.: Бизнес-пресса, 2000. С. 73–74.

Каждое направление анализа деятельности решает свои задачи. Приведем краткую характеристику некоторых из них в их взаимосвязи с оценкой уровня риска инвестиционной деятельности.

Анализ структуры и динамики собственных средств позволяет выявить изменения и тенденции в развитии капитальной базы. Результатом анализа может стать прогноз долгосрочности присутствия конкретной организации на инвестиционном рынке.

Анализ ресурсной базы – это определение состава и структуры имеющихся инвестиционных ресурсов, группировка их по срокам привлечения и времени возможного использования.

Анализ баланса позволяет дать общее представление о состоянии организации, о наличии и использовании финансовых ресурсов, об эффективности ее деятельности. По сути дела такой анализ выявляет пропорции финансовых потоков.

Анализ уровня рентабельности необходим для оценки эффективности инвестиционной деятельности. Выводы по результатам анализа позволяют выработать стратегию и тактику на определенном временном интервале по привлечению и размещению материальных и финансовых ресурсов с учетом рискованности проводимых инвестиционных операций.

Анализ инвестиционных операций – это оценка видов проводимых инвестиционных операций, их прибыльности и удельного веса в активах. Такое исследование строится на достаточно длительном временном интервале, так как эффективность отдельных инвестиционных операций за короткий период выявить невозможно. Анализ операций используется для выработки стратегии и тактики деятельности.

Анализ конкурентной позиции включает исследование перспектив расширения присутствия на различных сегментах рынка. Базой такого анализа являются данные о деятельности конкурентов, а основным методом анализа – метод сравнения.

Оценка структуры дает представление об эффективности работы отдельных структурных подразделений, соответствии их уровня стратегии инвестиционного развития.

Оценка эффективности кадровой политики проводится на основе анализа политики подбора и расстановки кадров, оценки индивидуального вклада каждого работника в общее дело и уровня профессионального мастерства, изучения деловых и личных качеств специалистов. Для достижения реальной оценки, исключения предвзятости в характеристике личного вклада каждого специалиста целесообразно использовать периодические аттестации работников среднего и руководящего звена, собеседования, опросы и анкетирование.

Оценка риска – это этап анализа риска, имеющий целью определить его количественные характеристики: вероятность наступления неблагоприятных событий и возможный размер ущерба. Можно выделить 3 основных группы методов оценки риска для конкретных процессов:

- 1) анализ статистических данных по неблагоприятным событиям, имевшим место в прошлом;
- 2) теоретический анализ структуры причинно-следственных связей процессов;
- 3) экспертный подход.

Чаще всего используются экспертный, статистический, расчетно-аналитический и аналоговый методы.

Экспертные методы оценки применяются в том случае, если у предпринимательской организации отсутствуют необходимые информативные данные для осуществления расчетов или сравнений. Указанные методы основываются на опросе квалифицированных специалистов в различных областях с последующей математической обработкой результатов проведенного опроса. Экспертные методы оценки широко используются при определении уровня вероятности возникновения инфляционного, инвестиционного, валютного и некоторых других рисков.

Статистические методы оценки позволяют получить количественное представление об уровне риска. К неудобствам данного метода можно отнести необходимость наличия достаточно обширной статистической информации. При оценке вероятности данным методом рассчитывают среднее ожидаемое значение результата; среднеквадратическое отклонение; коэффициент вариации. На основе статистических методов вероятность возникновения рисков оценивается по каждой инвестиционной операции, рассматриваемому инвестиционному проекту и т.п.

Расчетно-аналитические методы оценки позволяют количественно оценить вероятность возникновения рисков инвестиционной деятельности на основе использования внутренней информационной базы. В этом случае вероятность возникновения отдельных рисков устанавливается в зависимости от значений плановых показателей финансовой деятельности фирмы. Наибольшее распространение расчетно-аналитические методы получили при оценке вероятности возникновения риска неплатежеспособности фирмы и риска потери ее финансовой устойчивости.

Аналоговые методы оценки позволяют определить уровень вероятности возникновения рисков по отдельным наиболее часто повторяющимся операциям фирмы. Эти методы используются при оценке валютного, инвестиционного и кредитного рисков.

Таким образом, проведение комплексного анализа является трудоемкой процедурой, включающей огромный спектр специфических вопросов. Поэтому традиционно различные направления анализа исследуются специализированными структурными подразделениями.

Проблемами большинства организаций остаются разрозненность отдельных видов анализа, отсутствие комплексного исследования и общего заключения, что приводит к внесению только отдельных корректив в политику, исключает возможность своевременного принятия решений при возникновении серьезных проблем.

Любой анализ независимо от целей и объектов исследования включает в себя ряд этапов, объединенных логическими переходами и выполняющих специфические задачи. Главная особенность построения этапов – их логическая взаимосвязь, которая предполагает движение от начального этапа к конечному, от более простого – к более сложному. Каждый предыдущий этап является основой, базой следующего этапа, каждый следующий этап является логическим завершением предыдущего. В противном случае всякий анализ теряет смысл. Именно поэтому является очевидным, что качество анализа, его результаты зависят от правильности определения приоритетов на каждом из этапов. Приведем примерную характеристику каждого этапа экономического анализа рисков инвестиционной деятельности.

Подготовительный этап. Этот этап является определяющим для дальнейшего анализа и в полной мере определяет его качество и полноту. Его специфика заключается в постановке задачи и определении цели исследования. Грамотное и профессиональное задание руководством этих атрибутов позволит подобрать нужную и отвечающую требованиям информацию, определить круг специалистов, занимающихся данной проблемой, распределить между ними участки работы, с максимальной отдачей использовать имеющееся программное и техническое обеспечение, значительно сократить время на подготовку аналитического исследования. Следует иметь в виду, что при постановке перед аналитиками задачи необходимо четко и точно формулировать цель.

Следующими аспектами являются определение круга специалистов, способных заняться изучением данной проблемы, правильное распределение и закрепление за ними вопросов, требующих изучения. Выше было определено, что наиболее целесообразным является анализ отдельных специфических вопросов управления инвестиционной деятельностью специализированными структурами в условиях неопределенности. В этом случае большую роль играют профессионализм специалиста, его навыки, чутье, практический под-

ход к оценке того или иного явления. Не стоит забывать и о том, что включение работника в общее дело по изучению проблемы является своего рода моральным стимулом, позволяющим раскрыть способности и деловые качества человека.

Следующий блок вопросов этого этапа – подготовка и отбор информации. Эта работа должна вестись по двум направлениям: внутреннему (использование разнообразной внутренней информации) и внешнему (использование внешних источников информации). На этом этапе должны быть задействованы все владеющие или соприкасающиеся с рассматриваемым вопросом структурные подразделения, в том числе и информационно-аналитическая служба. Из имеющейся информации необходимо уже на предварительном этапе отобрать наиболее характерную для данного вопроса. Одновременно проводится ревизия программного обеспечения, изучаются возможности встроить конкретную задачу к имеющимся программным продуктам с целью максимального сокращения времени на их обработку. Важный момент – разработка макета итогового табличного и графического материала с целью достижения наибольшей наглядности, а следовательно, и информированности аналитика.

И наконец должны быть отработаны организационные детали: заранее оговорены сроки проведения анализа, форма заключительного документа, согласованы взаимоотношения различных подразделений, участвующих в анализе, и т.д. Неурегулированность этих вопросов может несколько снизить качество и итоговый результат работы. На этом этапе осуществляется информационная подготовка анализа. Здесь зачастую, помимо профессиональных навыков, специалисту понадобятся знания теории вероятности, волатильности, дюрации и статистики. На начальном этапе весь объем информации по возможности проверяется на достоверность, полноту, производится ее вторичный отбор. Дальнейшая работа строится на проведении группировки показателей, комбинации нескольких видов данных с целью выявления закономерностей, структурирования информации. На данном этапе идет разработка информационного и организационного обеспечения проведения системного анализа, определяются основные источники информационных потоков и их соответствие целям и задачам анализа, разрабатываются механизмы совершенствования и обновления информационной базы в зависимости от периодичности анализа, определяются субъект анализа, его связи с объектом исследования. Важным является расчет различных относительных и абсолютных показателей, динамика которых для наглядности должна быть представлена в таблицах. На самом деле информационный блок схемы управления рисками должен включать в себя совокупность 3 информационных потоков:

- 1) множества экстраполируемой информации, обобщающий опыт предшествующего развития банка аналогичных проектов, рыночных инерционных явлений и тенденций;
- 2) информации, получаемой в процессе разработки решения;
- 3) информации, получаемой непосредственно в процессе реализации принятой стратегии, в том числе и экстренного характера.

В зависимости от параметров представленной в базе данных информации для последующего анализа и выбора решения должен применяться тот или иной метод восприятия и перенесения информации с целью формирования прогноза и анализируемой среды. Выбор показателей зависит от целей анализа и имеющейся экономической базы. Обязательным условием и одновременно элементом творчества на данном этапе можно считать подготовку дополнительных данных для проведения сравнительного анализа на последующем этапе.

Аналитический этап. Это наиболее сложный и творческий этап проведения анализа инвестиционной деятельности с учетом фактора неопределенности, который заключается в описании полученных данных и дополнительной информации. В зависимости от целей исследования анализ может включать изучение отдельных сторон деятельности (экспресс-анализ) или комплексный анализ, раскрывающий все основные аспекты деятельно-

сти организации. Описание результатов должно в максимальной степени отвечать поставленным перед аналитиком целям, быть полным и логически завершенным, подтверждаться цифровым или графическим материалом. Причем задача специалиста, проводящего исследование, – выбрать из всего объема имеющейся информации самую контрастную и самую существенную, наиболее четко и точно характеризующую изучаемый аспект. Чрезмерное переполнение аналитического материала цифровыми данными рассеивает внимание и снижает результат восприятия такой информации. При наличии информации о конкурентах целесообразно один из разделов исследования посвятить проблеме конкурентной позиции организации, сравнить ее деятельность по анализируемому направлению с показателями других организаций. При этом выявляются и систематизируются основные факторы, под воздействием которых функционирует система, и формируются ее аналитические показатели. На этом этапе системного анализа важно соблюдение комплексного подхода при классификации факторов, так как это позволяет осуществить в последующем комплексный поиск внутренних резервов повышения результативности деятельности.

На данном этапе проводится моделирование показателей как база для проведения многофакторного анализа: на основе общей схемы системы анализа, подсистем и микроблоков осуществляется математическое моделирование синтетических показателей каждого блока анализа различных видов рисков инвестиционной деятельности. В ходе моделирования каждый синтетический показатель представляется как некая факторная система, образованная в соответствии с определенными экономическими критериями выделения факторов как элементов этой системы: причинность, достаточная специфичность, самостоятельность существования, возможность учета и количественного измерения.

На этом этапе широко применяются методы и приемы динамического, структурного, структурно-динамического, коэффициентного и факторного анализов.

На последующих этапах анализа производятся обобщение результатов анализа; выявление степени устойчивости развития экономического субъекта, резервов улучшения и интенсификации результатов его деятельности; разработка комплекса мероприятий, направленных на оптимизацию уровня инвестиционных рисков при одновременном повышении эффективности результатов деятельности организации, упрочении экономического потенциала субъекта инвестиционной деятельности; принятие соответствующих управленческих решений по увеличению темпов роста собственного капитала и рентабельности активов.

Заключительный этап. Этот этап является логическим завершением предыдущего этапа. Результаты аналитического исследования окончательно оформляются, подводятся итоги, готовятся прогнозы и рекомендации по оптимизации уровня риска инвестиционной деятельности. Одновременно дается оценка принятым решениям и уровню управления инвестиционной деятельностью экономической системы с учетом фактора неопределенности. Это достаточно сложный и ответственный этап, для дачи заключения ограничиться только рекомендациями специалистов структурных подразделений нельзя, на этом этапе к работе следует подключить экспертный совет, который должен подготовить окончательный вариант рекомендаций, предварительно просчитав эффект от принятия решения на условном примере.

Отметим, что различные этапы проведения анализа деятельности взаимосвязаны и свидетельствуют о взаимодополнении и логической последовательности проведения исследования. Организация анализа по приведенной выше схеме является типичной, или стандартной. В зависимости от специфики решаемой задачи меняется и наполнение каждого этапа: оно детализируется или, наоборот, обобщается и упрощается. Так, для проведения экспресс-анализа используется значительно меньший объем исходных данных, зачастую не требуется разработки специального программного обеспечения, сокращается время обработки материала на подготовительном этапе. Однако задачи и цели такого исследования не

столь масштабны, результаты экспресс-анализа в основном используются для проведения текущей оперативной деятельности или решения текущих проблем. Комплексный анализ рисков направлен на выработку стратегии и тактики субъекта инвестиционной деятельности, определение приоритетов инвестиционной политики.

В то же время принцип целостности находит и другое выражение. Так, анализ финансово-экономических результатов деятельности осуществляется с позиции оценки ее рисков. На этой основе производится оценка эффективности самих конечных результатов и их соответствия поставленным стратегическим целям развития и анализируется их влияние на формирование стратегии. Таким образом, образуется замкнутая система: экономический потенциал – стратегические задачи – результаты деятельности – экономический потенциал. Кроме того, в ходе анализа внимание акцентируется не на отдельной группе результатов, а на всей их совокупности в неразрывной связи. Эта часть анализа основывается на концепции управления по результатам, согласно которой существуют 3 типа конечных результатов деятельности организации (ФПП, инвестиционной компании, предприятия, банка): результаты коммерческой деятельности (прибыль, оборот, покрытие расходов, капитал, рентабельность и др.); функциональные результаты (количество и качество производимой продукции, степень использования производственных мощностей, качество активов, структура обязательств), результаты управления рисками инвестиционной деятельности, оказывающие содействие достижению коммерческих и функциональных результатов (*VAR*, дюрация, волатильность).

В общем случае методика системного анализа разрабатывается для того, чтобы организовать процесс принятия решения в сложных проблемных ситуациях по управлению инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности. Она должна ориентироваться на необходимость обоснования полноты анализа и адекватного отображения рассматриваемого процесса или объекта формирования модели принятия решения. Основной особенностью методик системного анализа является сочетание в них формальных и неформальных (экспертных) методов и приемов.

Системная концепция анализа хозяйственной и инвестиционной деятельности в условиях неопределенности предполагает: представление объекта исследования и совокупности процедур анализа результатов его деятельности как целостных систем, а самой системы анализа и оценки финансово-экономических результатов деятельности – как одной из подсистем комплексного анализа хозяйственной и инвестиционной деятельности; учет всей совокупности факторов, под воздействием которых формируются результаты инвестиционной деятельности; решение задач анализа посредством комплексного проектирования системы результатов деятельности на основе выбранных качественных и количественных целей функционирования самого объекта исследования; многофакторное моделирование системы показателей результатов инвестиционной деятельности; приоритет оценок достижения стратегических задач и целей, миссии субъекта инвестиционной деятельности над общепринятыми показателями оценки результативности.

2.2. Статистические методы оценки риска

Управление риском означает правильное понимание степени риска, который постоянно угрожает людям, имуществу, финансовым результатам хозяйственной деятельности. Для предпринимателя важно знать действительную стоимость риска, которому подвергается его деятельность. Под стоимостью риска следует понимать фактические убытки предпринимателя, затраты на снижение величины этих убытков или затраты по возмещению таких убытков и их последствий. Правильная оценка финансовым менеджером действительной стоимости риска позволяет ему объективно представлять объем возможных убытков и наметить пути к их предотвращению или уменьшению, а в случае невозможности предотвращения убытков обеспечить их возмещение.

Оценка риска – это этап анализа риска, имеющий целью определить его количественные характеристики: вероятность наступления неблагоприятных событий и возможный размер ущерба. Можно выделить основные методы оценки риска для конкретных процессов:

- 1) анализ статистических данных по неблагоприятным событиям, имевшим место в прошлом;
- 2) теоретический анализ структуры причинно-следственных связей процессов.

Используя имеющиеся статистические данные, можно оценить вероятность возникновения неблагоприятных событий и размер ущерба. Этот метод подходит для частых и однородных событий.

К методам, обеспечивающим отдельную оценку уровня риска, относится дисперсия, которая представляет собой средневзвешенное из квадратов отклонений действительных результатов рискованных инвестиционных вложений от средних ожидаемых.

Дисперсия рассчитывается:

$$q^2 = \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 P_i,$$

где q – дисперсия;

X – ожидаемое значение для каждого случая вложения инвестиционных ресурсов;

\bar{X} – среднее ожидаемое значение риска инвестиционной деятельности;

n – число вложений инвестиционных ресурсов (частота).

Дисперсия характеризует абсолютную колеблемость частоты инвестиционного риска, а относительную степень колеблемости показывает коэффициент вариации, который рассчитывается по формуле:

$$V = \frac{q}{x} \times 100,$$

где V – коэффициент вариации;

q – среднее квадратическое отклонение;

x – среднее ожидаемое значение риска инвестиционной деятельности.

Коэффициент вариации может изменяться от 1 до 100%.

Чем выше коэффициент вариации, тем сильнее колеблемость. Установлена следующая качественная оценка различных значений коэффициента вариации:

до 10% – слабая колеблемость риска инвестиционной деятельности;

10–25% – средняя, умеренная колеблемость риска инвестиционной деятельности;

более 25% – высокая колеблемость риска инвестиционной деятельности.

При использовании дисперсии и вариации учитывают, что риск имеет математически определенную вероятность получения результата от реализации инвестиционного проекта. Эта вероятность в свою очередь может быть определена субъективно экспертным путем или объективно на основании математических вычислений частот степени риска.

Дисперсия и среднее квадратическое отклонение служат мерами абсолютного рассеяния и измеряются в тех же физических единицах, в каких измеряется варьирующий признак.

Коэффициент вариации – относительная величина. Поэтому с его помощью можно сравнивать колеблемость признаков, выраженных в различных единицах измерений.

Поскольку на формирование ожидаемого результата (например, величины прибыли) воздействует множество случайных факторов, то он, естественно, является случайной величиной.

Одной из характеристик случайной величины X является закон распределения ее вероятностей.

Характер, тип распределения отражают общие условия, вытекающие из сущности и природы явления, и особенности, оказывающие влияние на вариацию исследуемого показателя (ожидаемого результата).

Ситуации, когда убытки редки, но их величина существенна, возникают в результате таких катастрофических обстоятельств, как взрыв на заводе или землетрясение. Напротив, ситуации, когда убытки происходят часто, но их размер относительно невелик, имеют обычный характер. Примером является физический ущерб автомобилю (например, в результате аварии) из большого автопарка.

Значительная часть организаций несет большое число убытков относительно небольшого размера (*hazard, accidental*) по рискам опасности. Например, в больших производственных компаниях ежегодно с работниками происходит большое число незначительных случаев травматизма. Другие организации страдают от таких катастрофических потерь, как большой пожар или взрыв на заводе, что, хотелось бы верить, происходит не часто. Между этими двумя крайними ситуациями располагаются убытки средней величины, которые могут наступить или не наступить с некоторой периодичностью.³⁴

Таблица 14. Эмпирическая шкала уровня риска

№	Вероятность нежелательного исхода (величина риска)	Наименование градаций риска
1	0,0–0,1	минимальный
2	0,1–0,3	малый
3	0,3–0,4	средний
4	0,4–0,6	высокий
5	0,6–0,8	максимальный
6	0,8–1,0	критический

³⁴ Майкл У. Эллиотт. Основы финансирования рисков. М.: ИНФРА-М, 2007. С. 16–17.

Принятие решений с большим уровнем риска зависит от склонности к риску лиц, принимающих решение. Однако принятие таких решений возможно только в случае, если наступление нежелательного исхода не приведет предпринимателя (фирму) к банкротству.

Для оценки приемлемости отклонения используется коэффициент вариации V . При этом приводятся следующие шкалы колеблемости (риска) коэффициента вариации: до 0,1 – слабая; от 0,1 до 0,25 – умеренная; свыше 0,25 – высокая.

При оценке приемлемости коэффициента, определяющего риск банкротства, существует несколько не противоречащих друг другу точек зрения. Одни авторы считают, что оптимальным является коэффициент риска, составляющий 0,3, а коэффициент риска, ведущий к банкротству, – 0,7 и выше. В других источниках приводится шкала риска со следующими градациями указанного выше коэффициента: приемлемый риск – до 0,25, допустимый риск – 0,25–0,50, критический риск – 0,50–0,75, катастрофический риск – свыше 0,75.

По мнению практически всех авторов, в границах коэффициента, определяющего риск банкротства от 0,3 до 0,7, находится зона повышенного риска. Принятие решения о реализации рискованного мероприятия в границах этой зоны определяется величиной возможного выигрыша в случае, если нежелательный исход (рискованное событие) не произойдет, и склонностью к риску лиц, принимающих решение.

Как показывает практика, для характеристики распределения социально-экономических явлений наиболее часто используется так называемое нормальное распределение.

Допущение о том, что большинство результатов хозяйственной деятельности (доходы, прибыль и т.п.) как случайные величины подчиняются закону, близкому к нормальному, широко используется в литературе по проблеме количественной оценки экономического риска. Известно, что закон нормального распределения характерен для распределения событий в случае, когда их исход представляет собой результат совместного воздействия большого количества независимых факторов и ни один из этих факторов не оказывает преобладающего влияния.

В действительности нормальное распределение экономических явлений в чистом виде встречается редко, однако, если однородность совокупности соблюдена, часто фактические распределения близки к нормальному.

На практике для проверки обоснованности принятого распределения используются различные критерии согласия (между эмпирическим и теоретическим распределением), которые позволяют принять или отвергнуть принятую гипотезу о законе распределения.

Из курса теории вероятностей и математической статистики известно, что нормально распределенная случайная величина является непрерывной и ее дифференциальная функция распределения имеет вид:

$$y = f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{(x-\bar{x})^2}{2\sigma^2}},$$

где $y = f(x)$ определяет плотность распределения вероятности для каждой точки x .

Потери организации характеризуются частотой (числом) убытков и тяжестью (размером) убытков. Эти понятия относятся ко всем типам рисков, как к операционным, так и к финансовым/рыночным рискам организации.

Частота (*frequency of losses*) убытков – число страховых случаев, по которым возникли убытки за определенный период времени, например за год. Тяжесть (*severity of losses*) убытков – размер убытков в денежном эквиваленте, который должен быть выплачен, чтобы компенсировать ущерб. Последняя характеристика может использоваться для определения размера как индивидуального убытка, так и для группы убытков.

Однако, как следует из рассмотренного нами определения риска, существенные факторы понятия риска в приведенных здесь формулах даже не затрагиваются.

Для подтверждения и иллюстрации дальнейших рассуждений приведем следующий простой пример.

Представим себе человека, который должен перепрыгнуть через канаву определенной ширины. Если канавка небольшая, а человек – хороший спортсмен, то мысли о риске и не возникают. Но если канавка такой ширины, что успешный прыжок вероятен всего на 80%, то положение сразу же меняется. Однако как изменится проблема с точки зрения риска, если потребуется прыжок не через канаву в полметра глубиной, а через пропасть глубиной 100 м! И конечно с точки зрения определения риска необходимо учесть, какое поощрение стимулирует достижение успеха.

Наши повседневные оценки риска всегда базируются на сравнении возможных выигрышных исходов и обстоятельств, способствующих им, с возможными потерями в случае неудачи.

А теперь вернемся к рассуждениям о возможности численного выражения риска с учетом оценки выигрыша и возможных потерь.

Поэтому рассмотренный коэффициент риска используется при планировании и оценке крупных проектов и программ.

Указанные выше недостатки приводят к тому, что на практике используются различные критерии оценки и показатели уровня риска в зависимости от сложности решаемых задач сферы предпринимательской деятельности.

При этом наряду с количественным определением уровня риска его оценка дополняется с помощью различных шкал, являющихся в некоторой степени рекомендациями по приемлемости риска и учитывающих некоторые субъективные факторы. С целью учета данных субъективных факторов применяются экспертные оценки рисков.

2.3. Экспертные методы оценки риска

Общая схема экспертных опросов включает следующие основные этапы:

- 1) подбор экспертов и формирование экспертных групп;
- 2) формирование вопросов и составление анкет;
- 3) работу с экспертами;
- 4) формирование правил определения суммарных оценок на основе оценок отдельных экспертов;
- 5) анализ и обработку экспертных оценок.

На первом этапе исходя из целей экспертного опроса решаются вопросы относительно структуры экспертной группы, количества экспертов и их индивидуальных качеств, т.е. определяются требования к специализации и квалификации экспертов, необходимое число экспертов каждой специализации и общее их количество в группе.

Оценки численности группы экспертов производятся на основе следующих соображений.

Численность группы не должна быть малой, так как в этом случае будет потерян смысл формирования экспертных оценок, определяемых группой специалистов. Кроме того, на групповые экспертные оценки в значительной степени повлияла бы оценка каждого эксперта.

При увеличении группы экспертов, хотя и устраняются эти недостатки, но зато появляется опасность возникновения новых. Так, при очень большом количестве экспертов оценка каждого из них в отдельности почти не влияет на групповую оценку. Причем рост численности экспертной группы далеко не всегда приносит повышение достоверности оценок. Часто расширение группы экспертов возможно лишь за счет малоквалифицированных специалистов, что в свою очередь может привести к уменьшению достоверности групповых оценок. Одновременно с ростом числа экспертов увеличиваются трудности, связанные с координацией работы группы и обработкой результатов опроса. Следует отметить, что при нахождении оценок экспертным путем, помимо погрешности, вносимой недостатком информации об исследуемом объекте и недостаточной компетентностью экспертов, возможна и погрешность совсем другого рода, обусловленная заинтересованностью экспертов в результатах экспертизы, что обязательно скажется на их достоверности. Наличие такого рода погрешностей может значительно исказить оценки.

Устранение указанных недостатков достигается использованием соответствующих методов и в первую очередь посредством правильной организации экспертной процедуры, начиная от подбора экспертов до обработки их мнений.

Характерными особенностями методов экспертных оценок и моделей их реализации как инструмента научного решения сложных неформализуемых проблем являются, во-первых, научно обоснованная организация всех этапов экспертизы, обеспечивающая эффективность работы на каждом из этапов и, во-вторых, применение количественных методов как при организации экспертизы, так и при оценке суждений экспертов на основе формальной групповой обработки результатов их мнений. Эти особенности отличают методы экспертных оценок от обычной, давно известной экспертизы, применяемой в различных сферах человеческой деятельности.

При подборе экспертов должно быть учтено ограничение, касающееся соответствия целей экспертов целям экспертного опроса, т.е. необходимо установить, имеется ли тенденция у отдельных экспертов необъективно оценивать рассматриваемые события. Для этого желательно выявить потенциальные возможные цели экспертов, противоречащие целям получения объективных результатов.

Анализируя предшествующую деятельность экспертов, необходимо выяснить наличие причин, которые приводят к стремлению завышать или занижать оценки так, чтобы повлиять на групповые оценки в желательном для себя либо для других лиц направлении.

Основными методами экспертных оценок являются следующие:

- 1) методы коллективной работы экспертной группы;
- 2) методы получения индивидуального мнения членов экспертной группы.

Методы коллективной работы экспертной группы предполагают формирование общего мнения в ходе совместного обсуждения последствий предпринимательской деятельности. Иногда эти методы называют методами прямого получения коллективного мнения. Они включают методы «мозговой атаки», сценариев, деловых игр, совещаний и «суда».

Методы получения индивидуального мнения членов экспертной группы основаны на предварительном сборе информации от экспертов, опрашиваемых независимо друг от друга, с последующей обработкой полученных данных. К этим методам можно отнести методы анкетного опроса, интервью, Дельфи.

Средством сбора информации от экспертов является опросный лист – анкета, которая должна удовлетворять ряду таких требований, как простота и однозначность понимания текста, краткость изложения, полнота изложения, иллюстративность, однотипность.

Опрос экспертов осуществляется в соответствии с выбранным методом экспертных оценок. Среди методов экспертных оценок как научного инструмента трудноформализуемых задач анализа предпринимательского риска наиболее приемлем метод Дельфи, или метод дельфийского оракула. Этот метод представляет итеративную процедуру анкетного опроса. При этом соблюдается требование отсутствия личных контактов между экспертами и обеспечения их полной информацией по всем результатам оценок после каждого тура опроса с сохранением анонимности оценок, аргументации и критики.

Процедура метода включает несколько последовательных этапов (туров) опроса. На первом этапе ведется индивидуальный опрос экспертов, обычно в форме анкет. Эксперты дают ответы, не аргументируя их. Затем результаты опроса обрабатываются, и формируется коллективное мнение группы экспертов, выявляется и обобщается аргументация в пользу различных суждений. На втором этапе вся информация сообщается экспертам, и их просят пересмотреть оценки и в случае своего несогласия с коллективным суждением объяснить его причины. Новые оценки вновь обрабатываются, и осуществляется переход к следующему этапу. Практика показывает, что после трех-четырех этапов ответы экспертов стабилизируются, и на этом следует прекращать процедуру опроса.

Достоинством метода Дельфи является использование обратной связи в ходе опроса, что значительно повышает объективность и надежность экспертных оценок степени риска. Однако данный метод требует значительного времени на реализацию всей многоэтапной процедуры.

Обработка результатов полученной экспертной информации определяется методом ее получения и типом представления (качественная, количественная). При обработке экспертной информации ставятся задачи оценки: коллективного мнения экспертной группы; согласованности мнений экспертов; компетентности экспертов. При решении первой задачи, если есть необходимый информационный потенциал, используются методы математической статистики, основанные на осреднении данных. Если информационный потенциал недостаточен, обработка результатов базируется на методах качественного анализа.

При наличии информационного потенциала коллективное мнение экспертной группы может быть выражено в формах:

- 1) количественных оценок в физических единицах измерения или в виде отношения;
- 2) балльных оценок;
- 3) попарных сравнений;

- 4) группировок (сортировки);
- 5) ранжирования.

Правила опроса экспертов содержат ряд положений, обязательных к выполнению всеми. Эти правила должны обеспечивать соблюдение условий, благоприятствующих формированию экспертами объективного мнения. В число таких условий входят:

- 1) независимость формирования экспертами собственного мнения об оцениваемых событиях;
- 2) удобство работы с предполагаемыми анкетами (вопросы формулируются в общепринятых терминах и должны исключать всякую смысловую неоднозначность и др.);
- 3) логическое соответствие вопросов структуре объекта опроса;
- 4) приемлемые затраты времени на ответы по вопросам анкеты, удобное время получения вопросов и выдачи ответов;
- 5) сохранение анонимности ответов для членов экспертной группы;
- 6) предоставление экспертам требуемой информации.

Для обеспечения выполнения этих условий должны быть разработаны правила проведения опроса и организации работы экспертной группы.

В зависимости от характера исследуемого объекта, от степени его формализации и возможности привлечения необходимых экспертов порядок работы с ними может быть различным, но в основном он состоит из 3 следующих стадий.

На первой стадии эксперты привлекаются в индивидуальном порядке для того, чтобы уточнить модель объекта, ее параметры и показатели, подлежащие экспертной оценке; уточнить формулировки вопросов и терминологию в анкетах; согласовать целесообразность той или иной формы представления таблиц экспертных оценок; уточнить группы экспертов.

На второй стадии экспертам направляются анкеты с пояснительным письмом, в котором описываются цель работы, структура и порядок построения таблиц с примерами.

Если имеется возможность собрать экспертов вместе, то цели и задачи анкетирования, а также все вопросы, связанные с анкетированием, могут быть изложены устно. Обязательное условие такой формы экспертного опроса – последующее самостоятельное заполнение анкет при соблюдении правил анкетирования.

Третья стадия работы с экспертами осуществляется после получения результатов опроса в процессе обработки и анализа полученных результатов.

На этой стадии от экспертов в форме консультации обычно получают всю необходимую информацию, которая требуется для уточнения данных и их окончательного анализа.

Рациональное использование информации, получаемой от экспертов, возможно при условии преобразования ее в форму, удобную для дальнейшего анализа, направленного на подготовку и принятие решений.

Существует несколько способов использования группы экспертов. Один из них (метод согласования оценок) заключается в том, что каждый эксперт дает оценку независимо от других, а затем с помощью определенных приемов эти оценки объединяются в одну обобщенную (согласованную).

Например, если речь идет о вероятности наступления рискованного события (p) и i -й эксперт указывает для этой вероятности число p_i , то простейший способ получения обобщенной оценки состоит в вычислении средней вероятности:

$$p = \sum_{i=1}^m p_i / m,$$

где m – число экспертов, участвующих в экспертизе.

В методе Дельфи в качестве обобщенного мнения принимается медиана оценок последнего тура опроса экспертов.

Можно рассчитать и средневзвешенное значение вероятности, если попытаться учесть вес (компетентность) самого эксперта, который определяется на основе предыдущей деятельности (количество верных ответов к общему количеству), либо на основе других методов – самооценка экспертом своих знаний в области заданных вопросов, квалификация, должность, ученое звание и т.д.:

$$p = \frac{p_1 h_1 + p_2 h_2 + \dots + p_m h_m}{h_1 + h_2 + \dots + h_m} = \frac{\sum_{i=1}^m p_i h_i}{\sum_{i=1}^m h_i}$$

где h – вес, приписываемый i -му эксперту.

Существуют различные приемы оценки компетентности эксперта, выбор которых определяется как характером решаемой задачи, так и возможностями проведения конкретного экспертного опроса. В общем случае значения веса, приписываемого i -му эксперту, интерпретируются как вероятность задания им достоверной оценки. В этом случае $0 < h < 1$.

В зависимости от специфики экспертного опроса, объекта исследования и используемой методики обработки экспертных данных оценки, даваемые экспертами, могут иметь различную шкалу измерения: от 0 до 1, от 0 до 10, от 0 до 100. Так, известная нам экспертиза определения индекса БЕРИ для оценки страхового риска использует шкалу от 0 до 100 баллов. Вместе с тем принципиальной разницы в шкалах измерения нет, выбор той или иной из них во многом определяется вкусом исследователя, производящего экспертный опрос. Принятая шкала измерения может в некоторой степени повлиять на выбор методов анализа и обработки мнений экспертов.

При проведении анализа собранных экспертных данных в соответствии с целями исследования и принятыми моделями необходимо представить информацию, полученную от экспертов в виде, удобном для принятия решений (упорядочить объекты – варианты, показатели, факторы и т.п.), а также определить согласованность действий экспертов и достоверность экспертных оценок.

Так, например, выявленные в процессе качественного анализа риски необходимо представить в порядке их важности (степень возможного их влияния на уровень потерь) или вариантов снижения риска – в порядке их предпочтительности и т.п.

Существует ряд методов упорядочения, каждый из которых имеет свои достоинства и недостатки, а также область эффективного применения. Наиболее распространенными из них являются ранжирование, непосредственная оценка, последовательное сравнение, парное сравнение.

Важным моментом экспертных процедур является оценка согласованности действий экспертов и достоверности экспертных оценок.

Как отмечалось, существующие способы определения достоверности экспертных оценок основаны на предположении, что в случае согласованности действий экспертов достоверность оценок гарантируется.

Наиболее часто для этих целей используют коэффициент конкордации (согласия), величина которого позволяет судить о степени согласованности мнений экспертов и, как следствие, достоверности их оценок. Коэффициент конкордации (W) определяется из выражения:

$$W = \frac{q_{\emptyset}^2}{q_{\max}^2}$$

где: q_{\emptyset}^2 – фактическая дисперсия суммарных (упорядоченных) оценок, данных экспертами;

q_{\max}^2 – дисперсия суммарных (упорядоченных) оценок в случае, когда мнения экспертов полностью совпадают.

Величина коэффициента конкордации может изменяться в пределах от 0 до 1. При $W = 0$ согласованности нет, т.е. связь между оценками различных экспертов отсутствует. При $W = 1$ согласованность мнений экспертов полная.

Для принятия решения об использовании полученных от экспертов оценок необходимо, чтобы коэффициент конкордации был больше заданного (нормативного) значения. Можно принять $W = 0,5$. Считается, что при W больше, чем 0,5, действия экспертов в большей степени согласованы, чем не согласованы.

Определение коэффициента конкордации рассмотрим на следующем упрощенном примере. Пусть в процессе качественного анализа выявлены 5 видов риска, которым может подвергаться проект в процессе его реализации. Перед экспертами стоит задача проранжировать эти риски (представить в порядке их важности) по степени возможного их влияния на уровень потерь.

В общем случае коэффициент конкордации определяется из выражения:

$$W = \frac{q_{\emptyset}^2}{q_{\max}^2} = \frac{\sum_{i=1}^m \left\{ \sum_{j=1}^m a_{ij} - \frac{1}{2} n (m + 1) \right\}^2}{\frac{1}{12} n^2 m (m^2 - 1)} = \frac{\sum_{i=1}^m \left\{ a_i - \frac{1}{2} n (m + 1) \right\}^2}{\frac{1}{12} n^2 m (m^2 - 1)}$$

где a – оценка, присваиваемая i -му объекту j -м экспертом;

m – количество оцениваемых объектов;

n – количество экспертов.

Используются также критерии, которые позволяют оценить вероятность того, что согласованность экспертов не явилась результатом случайных вариаций их мнений.

Если в соответствии с принятыми критериями мнения экспертов можно считать согласованными, то данные ими оценки принимаются и используются в процессе подготовки и реализации управленческих решений.

Если полученные оценки нельзя считать достоверными, следует повторить опрос заново. Если и это не дает желаемых результатов, следует уточнить исходные данные и (или) изменить состав группы экспертов.

Известно, что среднее значение суммарной оценки для m объектов, назначаемых n экспертами, составляет $1/2n (m + 1)$.

2.4. Анализ технических рисков фирмы

Для редких и уникальных событий, например крупных аварий, не имеющих репрезентативной статистики, используется теоретический анализ системы, имеющий целью выявить возможный ход развития событий и определить их последствия. Условно такой метод можно назвать сценарным подходом, поскольку итогом рассмотрения процесса в этом случае является построение цепочек событий, связанных причинно-следственными связями, для каждой из которых определена соответствующая вероятность. В начале цепочки стоит группа исходных событий, называемых причинами, в конце – группа событий, называемых последствиями.

Существует ряд принципиальных сложностей оценки риска при помощи сценарного подхода. Используемые математические модели и методы для расчета последствий аварий и отказов оборудования содержат внутри себя значительную неопределенность, связанную с большой сложностью моделируемых объектов и недостаточным знанием путей развития неблагоприятных процессов. Поэтому большое значение для разработки стратегии управления рисками крупных производственных предприятий и повышения точности расчетов имеют создание баз данных по отказам элементов оборудования, проработка различных вариантов и создание базы данных по сценариям развития аварий, а также повышение качества сбора первичной статистической информации.

Среди методов оценки вероятности наступления неблагоприятных событий наиболее известными являются следующие:

- 1) метод построения деревьев событий;
- 2) метод деревьев отказов;
- 3) метод «события – последствия».

Метод построения деревьев событий – это графический способ прослеживания последовательности отдельных возможных инцидентов (например, отказов или неисправностей каких-либо элементов технологического процесса или системы с оценкой вероятности каждого из промежуточных событий) и вычисления суммарной вероятности конечного события, приводящего к убыткам.

Дерево событий строится, начиная с заданных исходных событий, называемых инцидентами. Затем прослеживаются возможные пути развития последствий этих событий по цепочке причинно-следственных связей в зависимости от отказа или срабатывания промежуточных звеньев системы.

На каждом шаге развития событий рассматриваются две возможности: срабатывание системы (верхняя ветвь дерева) или отказ (нижняя ветвь). Предполагается, что каждое последующее звено срабатывает только при условии срабатывания предыдущего. Около каждой ветви указывается вероятность отказа (P) либо вероятность срабатывания ($1 - P$). Для независимых событий вероятность реализации данной цепочки определяется произведением вероятностей каждого из событий цепочки. Полная вероятность событий указывается в правой части диаграммы. Поскольку вероятности отказов, как правило, очень малы, а вероятность срабатывания есть $1 - P$, то для всех верхних ветвей в данном примере вероятность считается приблизительно равной 1.

Построение дерева событий позволяет последовательно проследить последствия каждого возможного исходного события и вычислить максимальную вероятность главного (конечного) события от каждого из таких инцидентов. Основное при этом – не пропустить какой-либо из возможных инцидентов и учесть все промежуточные звенья системы.

Конечно, такой анализ может дать достоверный результат вероятности главного события только в том случае, если достоверно известны вероятности исходных и промежуточных событий. Но это и непереносимое условие любого вероятностного метода.

Анализ риска может происходить и в обратную сторону – от известного последствия к возможным причинам. Это графическое представление всей цепочки событий, последствия которых могут привести к некоторому главному событию. Иначе говоря, определяются пути, по которым отдельные индивидуальные события могут в результате их комбинированного воздействия привести к потенциально опасным ситуациям. В последние десятилетия этот метод получил широкое распространение во многих отраслях промышленности во всем мире. Применяется он также и для анализа предпринимательских и инвестиционных рисков. В этом случае мы получим одно главное событие у основания дерева и множество возможных причин (инцидентов) в его кроне. Такой метод называется деревом отказов и фактически представляет собой инверсию рассмотренного здесь дерева событий.

Дерево отказов строится следующим образом. При построении дерева логическая схема отталкивается от главного события. Исходная точка – это не причины, приведшие к событию, а оно само. И только задав событие, можно начинать исследование возможных причин его появления. Рассматриваемое главное событие изображается на вершине. Ветви дерева представляют собой все пути, по которым событие может реализоваться, а связь между исходными событиями и главным событием осуществляется через «калитку», или условие. В качестве таких «калиток» могут использоваться либо «и», либо «или», других возможностей не существует. «Калитки» представляют собой логические условия, которые выбираются исходя из «здравого смысла» работы системы.

Риск того, что оба события произойдут одновременно, равен произведению вероятностей этих двух исходных событий. События, связанные условием «и», перемножаются, а события, связанные условием «или», складываются. Далее необходимо решить, приемлем для системы такой риск или нет. Наконец, дерево отказов позволяет выявить все пути, которые приводят к главному событию, и, что наиболее важно, дает возможность определить минимальное число комбинаций событий, которые могут вызвать главное событие. Производственные процессы или технические системы могут иметь несколько различных технологических цепочек, и все они должны быть отражены на графе дерева отказов. Главное событие может индуцироваться большим числом исходных событий, некоторые из которых могут перекрываться или дублироваться в различных частях процесса. Все такие элементы должны быть отражены в дереве отказов. Если удастся выделить минимальное число цепочек событий, которые приведут к главному событию, то можно будет определить те ключевые части системы или процессы, модернизация которых может быть наиболее эффективной с точки зрения безопасности.

Минимальное число цепочек событий, при которых может произойти главное событие, называется «набор минимальных кратчайших путей» (*set of minimum cut sets*), а кратчайший путь (*cut set*) – это группа событий, или первичных источников отказов, которые могут привести к главному событию через минимальное число шагов. Дерево отказов позволяет идентифицировать (т.е. выявить) риски, присущие системе, и количественно их описать. После того как такие события идентифицированы, они должны быть проанализированы с точки зрения причин, которые эти события вызывают.

К недостаткам следует отнести большие затраты времени как на составление диаграммы дерева отказов, так и на изучение соответствующей техники. Эти недостатки характерны для многих методов выявления и оценки риска.

Одна из главных особенностей метода деревьев отказов – это оценка вероятностей событий. Если вероятности исходных и промежуточных событий оценены неправильно или

неточно, то все последующие вычисления для оценки вероятности главного события окажутся недостоверными.

Перечислим основные пути повышения достоверности оценки вероятностей исходных событий. Прежде всего может существовать прошлый опыт работы соответствующей установки или какой-либо подобной ей на данном предприятии, и, следовательно, существует статистика отказов отдельных элементов. Большинство фирм ведут регистрацию подобных событий и имеют данные за довольно продолжительное время, которые часто используются как хорошая мера вероятностей.

Если на предприятии такая база данных отсутствует, то имеется возможность использовать данные об отказах аналогичного оборудования во всей отрасли промышленности. Такая статистика обычно ведется специальными группами или организациями и публикуется в специализированных изданиях.

Соответствующую статистику ведут также производители оборудования и предоставляют ее потребителям, чтобы обеспечить доверие к своей продукции.

Оба метода: метод деревьев отказов и метод построения деревьев событий – являются взаимно дополняющими друг друга.

Метод «события – последствия» (СП-метод; в англоязычной литературе имеет название *HAZOR – Hazard and Operability Research*) – это тот же метод деревьев событий, но только без использования графического изображения цепочек событий и оценки вероятности каждого события. По существу это критический анализ работоспособности предприятия с точки зрения возможных неисправностей или выхода из строя оборудования, который на этапе проектирования широко используется в промышленности. Основная идея – расчленение сложных производственных систем на отдельные более простые и легче анализируемые части. Каждая такая часть подвергается тщательному анализу с целью выявить и идентифицировать все опасности и риски.

В рамках рассматриваемого метода процесс идентификации риска разделяется на 4 последовательных этапа, на каждом из которых следует ответить на свой определенный вопрос.

1-й этап – каково назначение исследуемой части установки или процесса?

2-й этап – в чем состоят возможные отклонения от нормального режима работы?

3-й этап – в чем причины отклонений?

4-й этап – каковы последствия отклонений?

Сначала необходимо выделить одну из частей установки или процесса и определить ее назначение. Очевидно, что это ключевой момент, поскольку, если назначение установлено неточно, то и отклонения параметров от нормального режима работы нельзя выявить точно. Исследование выполняется последовательно для каждой части установки. В целях обеспечения достоверности и полноты анализа требуется, чтобы такая работа выполнялась группой специалистов-практиков, а не одним человеком.

После того как определены назначение и условия нормального функционирования всех частей установки или процесса, необходимо перечислить возможные отклонения параметров от нормальных проектных значений. Перечень отклонений – это и есть по существу основное ядро исследований. Чтобы структурировать перечень отклонений, используются специальные ключевые слова.

Следующий шаг – составление перечня причин каждого отклонения. Необходимо перечислить все возможные причины, а не только наиболее вероятные или те, которые имели место в прошлом. И наконец составляется перечень последствий возможных отклонений параметров или режимов. Анализ последствий позволяет разработать различные меры безопасности. Эти меры часто начинают осуществляться уже в процессе анализа риска, не дожидаясь, пока закончится все исследование.

Важный этап – анализ причин и последствий. После того как назначение системы определено, следует установить все, что может произойти с ней неприятного. Каждая возможная причина должна быть пронумерована, и под этим номером должны быть указаны возможные последствия и меры, которые необходимо принять.

СП-метод подходит как для действующего предприятия, так и для стадии проектирования любой системы или процесса. Группа проектировщиков вместе с риск-менеджером может подробно исследовать все варианты еще до того, как начнется изготовление установки. Очень важно быть уверенным, что ничего не пропущено. Если система сложная, т.е. состоит из множества компонентов, например клапанов, баков, трубопроводов и другого, то очень трудно что-либо не пропустить. Чтобы избежать этого, полезно вести специальную контрольную карточку потоков, которая будет служить руководством и проводником в процессе исследований. В этой карточке просто отмечаются различные этапы исследования, и ее использование позволяет уменьшить возможность пропустить какую-нибудь секцию установки или процесса. После того как весь процесс анализа завершен, на карточке делается пометка, что все секции и части системы проверены. Полезно завести специальный дневник, в котором отмечать выполнение мер по предотвращению нежелательных событий и поломок.

Преимущества метода «события – последствия» можно кратко сформулировать в виде следующих выводов:

1) возможные риски выявляются очень детально. Маловероятно при таком подходе упустить что-либо существенное при условии, что исследование выполняется компетентными специалистами;

2) метод позволяет также подробно проанализировать отдельные части или секции сложной системы, его едва ли можно достичь без ее предварительного структурирования.

Главный недостаток метода заключается в значительных затратах времени на проведение полного комплекса исследований. Причем это не только затраты времени риск-менеджера, но и тех специалистов, которые привлекаются к работе. В результате подобные исследования обходятся довольно дорого.

Второй недостаток связан с методологией анализа. Для того чтобы нарисовать схему установки, ее часто необходимо упростить. Но при этом упускаются некоторые детали, так что всегда существует опасность исключить из рассмотрения некоторые аспекты риска.

Методика оценки ущерба от различных рисков в наиболее полном виде должна включать в себя учет как прямых, так и косвенных убытков. Прямые убытки – это непосредственный ущерб здоровью, имуществу или имущественным интересам. Косвенные убытки возникают как следствие невозможности какое-то время осуществлять нормальную деятельность предприятия. К их числу относятся: упущенная выгода, убытки в виде претензий и исков вследствие невыполнения обязательств перед контрагентами, потеря имиджа организации, расходы на юридическое урегулирование дел и т.д. Как показывает практика, косвенные убытки часто во много раз превышают размер прямых.

Последствия большинства неблагоприятных событий не ограничиваются каким-либо одним видом ущерба. Первоначальная причина, будь то природное или техногенное воздействие, финансовый или коммерческий риск, влечет за собой последовательность событий, развивающихся по цепочке согласно принципу домино.

Так, подземный толчок может вызвать разрушение системы газоснабжения в здании, что в свою очередь вызовет утечку газа, возмещение и взрыв. В качестве другого примера рассмотрим случай аварии на предприятии, в результате которой могут пострадать его имущество, персонал, а также окружающее население. Произойдут загрязнение окружающей среды, ухудшение качества пахотных земель, возгорание лесов. В результате прерывания процесса производства предприятие понесет убытки, связанные с недопоставкой про-

дукции. Потребуется средства на восстановление поврежденных зданий и оборудования. Не исключено, что в результате ремонтных работ будет нанесен дополнительный экологический вред. Кроме того, если потребители продукции предъявят претензии по поводу невыполнения обязательств по поставкам, то предприятие понесет судебные издержки и, возможно, будет вынуждено уплатить штраф.

2.5. Анализ инвестиционных рисков

Оценка инвестиционной деятельности в условиях неопределенности требует учета принципиально новых вопросов, таких как анализ условий реализации производимой продукции и возможностей формирования соответствующего рыночного сектора (маркетинговые исследования); обоснование графика расчетов с кредиторами; разработка схемы привлечения инвестиционных ресурсов; расчет рисков на всех стадиях реализации инвестиционного проекта и некоторых других. Поэтому перед учеными-экономистами России появилась серьезная проблема – создание адекватной рыночной экономике методологической основы экономического обоснования инвестиций и оценки рисков инвестиционной деятельности. Учитывая зарубежный опыт и адаптируя его к российским условиям, российские ученые А.Г. Шахназаров, Г.Г. Азгальдов, Н.Г. Альшинская, К.Б. Борисова, В.Г. Введенский, П.Я. Виленский и другие по заданию Правительства РФ разработали в 1994 г. «Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования». В 1999 г. взамен них были выпущены «Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов». В их основу была положена методика, разработанная в *UNIDO*.

Коммерческая оценка инвестиционного проекта состоит из двух блоков оценки: финансовой и экономической. С целью оценки инвестиционной деятельности в условиях неопределенности должен быть введен блок финансовой оценки предприятия, тем более, если отсутствует прогнозная оценка его финансовой устойчивости. Этого можно не делать только в одном случае – строительстве совсем нового предприятия, когда финансовая оценка предприятия и проекта совпадают.

Финансовая оценка должна проводиться на основе трех базовых форм, которые основываются на одних и тех же исходных данных и корреспондируют друг с другом.

Основой оценки инвестиционного проекта служит отчет о движении денежных средств, образованных производственными инвестициями. Главная задача, решаемая при определении финансовой состоятельности проекта со стороны инвестора, – определение его ликвидности (риска ликвидности, кредитного риска), т.е. способности своевременно и в полном объеме отвечать по финансовым обязательствам за счет свободных денежных средств. Кроме того, этот документ необходим для определения объемов, сроков получения и возврата кредита и процентов по нему.

Планирование движения денежных средств основано на бюджетном подходе и характеризуется:

- 1) притоком денежных средств, равным размеру денежных поступлений на определенном шаге расчета;
- 2) оттоком денежных средств, равным затратам на этом же шаге расчета;
- 3) сальдо денежного потока, т.е. разностью между притоком и оттоком (это сальдо еще называют чистым сальдо, чистым денежным притоком или чистым денежным доходом).

Экономический результат от инвестиционного проекта определяется дополнительными изменениями или приращениями денежных потоков, возникающими на стадии его реализации, в которой условно можно выделить следующие фазы:

- 1) начальную, или инвестиционную (приобретение и ввод в эксплуатацию основных фондов, формирование необходимого оборотного капитала, обучение персонала и т.п.);
- 2) эксплуатационную (с момента начала выпуска продукции и услуг);
- 3) завершающую.

При этом временную границу последней фазы определить достаточно сложно. В общем случае это момент времени, по достижении которого дополнительные денежные

потоки прекращаются либо уже не связаны непосредственно с первоначальными инвестициями. На практике в его качестве часто используется срок морального, физического или экономического устаревания оборудования. Вместе с тем реальный период жизненного цикла реализации проекта во многом зависит от ситуации на рынке по сбыту соответствующих продуктов и услуг. Поэтому более правильно увязывать жизненный цикл инвестиционного проекта с периодом, в течение которого производимая в его рамках продукция будет иметь устойчивый сбыт в требуемых объемах.

В соответствии с фазами реализации инвестиционного проекта можно выделить 3 основных элемента его денежного потока:

- 1) чистый объем первоначальных затрат (чистые инвестиции);
- 2) чистый денежный поток от предполагаемой деятельности (чистый операционный денежный поток);
- 3) чистый денежный поток, возникающий в результате завершения проекта.

Исходя из выделенных элементов определим суммарный денежный поток от проекта следующим образом:

$$\text{ЧДП} = \text{ЧНИ} + \text{ЧОДП} + \text{ЧЛП},$$

где ЧДП – чистый денежный поток от реализации проекта;

ЧНИ – чистые начальные инвестиции;

ЧОДП – чистый операционный денежный поток;

ЧЛП – чистый денежный поток от завершения проекта (ликвидационный поток).

Первая буква Ч, используемая в обозначениях потоков, призвана подчеркнуть, что во внимание принимаются только дополнительные изменения, т.е. чистые прирост или уменьшение соответствующей величины.

Рассмотрим формирование каждого элемента денежного потока более детально.

Первый элемент потока – чистые инвестиции – обычно состоит из общего объема требуемого для новых активов капитала за вычетом стоимости любых высвобождаемых фондов, вызванных принятием проекта.

Помимо стоимости новых активов, сюда включаются также все затраты, связанные с их доставкой и вводом в эксплуатацию: транспортные расходы, пусконаладочные работы, подготовка помещений, обучение персонала и т.д. Необходимо помнить, что затраты на основные фонды подлежат амортизации в течение нормативного срока их эксплуатации, который, как правило, определяется законодательно и может не совпадать с жизненным циклом проекта.

Важнейшей компонентой увеличения чистых инвестиций является дополнительный оборотный капитал: увеличение дебиторской задолженности, создание начального запаса сырья и материалов и т.д.

Следует отметить, что часть необходимых для осуществления проекта средств может быть получена за счет продажи неиспользуемых ресурсов либо покрыта за счет кредиторской задолженности. Величина общих инвестиций может быть также уменьшена за счет различных налоговых и инвестиционных льгот.

С учетом вышеизложенного величина в общем случае может быть определена как:

$$\text{ЧНИ} = \text{ЧОсФ} + \text{ЧОбФ} - \text{ИЛ},$$

где ЧОсФ – чистый прирост основных фондов;

ЧОбФ – чистое изменение оборотного капитала;

ИЛ – чистая величина налоговых / инвестиционных льгот.

Основным элементом денежного потока проекта являются выплаты и поступления от предполагаемой им операционной деятельности в течение эксплуатационной фазы жизненного цикла, т.е. чистое изменение всех связанных с ним доходов и расходов после вычета налогов. Эти изменения включают в себя: увеличение выручки и амортизационных отчислений, экономию на различных издержках и т.п. В каждом периоде t эксплуатационной фазы жизненного цикла проекта их величина может быть определена как:

$$\text{ЧОДП} = (\text{ЧВ} - \text{ЧперЗ} - \text{ЧпостЗ}) \text{Ч} (1 - \text{T}) + \text{АмЧТ},$$

где ЧОДП – изменение операционного потока после вычета налогов;

ЧВ – изменение объема поступлений от реализации товаров и услуг;

ЧперЗ – изменение величины переменных затрат;

ЧпостЗ – изменение величины постоянных затрат;

Ам – изменение амортизационных отчислений;

T – ставка налога на прибыль.

Заключительным, хотя и необязательным элементом денежного потока являются средства, высвобождаемые в конце жизненного цикла проекта. Такие средства могут возникать от продажи ненужного оборудования, а также полного или частичного высвобождения различных элементов оборотного капитала (уменьшение дебиторской задолженности, сокращения материальных запасов и т.д.). Следует отметить, что продажа более не используемого оборудования представляет собой дополнительный доход, как правило, подлежащий налогообложению. В общем случае этот элемент денежного потока может быть определен по формуле:

$$\text{ЧЛП} = \text{ЧПОсФ} + \text{ЧПОбФ},$$

где ЧЛП – чистый денежный поток от завершения проекта (ликвидационный поток);

ЧПОсФ – чистая (посленалоговая) стоимость проданных активов;

ЧПОбФ – высвобождение оборотного капитала.

С позиции бюджетного подхода ликвидность означает наличие неотрицательного баланса поступлений денежных средств и платежей.

Финансовая оценка приводит к выводу о положительной отдаче реализации проекта для предприятия.

Теперь остановимся на экономической оценке инвестиционного проекта – оценке его эффективности.

подавляющее большинство решений, принимаемых субъектами рыночного хозяйства, основаны на предварительной оценке ожидаемых последствий. Индивидуальная оценка приемлемости (эффективности, ценности) каждого инвестиционного проекта осуществляется с помощью различных методов.

Как уже отмечалось, в настоящее время приняты «Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов». Согласно им эффективность характеризуется системой показателей, отражающих соотношение связанных с инвестициями затрат и результатов и позволяющих судить о возможности кредитования оцениваемого проекта, а при их выборе – об экономических преимуществах одного инвестиционного проекта перед другим (другими).

Показатели эффективности инвестиций, на наш взгляд, можно классифицировать по следующим признакам: 1) по виду обобщающего показателя, выступающего в качестве критерия экономической эффективности:

а) абсолютные, в которых обобщающие показатели определяются как разность между стоимостными оценками результатов и затрат, связанных с реализацией проекта;

б) относительные, в которых обобщающие показатели определяются как соотношение стоимостных оценок;

2) по методу сопоставления разновременных денежных затрат и результатов:

а) статические, в которых денежные потоки, возникающие в разные моменты времени, оцениваются как равноценные;

б) динамические, в которых денежные потоки, вызванные реализацией проекта, приводятся к эквивалентной основе посредством их дисконтирования.

В экономической литературе статические методы называют еще методами, основанными на учетных оценках, а динамические методы – методами, основанными на дисконтированных оценках.

К группе статических относятся следующие методы: срок окупаемости инвестиций (Сок), коэффициент эффективности инвестиций (Кэи). Из динамических методов в основном используются такие методы: чистая текущая стоимость (ЧТС), индекс рентабельности инвестиций (Ир), дисконтированный срок окупаемости (Дсок), дисконтированный коэффициент окупаемости (ДКО).

Правила оценки инвестиционных проектов отражены во многих пособиях по финансовому и инвестиционному менеджменту, финансовому и инвестиционному анализу и нами подробно не рассматриваются.

Необходимо также отметить, что оценка эффективности каждого инвестиционного проекта осуществляется с учетом критериев, отвечающих определенным принципам, а именно:

1) влияния стоимости денег во времени;

2) учета альтернативных издержек;

3) учета возможных изменений в параметрах проекта;

4) проведения расчетов на основе реального потока денежных средств, а не данных отчетности;

5) учета инфляции;

6) учета риска, связанного с осуществлением инвестиционного проекта.

Рассмотрим названные выше методы оценки эффективности инвестиционных проектов, выяснив их достоинства и недостатки с точки зрения оценки рисков инвестиционной деятельности.

Так, Ю.А. Маленков полагает, что «методика дисконтирования представляет всего лишь единственную и некорректную цепочку приоритетов, распространяемую на всех инвесторов. Согласно ее требованиям – всегда важнее доходы ближайших периодов, они всегда имеют большую ценность, чем доходы, полученные позже, и для всех инвесторов приоритеты ценности разных периодов получения денег должны быть одинаковы. Однако это неверно. Приоритеты значимости фактора времени, разной ценности доходов инвестора, получаемых им в разные годы, существенно изменяются при переходе от одного инвестора к другому, зависят от множества факторов и глубоко индивидуальны».

Доводы Ю.А. Маленкова связаны с тем, что одному инвестору срочно нужны средства в самые ближайшие периоды для расчетов по другим обязательствам. Другой инвестор желает получить крупные доходы как можно раньше, но, будучи реалистом, понимает, что должно пройти некоторое время, прежде чем проект даст отдачу. Третий инвестор вообще может быть заинтересован в некотором отдалении периода получения денег. В условиях скачкообразно возросшей нестабильности на мировых рынках, когда вкладывать средства практически не во что, так как рынок лихорадит, инфляция быстро растет, акции компаний обесцениваются, экономика находится в состоянии спада, инвестиции, вложенные в пер-

спективные и надежные объекты реального сектора экономики, имеют наибольшие шансы выжить после завершения кризиса.

По нашему мнению, можно согласиться с точкой зрения Ю.А. Маленкова, что предпочтения инвесторов различны, но отказываться полностью от метода дисконтирования и рассмотрения методов динамической оценки инвестиций нельзя. Данный динамический анализ необходимо дополнить моделью оптимизации целей инвесторов с расчетом параметров по каждой из целей.

В условиях роста конкуренции между инвестиционными проектами менеджеры должны уметь правильно оценить конкурентоспособность и экономическую эффективность проектов, суметь защитить их от рисков. Для этого необходимо разрабатывать модели инвестиционных проектов и применять методы выбора оптимальных вариантов инвестиционного менеджмента.

В связи с тем, что параметры окружающей среды инвестиционного проекта изменяются непрерывно, так же непрерывно изменяется и его эффективность. Выводы теории катастроф гласят, что катастрофа может наступить внезапно в результате незначительных изменений всего одного или двух параметров инвестиционного проекта, влияние которых на общую эффективность проекта велико, но было недооценено на стадиях проектирования и внедрения. Определение этих параметров и организация контроля их изменения являются важнейшими задачами управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности.

Модель инвестиционного проекта основывается на системной оценке эффективности инвестиций. Инвестиционный проект становится реальным, получает право на жизнь в том случае, если выполнены следующие условия:

- 1) проект конкурентоспособен и расчеты показывают, что его эффективность и результаты превосходят другие проекты;
- 2) собственники проекта, инвесторы, представители государственной власти и местного самоуправления, каждая из сторон, влияющая на принятие решений и реализацию проекта, получают ожидаемые результаты;
- 3) между участниками инвестиционного проекта достигнуты компромиссы в областях возможных конфликтов;
- 4) подготовлены команды менеджеров и специалистов по разработке и управлению внедрением проекта, владеющие методами инвестиционного менеджмента, обеспечивающего успешное планирование, контроль и реализацию проекта;
- 5) решены проблемы ресурсного обеспечения, включая инвестиции, финансовые бюджеты, кадры специалистов, ресурсы времени;
- 6) разработаны планы-графики внедрения проекта с учетом возможных отклонений в реализации проекта, включая действия менеджеров в изменившихся условиях.

Принятие решения – один из важных этапов инвестиционного менеджмента, но на этом этапе, как правило, совершается много ошибок, которые часто не осознаются лицами, принимающими решения.

Чтобы принятие решений не было хаотичным и не осуществлялось наугад, инвесторы и менеджеры должны предварительно точно определить свои правила принятия решений и основные факторы, на них влияющие, цели, основные критерии эффективности (количественные показатели, изменение которых отражает достижение или, наоборот, отклонение от цели), предпочтения или приоритеты целей и критериев, т.е. что для них является наиболее важным, выбрать методы оценки эффективности проектов.

Критерии характеризуют цели с помощью функций и показателей, количественно отражающих их достижение. Например, цель «рост доходности проекта» можно охарактеризовать отношением экономического результата проекта к сумме инвестиций.

Критерии инвестора, разработчиков и менеджеров проекта по содержанию во многом совпадают, так как все стороны заинтересованы в успешной реализации проекта. Различия в подходах инвесторов и менеджеров, внедряющих проекты, проявляются в устанавливаемых ими различных приоритетах критериев. Например, для одного инвестора наиболее важным является уровень доходности, для другого на первом месте минимум риска, третий во главу угла ставит срок окупаемости.

По нашему мнению, основная часть критериев эффективности собственников инвестиционных проектов и инвесторов включает в себя:

- 1) доходность инвестиций;
- 2) защиту инвестиций от инфляции, рисков, кризисов путем вывода их с одних рынков или проектов и переключения на другие. Эти цели приобрели особое значение в условиях глобальных финансовых кризисов на рынках ценных бумаг, снижения рентабельности крупных корпораций и целых отраслей;
- 3) уровень риска, оценку возможных потерь при отклонениях плана, ликвидность проекта (возможность быстрого возврата денежных средств от его продажи);
- 4) срок окупаемости (возврата) инвестиций;
- 5) конкурентоспособность проекта, возможность противостоять аналогичным продуктам и услугам конкурентов (характер конкурентного преимущества – по качеству, по цене, по другим показателям);
- 6) прогноз спроса на создаваемые проектом продукты или услуги;
- 7) внешние условия проекта (налоговые льготы, правовые условия, развитие экономики в регионе);
- 8) внутренние условия проекта (менеджмент организации, внедряющей проект, уровень подготовки команды, материально-техническая база, оборудование и другие характеристики внутренней среды);
- 9) объективную необходимость проекта для региона, влияющую на поддержку государственных органов управления и местного самоуправления).

Наиболее важными целями инвестирования для инвесторов и собственников проекта являются получение ожидаемых доходов на инвестиции, их защита от инфляции и рисков. Сложность согласования целей связана с тем, что доходность и риск согласовать крайне трудно. Конкуренция между инвестициями ведет к тому, что с ростом доходности проектов растут и их риски. Эти факторы можно учесть следующим образом. Прежде всего инвестор и собственник проекта должны сопоставить объемы инвестируемых ими средств с общим капиталом и оценить влияние риска возможных потерь на свое положение. Если инвестируемые средства составляют значительную часть их капитала, то соответственно резко возрастает риск их банкротства.

Кроме этого фактора, нужно учитывать общую структуру инвестиционных проектов, характер их финансирования, взаимосвязи между ними. Дело в том, что известны случаи, когда инвесторы, обладавшие крупными капиталами, из-за убытков, наносимых, казалось бы, незначительным проектом, становились банкротами, так как все средства были связаны в других проектах и не могли быть переключены на проект, вызвавший цепь неплатежей и поток требований кредиторов.

По нашему мнению, после определения всех критериев их следует объединить в общую модель оптимизации многокритериального менеджмента инвестиций:

$$F_{\text{опт}} = \max F(f_1, f_2, \dots, f_n),$$

где $F_{\text{опт}}$ – оптимальный многокритериальный результат менеджмента инвестиций;
 F – модель многоцелевого менеджмента инвестиций;

f_n – n-ый критерий инвестора;

n – общее количество критериев.

В модели следует произвести распределение критериев по группам, выделив:

1) группу приоритетных критериев, подлежащих максимизации (например, доходность инвестиций, рентабельность собственного капитала) или минимизации (риск, стоимость капитала);

2) группу критериев, по которым следует задать ограничения их изменения (например, риск не выше 10%);

3) группу безразличных критериев, изменение которых мало влияет на инвестиционное решение.

Решение инвестора будет наиболее эффективным, если оно основывается на построении многоцелевой модели.

Управление инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности означает правильное понимание степени риска инвестиционной деятельности. Для инвесторов важно знать действительную стоимость риска, которому подвергается его инвестиционная деятельность. Под стоимостью риска следует понимать фактические убытки, затраты на снижение величины этих убытков или затраты по возмещению таких убытков и их последствий. Правильная оценка менеджером действительной стоимости риска инвестиционной деятельности позволяет ему объективно представлять объем возможных убытков и наметить пути к их предотвращению или уменьшению, а в случае невозможности предотвращения убытков обеспечить их возмещение. На самом деле оценка риска состоит не из одной области действий, а из двух: идентификации и оценки рисков, с одной стороны, параметрической идентификации и оценки приемлемости данного риска для данного инвестиционного кредита или другой инвестиционной операции или организации в целом – с другой стороны (относительной идентификации).

Корректность оценки в обоих случаях всегда будет определяться адекватностью созданной модели рисков с точки зрения их анализа и синтеза решений, т.е. должно обеспечиваться условие соответствия системы рисков и ее модели, служащей основой для принятия решения, иначе говоря, должно соблюдаться условие валидности системы.

Таким образом, определяется еще одна важная задача при создании эффективной системы управления инвестиционной деятельностью экономических систем в условиях неопределенности – выбор метода идентификации и оценки рисков инвестиционной деятельности. Этот выбор должен строиться на первоначальном формировании базы методов идентификации и оценки, а также формировании критериев возможности и целесообразности применения того или иного метода. Основным параметром в рамках данного выбора будет являться информационная насыщенность анализируемого явления.

Так, объекты, обладающие вероятностной природой и имеющие под собой в качестве обоснования некую статистическую экстраполируемую выборку, могут быть оценены с помощью традиционных вероятностно-статистических методов.

Оценка же объектов, не имеющих даже таких данных, как наличие предшествующей истории событий, которые не могут служить полноценной выборкой для статистического анализа, но могут служить базой для определения тенденции будущего развития, оценивать с помощью такого метода однозначно неправомерно. Здесь более приемлемы методы нечеткой логики.

При этом необходимо понимать, что подходы оценки риска инвестиционной деятельности, построенные на использовании основных положений теории нечетких множеств, не призваны конкурировать с методами вероятностно-статистического характера. Их роль заключается в заполнении того пробела, где методология вероятностных методов нецелесообразна или в принципе неприменима.

Менеджеру, принимающему инвестиционное решение, всегда придется выбирать между точностью оценки и стоимостью этой оценки, при этом не только с точки зрения затрат на получение информации, но и с точки зрения значимости этой дополнительной информации для оптимальности принятого решения.

По нашему мнению, формирование информационных систем в управлении инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности основано на следующих принципах:

1) система должна быть построена таким образом, чтобы передача информации, ее переработка, хранение и использование учитывали потребности всех подразделений субъекта инвестиционной деятельности;

2) информационная система должна обеспечивать необходимые взаимосвязи субъекта инвестиционной деятельности;

3) обмен информацией между уровнями организационной системы должен быть минимальным, но обеспечивать потребности управления рисками инвестиционной деятельности;

4) при построении системы должен учитываться принцип аппаратных и программных моделей;

5) должна применяться стандартизация используемой в системе документации.

При выборе методов оценки рисков и их последующей классификации необходимо помнить, что цель этой оценки – формирование информационной базы, обеспечивающей возможность корректного выбора методов и процедур управления рисками, а не описание рисков.

Оценивая риск инвестиционной деятельности, который в состоянии принять на себя субъект инвестиционной деятельности, и разрабатывая методы минимизации этого риска, необходимо исходить прежде всего из профиля инвестиционной деятельности, наличия ресурсов, требуемых для реализации программы финансирования возможных последствий риска, из отношений с партнерами и клиентами, а также следует учитывать стратегию и основные цели.

Используя имеющиеся статистические данные, можно оценить вероятность возникновения неблагоприятных событий и размер ущерба. Этот метод подходит для частых и однородных событий.

Для редких и уникальных событий, не имеющих репрезентативной статистики, используется теоретический анализ системы, имеющий целью выявить возможный ход развития событий и определить их последствия. Условно такой метод можно назвать сценарным подходом, поскольку итогом рассмотрения процесса в этом случае является построение цепочек событий, связанных причинно-следственными связями, для каждой из которых определена соответствующая вероятность. В начале цепочки стоит группа исходных событий, называемых причинами, в конце – группа событий, называемых последствиями.

Существует ряд принципиальных сложностей, связанных оценкой риска инвестиционной деятельности при помощи сценарного подхода. Используемые математические модели содержат внутри себя значительную неопределенность, связанную с большой сложностью моделируемых объектов и недостаточным знанием путей развития неблагоприятных процессов. Поэтому большое значение для разработки стратегии управления рисками инвестиционной деятельности и повышения точности расчетов имеют создание баз данных, проработка различных вариантов, а также повышение качества сбора первичной статистической информации.

Количественный анализ заключается не только в расчете показателей уровня риска (стандартного отклонения, коэффициента вариации, бета-коэффициента), но и в учете полученных значений при принятии инвестиционных решений. С этой целью может быть использовано сочетание показателей эффективности и риска (критерий «доходность –

риск») или рассчитан единый показатель эффективности с поправкой на риск. И.Я. Лукасевич выделяет следующие методы количественного анализа рисков:

- 1) метод корректировки нормы дисконта (премии за риск);
- 2) метод достоверных эквивалентов (коэффициентов достоверности);
- 3) анализ чувствительности критериев эффективности (*NPV*, *IRR* и др.);
- 4) метод сценариев;
- 5) анализ вероятностных распределений потоков платежей;
- 6) построение дерева решений (дерева событий);
- 7) построение детерминированных и стохастических аналитических моделей риска (зависимостей уровня риска от параметров проекта и внешней среды);
- 8) методы теории нечетких множеств и нечетких интервалов;
- 9) методы имитационного моделирования (метод Монте-Карло и т.п.).

Все перечисленные методы применимы к анализу рисков инвестиционных проектов. В целях данного исследования мы подразделяем их на следующие группы:

1) методы, дающие комплексную оценку инвестиционных проектов и нововведений с учетом доходности (чистой текущей стоимости) и риска. К этой группе относятся методы корректировки проектной дисконтной ставки и достоверных эквивалентов. Комплексная оценка данными методами производится по математическому ожиданию уровня эффективности как рыночной оценки инвестиций или путем снижения последней в зависимости от уровня риска;

2) методы, обеспечивающие отдельную оценку уровня риска. Метод анализа чувствительности, аналитические модели риска, а также все методы данной группы способны давать оценку уровня риска в виде стандартного отклонения (или его производных) либо в виде специальных коэффициентов риска. Эти оценки наряду с критериями эффективности используются для принятия управленческих решений как отдельные показатели;

3) методы, позволяющие оценить форму распределения вероятностей (профиль риска).

По нашему мнению, выбор конкретных методов анализа риска зависит от возможностей информационной базы, требований к форме представления конечных результатов и к уровню надежности планирования инвестиций. Например, для небольших проектов аналитики могут ограничиться анализом чувствительности и корректировкой дисконта, для крупных проектов – провести имитационное моделирование и построить кривые распределения вероятностей, а в случае зависимости результатов проекта от наступления определенных событий построить дерево событий. Результаты применения различных методов к одному и тому же инвестиционному проекту должны дополнять друг друга, как и результаты различных методов оценки эффективности.

Имитационное моделирование инвестиционных процессов является наиболее мощным и технически сложным инструментом анализа риска инвестиционной деятельности. Метод имитационного моделирования состоит из этапов выявления детерминированных и стохастических зависимостей внутренних переменных проекта и переменных внешней среды, построения модели, проведения симуляции путем случайной вариации ключевых переменных, построения кривых распределения вероятности и расчета показателей уровня риска на основе результатов симуляции. Метод дает наиболее точные и обоснованные оценки вероятностей при наименьших трудозатратах по сравнению с прочими методами, однако точность оценок в значительной степени зависит от качества исходных предположений и учета взаимосвязей переменных внешней среды. Современные программные средства позволяют учесть форму распределения вероятности и корреляции десятков внешних переменных, однако оценить эти значения в практическом исследовании обычно не представляется возможным. Инвестиционные аналитики измеряют вариации основных переменных макро- и микросреды, оценивая разброс значений второстепенных переменных и статисти-

ческие связи между факторами экспертным путем. Поэтому возможности имитационных моделей обычно не бывают полностью задействованы.

Обобщая результаты систематизации методов анализа риска и особенностей их применения, можно предложить некоторые рекомендации по учету риска в принятии управленческих решений. Поскольку характер инвестиционной деятельности предполагает высокие риски и затрудняет диверсификацию вложений, организация должна учитывать вклад в совокупный риск финансово-хозяйственной деятельности общего риска каждого инвестиционного проекта. Инструментами такого учета могут быть разработанная система премий за риск, соотношений «доходность – риск» (таблицы рискованных премий, выбираемых в зависимости от уровня риска и объемов первоначальных вложений; кривые безразличия «доходность – риск» в графической форме; требования по корректировке денежных потоков, включенные в состав внутрифирменной инструкции по оценке эффективности инвестиций), ограничения на максимальный риск, установленные инвестиционной политикой фирмы. Используя ту или иную форму регламентации выбора инвестиций, необходимо оперативно и систематически пересматривать уровни рискованных премий в зависимости от изменений внешней среды, инвестиционной политики и направлений стратегического развития.

Проведение анализа инвестиционной деятельности с учетом фактора неопределенности выступает необходимым условием их предварительного, текущего и последующего контроля, в задачи которого входят проверка выполнения ограничений на общий риск всех направлений деятельности компании и на вклад в него инвестиций, разработка и осуществление мероприятий по снижению риска. Для оперативного анализа инвестиционной деятельности с учетом фактора неопределенности, по нашему мнению, можно рекомендовать применять расчет специальных коэффициентов оценки риска инвестиционной деятельности, финансовых коэффициентов ликвидности и устойчивости, оценку степени вариации факторов внешней среды и ключевых переменных проекта. Ценность текущего и последующего контроля рисков инвестиционной деятельности состоит не только в возможности управлять уровнем стабильности текущей деятельности организации, но и в проверке результатов применения сложных методов анализа риска в ходе предварительной оценки. Анализ фактических рисков инвестиционного проекта и степени статистической связи переменных внешней среды позволяет учесть влияние начальных предположений об уровне риска на точность планирования инвестиций и способствует совершенствованию дальнейшего применения методов анализа рисков инвестиционной деятельности.

Следующий принцип – это экономичность управления рисками. Действительно, затраты субъекта по минимизации соответствующего риска инвестиционной деятельности не должны превышать суммы возможных финансовых потерь, иначе теряется смысл мероприятий, направленных на минимизацию риска инвестиционной деятельности. При этом должны разрабатываться варианты снижения, устранения риска инвестиционной деятельности или контроля над ним и выбираться наиболее подходящие из них по методу «затраты – эффективность».

2.6. Стресс-тестинг

Стресс-тестинг исследует, каким образом на стоимости торгового портфеля сказываются наихудшие сценарии развития событий на рынке. Задача такого тестирования на стрессовые факторы состоит в выявлении событий или факторов, которые могут привести к потерям, т.е. ухудшить состояние капитала банка. Тесты должны быть как количественными, так и качественными. С помощью количественных критериев выявляются вероятные сценарии напряженности, которые могут иметь место в специфических рыночных условиях. Качественные критерии должны быть ориентированы на два ключевых аспекта тестирования: оценку способности банка справиться с крупными потенциальными потерями и определение мер, которые банк может предпринять в целях снижения риска и сохранения капитала.

Стандартизировать сценарии тестирования так, чтобы они учитывали условия работы всех банков, практически невозможно. Поэтому методология тестирования на стресс обычно состоит из следующих этапов:

1) анализа информации о крупнейших фактических потерях за определенный период времени и сравнения их с уровнем потерь, определенным с помощью внутренней системы измерения риска банка. Такой анализ дает информацию о максимальных потерях, выявленных путем расчетов *VaR* (инвестиций с учетом риска *Value at Risk*);³⁵

2) моделирования крайне сложных условий, включая тестирование текущего портфеля на условия прошлых периодов, в которых были значительные отклонения. Такое тестирование должно предполагать крупные колебания цен и резкие сокращения ликвидности, обычно характерные для подобных условий;

3) оценки степени чувствительности потенциального рыночного риска банка к изменениям параметров неустойчивости и корреляции. Иными словами, текущая позиция банка должна быть сопоставлена с имеющимися в прошлом периоде экстремальными показателями неустойчивости и корреляции;

4) проведения специфических для данного банка тестов, учитывающих конкретные характеристики его торгового портфеля и исходящих из наиболее неблагоприятных условий. Результаты тестов должны периодически рассматриваться высшим руководством и советом банка и использоваться для корректировки методов управления риском и лимитов потенциального риска. Если тестирование в стрессовом режиме обнаруживает особую уязвимость банка, необходимо немедленно обратить внимание на соответствующие ситуации и риски. К сценариям и результатам тестирования, как правило, проявляют интерес надзорные инстанции.

Сложность тестирования, как правило, отражает сложность рыночных условий и соответствующих потенциальных рыночных рисков банка. Таким же способом можно оценить изменения в капитале банка в случае, если ожидаемая неустойчивость рыночных цен пре-

³⁵ *VaR* – это одна из наиболее популярных мер риска, которая информирует нас о том, что ожидаемые потери не превысят *X* долларов в течение *X* месяцев с вероятностью. (доверительным интервалом) *X*%. Эта концепция наиболее полезна на ликвидных рынках с большим объемом операций и может использоваться для предоставления информации и установления ограничений на торговлю. Для определения *VaR* необходимо знать текущую рыночную стоимость финансового инструмента, волатильность, т.е. стандартное отклонение этой рыночной стоимости для данного инструмента, предполагаемый инвестиционный горизонт и необходимый доверительный уровень. *VaR* опирается на накопленную базу фактических данных, и его можно посчитать только для рисков, измеряемых количественно. Поэтому этот показатель не применим к политическим рискам, а также к рискам ликвидности и персонала. Для каждого компонента инвестиционного портфеля необходимо иметь большой массив фактических данных. Трудности также связаны с тем, что покрытие инвестиционной позиции в ухудшающихся рыночных условиях может повлечь дополнительные потери, не предусмотренные *VaR*. Методология расчета *VaR* предусматривает постоянство состава портфеля на протяжении какого-то времени. С помощью *VaR* мы измеряем не максимальные потери, которые произойдут в будущем, а уровень потерь, который может быть достигнут с вероятностью в *X*%.

вернется в реальность. Менеджмент таким образом получает возможность определить риски и принять решения относительно открытых позиций на финансовых рынках по процентным инструментам, акциям и (или) валютам.

Такой анализ руководство банка *Chase* называет рассмотрением «вероятных событий в ненормальных условиях рынка». В банке *J.P. Morgan Chase & Co* эти сценарии делятся на две категории:

1) воспроизведение условий уже случившихся кризисов (например, валютного кризиса в России в 1998 г. и краха фондового рынка в 1987 г.);

2) тщательно отобранные гипотетические ситуации (например, неблагоприятное развитие ситуации в отдельных странах, которое приводит к «бегству капитала» инвесторов в страны со стабильной ситуацией).

Руководитель банка *Chase* господин Л.Д. Уэбстер отмечает: «Интересно, что стресс-тестинг имеет такую же архитектуру, которую мы используем в определении *VaR*: одинаковые системы, одинаковые предположения о фактах, сходный способ действия при выполнении расчетов.

Отдельные результаты стресс-тестинга очень схожи с расчетами *VaR*. Отличие в том, что стресс-тестинг не имеет отношения к прошлому. Однако в обоих случаях используется тот же самый набор позиций».³⁶

Гипотетические сценарии для стресс-тестинга тщательно отбираются, чтобы соответствовать тем операциям, которыми занимается *Chase*. Плохо отобранные сценарии в лучшем случае не будут представлять ценности, а в худшем могут оказаться обманчивыми.

Вот что говорит господин Уэбстер о гипотетических сценариях: «Мы создаем гипотетические сценарии, потому что история повторяется, но несколько иначе. Существуют определенные тонкости развития рынков и взаимодействия их участников между собой, которые со временем меняются. Например, может измениться отношение трейдеров к риску. Поэтому следует создавать гипотетические сценарии с учетом всех этих обстоятельств.

Сценарии утверждает комитет по рыночному риску. Периодически мы подробно обсуждаем их внутри комитета, говорим об их актуальности и уместности. Во-первых, сценарии должны соответствовать нашим рискам. Бессмысленно проводить стресс-тестинг для гипотетического сценария, если он не имеет ничего общего с нашим риском, например землетрясением в Японии. Это, несомненно, важное событие, но для нас оно не имеет особого значения.

Во-вторых, гипотетические сценарии должны быть маловероятными, но правдоподобными. Что означает «быть маловероятным»? Это означает «быть предполагаемым, но непредсказуемым сценарием». Очень трудно создать модель с указанием вероятности тех или иных событий, так как вы занимаетесь стресс-тестингом, в рамках которого события нельзя предсказать.

Самое лучшее, что можно сделать в этом случае, – это создать определенное суждение о том, в результате чего происходит то или иное событие, которое должно быть маловероятным, но в то же время правдоподобным. Это своего рода рассуждение на политическую или экономическую тематику, из которого логически можно предположить, что такой сценарий окажется правдоподобным. Сценарии должны быть правдоподобными и маловероятными, именно в этом и заключается весь анализ».

Руководитель кредитного департамента Роберт Стронг (*Robert Strong*) объясняет, к каким результатам приводит стресс-тестинг текущего кредитного портфеля: «Для нашего портфеля мы разрабатываем сценарий глубокой экономической рецессии. Мы берем два

³⁶ Бартон Томас, Шенкир Уильям, Уокер Пол. Комплексный подход к риск-менеджменту: стоит ли этим заниматься. Пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. С. 28.

портфеля такого состава, которые в прошлом характеризовались наибольшими потерями, и подвергаем их тестированию. Далее мы исходим из уровня дефолта наших клиентов, выше фактического в условиях рецессии, и смотрим, какой будет ситуация через два года, стараясь понять, насколько плохой может быть ситуация в итоге».³⁷

В управлении рыночным риском *VaR* и стресс-тестинг сопровождаются нестатистическим анализом величины и направления риска. Это прежде всего анализ восприимчивости к риску (чувствительности), который позволяет оценить влияние какого-либо изменения в рыночных ставках.

³⁷ Бартон Томас, Шенкир Уильям, Уокер Пол. Комплексный подход к риск-менеджменту: стоит ли этим заниматься.: Пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. С. 42.

2.7. Анализ кредитных рисков

Кредитование как форма реализации инвестиционных проектов в современных условиях ориентировано прежде всего на проекты, которые могут быть реализованы в срок до года, реже до 1,5–2,5 лет при рыночном уровне ставок процента, хотя в мировой практике инвестиционные кредиты в основном предоставляются до 10 лет.

Кредитный риск – риск, связанный с опасностью неуплаты заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору. Причинами возникновения кредитного риска могут быть недобросовестность заемщика, ухудшение конкурентного положения конкретной фирмы, неблагоприятная экономическая конъюнктура. Следует отметить, что кредитный риск имеет место и в финансовой деятельности предприятия при предоставлении им товарного (коммерческого) или потребительского кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчета за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию, а также превышения расчетного бюджета по инкассированию долга. Кредитный риск характеризуется как вероятность непогашения основного долга и процентов, непредвиденные обстоятельства, могущие возникнуть до истечения срока, к которому лицо, получившее отсрочку платежа или кредит, обязалось погасить задолженность. Кредитный риск – это не само свойство кредита, не столько вероятность, возможность нежелательного хода или неизбежность результата в процессе кредитования, сколько деятельность, которая может привести к достижению отрицательного результата.

Об уровне кредитного риска свидетельствует такой показатель, как просроченная задолженность. В последнее время данный показатель по России имеет тенденцию к снижению. Банкиры называют в качестве основных предпосылок к этому появление базы данных недобросовестных заемщиков и пересмотр отношения самих банков к процедуре кредитования, предъявление более жестких требований к заемщикам. Так или иначе, но иногда все же случаются и срывы, поэтому в инвестиционной сфере требуется построение комплексной системы риск-менеджмента.

Кредитные риски в зависимости от уровня могут возникнуть как следствие политических либо экономических причин. Данные риски являются внешними кредитными рисками по отношению к банку в отличие от внутренних кредитных рисков, затрагивающих отношения коммерческих банков с заемщиками.

На степень кредитного риска банков влияют следующие факторы:

- 1) степень концентрации кредитной деятельности банка в какой-либо сфере (отрасли), чувствительной к изменениям в экономике, т.е. имеющей эластичный спрос на свою продукцию, что выражается степенью концентрации клиентов банка в определенных отраслях или географических зонах, особенно подверженных конъюнктурным изменениям;
- 2) удельный вес кредитов и других банковских контрактов, приходящихся на клиентов, испытывающих определенные специфические трудности;
- 3) концентрация деятельности банка в малоизученных, новых, нетрадиционных сферах;
- 4) внесение частых или существенных изменений в политику банка по предоставлению кредитов, формированию портфеля ценных бумаг;
- 5) удельный вес новых и недавно привлеченных клиентов;
- 6) введение в практику слишком большого количества новых услуг в течение короткого периода (тогда банк чаще подвергается влиянию отрицательного или нулевого потенциального спроса);
- 7) принятие в качестве залога ценностей, труднореализуемых на рынке или подверженных быстрому обесцениванию.

Банковское кредитование реальных инвестиционных проектов имеет специфические черты по сравнению с краткосрочным кредитованием.

Кредитный риск при кредитовании инвестиционных проектов количественно может быть оценен как отношение объема невыполненных обязательств по возврату предоставленных банком на тех или иных условиях инвестиционных средств (или не плаченных клиентами процентов по ним к общему объему обязательств клиентов (или причитающихся к уплате процентов) и рассчитывается на основе кредитной истории банка.

Так как момент возникновения обязательств и момент невыполнения клиентом своих обязательств обычно разнесены во времени, то величина реализованного за период кредитного риска потенциального кредитного риска по вновь заключенным или не закрывшимся договорам различается. Поэтому анализ кредитных рисков проводится в два этапа. Задачами первого этапа являются выявление общего объема не выполненных клиентами обязательств, группировка их в соответствии со специфическими характеристиками этих клиентов и выданных им ссуд и обобщение тенденций реализации кредитных рисков. На втором этапе анализа необходимо использовать эти выводы для классификации ссуд кредитного портфеля и оценки реальной рыночной стоимости активов банка.

Анализ реализованных кредитных рисков имеет смысл проводить по отдельным группам активов и ссуд (например, МБК, ссуды корпоративным клиентам и т.д.). Внутри каждой группы нужно выделить ссуды, по которым клиенты нарушают договорные обязательства, определить, как ранее данные ссуды классифицировались и какие факторы повлияли на качество кредита. Анализ реализованных кредитных рисков, как и любой этап анализа, должен подытоживаться выделением сильных и слабых сторон банка на различных сегментах рынков активных операций. Полученные результаты используются также для уточнения методики классификации кредитов, применяемой на следующем этапе.

В основе анализа потенциальных кредитных рисков лежит классификация ссуд кредитного портфеля банка и его прочих активов, осуществляемая либо по рекомендациям ЦБ РФ (инструкция № 62а), либо по собственной методике банка.

После анализа реализованных кредитных рисков осуществляется новая процедура классификации кредитного портфеля и портфелей активов, предполагающая индивидуальную оценку уровня риска всех активных операций банка и получение на этой основе обобщенных характеристик банковских активов. Кроме классификации портфелей активов по группам риска, при анализе кредитного риска необходимо оценить уровень диверсификации банковских вложений в региональном и отраслевом аспектах, так как высокий уровень однотипных вложений также повышает уровень кредитных рисков, в данном случае системных: неблагоприятная ситуация в регионе или нарастание экономических проблем в одной из отраслей могут привести к серьезным проблемам банка, не имеющего альтернативных вложений.

При проведении ситуационного анализа и осуществлении мониторинга кредитного портфеля выявление клиентов, имеющих сопоставимый с капиталом банка объем обязательств (например, более 5% капитала), необходимо для своевременного обнаружения потенциального кредитного риска.

Завершающим этапом оценки кредитного риска может быть оценка реальной рыночной стоимости кредитов и ценных бумаг банка. В зависимости от класса кредитов на основе проведенного анализа реализации кредитных рисков определяется возможная доля потерь по ним (с учетом реализации имеющихся залогов). Стоимость портфелей ценных бумаг определяется на основе существующих рыночных котировок и их прогнозов. Далее эта оценка будет использоваться при определении достаточности капитала банка и его реального размера.

По большей части оценка уровня кредитного риска может быть достоверно произведена только при проведении внутреннего анализа, основанного на материалах кредитных дел заемщиков. Анализ кредитоспособности заемщика является одним из способов минимизации кредитного риска. Под кредитоспособностью заемщика понимается способность хозяйствующего субъекта (юридического или физического лица) полностью и в срок рассчитаться по своим долговым обязательствам согласно условиям кредитного договора. Чтобы оценить кредитный риск, кредитный эксперт должен рассмотреть 4 аспекта кредитоспособности: отраслевой, финансовый, управленческий, аспект качества обеспечения.

На базе информации, собираемой банком, проводятся объективный анализ степени риска, связанный с предоставлением предприятию кредита, определение максимального размера кредита, который может быть предоставлен банком, возможного срока погашения. Поэтому информация, представляемая заемщиком и собираемая кредитором, должна быть достоверной, качественной и полной. Проблеме полноты и качества информации, позволяющей максимально точно определять уровень кредитного риска и сферу его влияния, уделяется все больше внимания в коммерческих банках. Однако при анализе кредитоспособности заемщика отечественные банки сталкиваются с вопросом, где и как можно получить достоверную информацию.

Здесь полезен опыт мировой банковской системы. В странах с развитой рыночной экономикой, в которых существуют разные системы сбора и анализа сведений о репутации и финансовом положении заемщиков, действуют кредитные бюро, которые создаются на коммерческой основе или государством и предоставляют информацию всем, кто имеет на нее право.

Источниками информации, формирующими базу данных кредитного бюро, являются переговоры с заемщиком; инспекция на месте; анализ финансовых отчетов; внешние источники.

В странах с большей распространенностью информации объем банковского кредита значительно выше даже с учетом последствий различной степени юридической защиты кредиторов. Знание заемщиком, что его кредитные показатели будут известны будущим кредиторам, также снижает риск, поскольку повышает издержки просрочки платежей.

Однако в докладе Всемирного банка отмечаются и отрицательные стороны развития информационных технологий: «Чтобы извлекать выгоды из этого развития, заемщики должны в определенной мере пожертвовать секретностью. Поскольку задачей кредитного анализа является определение различий между кредитоспособными и прочими заемщиками, статистические модели рейтингов кредитоспособности, использующие более широкую личную информацию, чем только кредитная история, могут иметь социально нежелательные последствия в виде усиления значения ряда неблагоприятных факторов – географических, этнических и пр. Кредитная дискриминация по некоторым специфическим признакам в ряде стран запрещена законом, и даже если его соблюдение затруднительно, остается потребность в защите от социально вредных последствий такого типа кредитной информации. Кроме того, отрасль по сбору информации имеет естественную тенденцию к концентрации или даже монополизации (90% кредитной информации по сектору мелкого бизнеса в США обеспечивается лидером – фирмой „Дан энд Брэдстрит“)»³⁸.

Фирма «Дан энд Брэдстрит» собирает информацию примерно о 3 000 000 фирм США и Канады и предоставляет ее по подписке. Краткие сведения и оценки кредитоспособности каждой фирмы публикуются в общенациональных и региональных справочниках. Более детальная информация об отдельных фирмах сообщается в виде финансовых отчетов, наи-

³⁸ Кашафетдинов Ш.В. Формализованные оценки рисков в банковском менеджменте: Автореферат диссертации на соиск. учен. степ. канд. экон. наук // Рос. экон. акад. им. Г.В. Плеханова. М., 2003. С. 13–14.

более распространенный из них – «Информация о деловом предприятии». Первый из 6 разделов отчета содержит сведения общего характера – наименование и адрес фирмы: код отрасли и предприятия; характер производства; форма собственности; суммарная оценка кредитоспособности (рейтинг); быстрота оплаты фирмой счетов; объем продаж, собственный капитал, число занятых; общее состояние и тенденции развития фирмы.

Суммарная оценка кредитоспособности состоит из 2 частей – двух букв (или цифры и буквы) и цифры. Первые два знака представляют собой оценку финансовой устойчивости фирмы, а последний – оценку ее кредитоспособности.

Второй раздел отчета содержит сведения, полученные от поставщиков фирмы, относительно аккуратности в оплате счетов и о максимальном кредите, полученном в течение года.

Третий раздел включает последний баланс и информацию о продажах и прибыльности фирмы, если такая имеется.

Четвертый раздел показывает обычный размер остатка на депозитном счете и платежи по ссудам.

В пятом разделе содержатся данные о руководителях и владельцах фирмы. В последнем разделе подробно охарактеризованы род деятельности фирмы, ее клиентура и производственные мощности.

Иногда банки сверяют свою информацию с данными других банков, имевших отношения с заемщиком. Они могут также проверить данные у различных поставщиков и покупателей данной фирмы. Такая сверка информации с контрагентами фирмы и другими банками позволяет также выявить репутацию и возможности фирмы, обратившейся за кредитом.

Еще одним источником сведений в США является Служба взаимного обмена кредитной информацией при национальной ассоциации управления кредитом – организация, снабжающая сведениями о кредитах, полученных фирмой у поставщиков по всей стране.

Члены организации получают ответ на вопрос: как аккуратно платит фирма? Однако в информации содержатся только факты, но отсутствуют анализ, объяснение или какие-либо рекомендации.

Во Франции анализ кредитоспособности заемщика коммерческие банки дополняют данными из картотеки Банка Франции, которая состоит из 4 разделов:

1) 10 групп, в которых предприятия распределяются в зависимости от размера актива баланса;

2) 7 групп с шифром от 0 до 6. Предприятие занимает свою позицию доверия, по оценкам руководителей, держателей капиталов, с которыми оно имеет деловые связи;

3) классификация предприятий по их платежеспособности. Банк Франции фиксирует все случаи неплатежей и в зависимости от этого разделяет клиентов на 3 группы, которые шифруются цифрами 7, 8, 9 («7» – пунктуальные выплаты, отсутствие трудностей; «8» – временные затруднения, не подрывающие платежеспособности; «9» – весьма ненадежный клиент);

4) деление всех клиентов на 2 группы: векселя и ценные бумаги, которые будут перечтены Банком Франции или нет.

Приоритетным направлением анализа кредитной заявки потенциального заемщика должны стать 3 основные цели: выявление перспективных финансово-устойчивых заемщиков; оценка кредитоспособности заемщиков; оптимизация структуры кредита для уменьшения риска банка и достижения поставленных заемщиком целей.

Оценивая кредитоспособность, необходимо учитывать личные качества, правовой статус, состояние и доходность активов заемщика, а также прогнозное развитие, которое определяется деловыми качествами и внешними факторами.

В мировой практике при проверке кредитоспособности применяется 2 метода: логико-дедуктивный и эмпирико-индуктивный. С помощью логико-дедуктивного метода выявля-

ется зависимость между кредитоспособностью потенциального заемщика в будущем и факторами, которые оказывают на нее влияние, определяются важные внутрифирменные и внешние факторы.

Сущность эмпирико-индуктивного метода заключается в том, что данный метод обобщает опыт, связанный с предыдущими заемщиками, и учитывает его при принятии решения в отношении новых кредитов. Этот метод базируется на предположении о том, что на основе анализа финансовой отчетности можно судить о развитии кредитоспособности заемщика в будущем. Для этого определяются индикаторы посредством математико-статистических методов, которые отражают характерные признаки различных кредитных историй, и предлагаются методические указания для принятия решений.

Проверка кредитоспособности проводится с целью определения качественной и количественной величины кредитного риска до принятия решения о предоставлении кредита. Поэтому необходима комплексная проверка кредитоспособности заемщика и проверка обеспечения.

Существуют следующие способы оценки кредитоспособности: на основе системы финансовых коэффициентов; на основе анализа денежных потоков; на основе анализа делового риска.

Основными направлениями, по которым проводится работа по оценке финансового состояния заемщика, являются:

- 1) анализ результатов деятельности клиента, состояние его ликвидности, а также соотношение между заемными и собственными средствами;
- 2) финансовые тенденции деятельности клиента;
- 3) оценка допустимой суммы кредита, которая должна быть привязана к потоку денежных средств клиента;
- 4) структуризация кредита для обеспечения соответствия потребностям клиента и входящим и выходящим потокам денежных средств.

Говоря об оценке кредитоспособности на основе системы финансовых показателей, важно подчеркнуть тот факт, что в мировой банковской практике применяется 5 групп таких показателей: показатели ликвидности; показатели эффективности (оборачиваемости); показатели финансового левериджа; показатели прибыльности; показатели обслуживания долга. Выбор финансовых показателей для оценки кредитоспособности заемщика определяется особенностями клиентуры банка, возможными причинами финансовых затруднений, кредитной политикой банка.

Американский ученый Э. Рид предлагает систему, состоящую из 4 групп показателей, определяющих различные характеристики кредитоспособности предприятия: ликвидности, оборачиваемости, привлечения средств, прибыльности. Достоинство данной системы состоит в том, что она позволяет спрогнозировать своевременность совершения платежей в будущем, ликвидность и реальность оборотных активов, а также оценить общее финансовое состояние предприятия и его устойчивость. Кроме того, данная система показателей дает возможность установить границы снижения объема прибыли, в которых обеспечивается погашение ряда фиксированных платежей. Тем не менее система оценки кредитоспособности Э. Рида не учитывает показатели рыночной устойчивости и неполно отражает показатели долгосрочной платежеспособности.

В практике зарубежных банков используется система показателей оценки кредитоспособности клиентов, предложенная группой американских ученых: Б.И. Нидлзом, Г.Ф. Андерсеном, Д.К. Колдвелом. В нее входят следующие группы показателей:

- 1) показатели, характеризующие ликвидность;
- 2) показатели, характеризующие прибыльность;
- 3) показатели, характеризующие долгосрочную платежеспособность;

4) показатели, основанные на рыночных критериях.

Данная система показателей оценки кредитоспособности более подробно характеризует финансовое состояние предприятия, так как в ней присутствуют показатели долгосрочной платежеспособности, которые определяют надежность своевременного совершения будущих платежей. Таким образом, система позволяет оценить не только текущую кредитоспособность и ликвидность заемщика, но и предвидеть возможность неплатежеспособности предприятия в дальнейшем. Проблема секретности имеет важное практическое значение. Бэррон и Стейтен (*Barren and Staten, 2001*) показали, что при введении даже умеренных требований секретности теряется значительная доля потенциальной ценности кредитной информации.³⁹ В некоторых странах законодательство не позволяет открывать позитивную информацию по кредитной истории (т.е. разрешается сообщать только о дефолтах). Но без такой информации оказывается, что кредитор, установивший целевой коэффициент дефолта в размере не выше 3%, должен будет отказывать в предоставлении кредита 3 из каждых 5 заявителей, т.е. более чем в 2 раза большему числу, чем при наличии полной кредитной информации. Иногда банки сверяют свою информацию с данными других банков, имевших отношения с заемщиком. Они могут также проверить данные у различных поставщиков и покупателей данной фирмы. Такая сверка информации с контрагентами фирмы и другими банками позволяет также выявить репутацию и возможности фирмы, обратившейся за кредитом.

Наряду с положительными моментами данной системы ей присущ и недостаток – сложность расчета некоторых коэффициентов, требующих применения специальных статистических методов.

Оценка кредитоспособности на основе системы финансовых показателей полезна, поскольку дает характеристику отдельных сторон деятельности заемщика с помощью цифровых значений. Вместе с тем данная система ограничена, так как не учитывает ни характеристику заемщика (репутацию заемщика, кредитную историю в прошлом, отношения с деловыми партнерами, квалификацию персонала и т.д.), ни деловой климат в стране, ни состояние экономической конъюнктуры, наличие конкуренции, налоги, инфляции и т.д. Положение осложняется наличием «конкурирующих» количественных методов финансового анализа фирмы, основанных на вычислении по данным бухгалтерского баланса специальных коэффициентов-индикаторов. Среди них – коэффициенты текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами, восстановления платежеспособности, защищенности капитала, фондовой капитализации прибыли и т.д.

Каждый из названных коэффициентов имеет эталонное значение, с которым производится сравнение его расчетного аналога. При этом на практике эталонное значение является единым и «замороженным». Между тем очевидно, что оно должно быть, во-первых, дифференцировано для различных отраслей, имеющих объективно различную структуру активов и пассивов, во-вторых, жестко привязано к темпам инфляции, рост которых способствует завышению отчетных коэффициентов-индикаторов. По-видимому, не будет ошибкой утверждение, что эталонные коэффициенты должны быть дифференцированы и в региональном разрезе, так как различные территории имеют далеко не одинаковые воспроизводственные условия и возможности для сбыта продукции, что сказывается на финансовых показателях их деятельности.

Следовательно, из всего вышесказанного можно сделать вывод о том, что, применяя данные показатели, не стоит ограничиваться только ими, поскольку они не полно характеризуют кредитоспособность заемщика. Данную систему оценки кредитоспособности необходимо дополнять способами оценки на основе анализа денежного потока и анализа делового

³⁹ Пикфорд Дж. Управление рисками. М.: Вершина, 2004. С. 58.

риска. При этом анализ движения денежных средств следует проводить по 3 направлениям: текущая, инвестиционная и финансовая деятельность.

Публикуемая отчетность и материалы годовых отчетов банка также содержат ряд показателей, анализ которых позволяет делать выводы относительно уровня кредитного риска банка с высокой степенью точности. К таким показателям прежде всего относятся: обеспеченность кредитных вложений резервами на возможные потери по ссудам, доля просроченных кредитов в кредитном портфеле банка, максимальный размер риска на одного заемщика (Н6), максимальный размер крупных кредитных рисков (Н7). Эти и другие показатели оценки уровня кредитного риска приведены в приложении 5.

Обобщая опыт оценки и анализа кредитоспособности, следует выделить наиболее популярные методы. В английских банках используются системы *PARSER* или *CAMPARI*.

P-Person – информация о персоне потенциального заемщика, его репутации.

A-Amount – обоснование суммы испрашиваемого кредита.

R-Repayment – возможность погашения.

S-Security – оценка обеспечения.

E-Expediency – целесообразность кредита.

R-Remuneration – вознаграждение банка (процентная ставка) за риск предоставления кредита.

C-Character – репутация заемщика.

A-Ability – оценка бизнеса заемщика.

M-Means – анализ необходимости обращения за ссудой.

P-Purpose – цель кредита.

A-Amount – обоснование суммы кредита.

R-Repayment – возможность погашения.

I-Insurance – способ страхования кредитного риска.

В практике американских банков применяется «правило пяти си»:

- 1) *CHARACTER* – репутация заемщика;
- 2) *CAPACITY* – способность погасить ссуду;
- 3) *COLLATERAL* – наличие обеспечения, залога;
- 4) *CAPITAL* – капитал;
- 5) *CONDITIONS* – экономическая конъюнктура и ее перспективы.

Заметим, что американская система больше ориентирована на возможности возмещения потерь по ссудам, тогда как английская методика обращена на саму сделку, под которую испрашивается кредит. Только методика *PARSER* предусматривает расчет вознаграждения банка исходя из качества кредита. Конкретные значения показателей и способы расчета риска различаются в зависимости от ситуации. Результатом расчета является уровень риска потенциального кредита, выраженный в процентах или в виде рейтинга. Все эти методики, на наш взгляд, могут быть использованы только на начальном этапе анализа, так как дают лишь статическую, моментную характеристику заемщика и не раскрывают полностью его поведение в процессе использования кредита.

Модель кредитного надзора Чессера прогнозирует случаи невыполнения клиентом условий кредитного договора. При этом под невыполнением условий подразумевается не только непогашение ссуды, но и любые другие отклонения, делающие ссуду менее выгодной для кредитора, чем было предусмотрено первоначально. Автор модели использует 6 переменных:

X_1 = наличность + легкорезализуемые ценные бумаги / совокупные активы;

X_2 = нетто-продажи / наличность + легкорезализуемые ценные бумаги;

X_3 = брутто-доходы / совокупные активы;

X_4 = совокупная задолженность / совокупные активы;

X_5 = основной капитал / чистые активы;

X_6 = оборотный капитал / нетто-продажи.

На основе вышеизложенного была выведена формула:

$$Y = - 2,0434 - 5,24X_1 + 0,0053X_2 - 6,6507X_3 + 4,4009X_4 - 0,0791X_5 - 0,1020X_6.$$

Переменная Y используется для оценки вероятности невыполнения условий договора по следующей формуле:

$$P = 1/(1 + e^{-Y}).$$

Если $P > 0,5$, то заемщик не выполнит условий договора; если $P < 0,5$, то заемщик надежен.

Достоинством этой модели является возможность оценки заемщика как до выдачи кредита, так и в процессе мониторинга. Недостаток заключается в том, что значения коэффициентов могут не давать желаемого результата в условиях российской действительности.

Тот же принцип лежит в основе Z -анализа, разработанного Эдвардом Альтманом. Цель анализа заключается в отнесении изучаемого объекта к одной из двух групп: либо к банкротам, либо к успешно действующим фирмам.

Уравнение Z -оценки выглядит следующим образом:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5,$$

где X_1 = оборотный капитал / совокупные активы;

X_2 = нераспределенная прибыль / совокупные активы;

X_3 = брутто-доходы / совокупные активы;

X_4 = рыночная оценка капитала / балансовая оценка суммарной задолженности;

X_5 = объем продаж / совокупные активы.

Правило классификации таково:

1) если $Z < 2,675$, фирму относят к группе банкротов;

2) если $Z > 2,675$, фирму относят к группе успешных.

При значении Z от 1,81 до 2,99 модель не работает, этот интервал – «область неведения». Достоинство этой модели по сравнению с моделью Чессера – простота.

Следовательно, по нашему мнению, из всего вышесказанного можно сделать вывод о том, что, применяя данные показатели, не стоит ограничиваться только ими, поскольку они неполно характеризуют кредитоспособность заемщика. Данную систему оценки кредитоспособности необходимо дополнять способами оценки на основе анализа денежного потока и анализа делового риска, при этом анализ движения денежных средств следует проводить по трем направлениям: текущая, инвестиционная и финансовая деятельность.

В результате аналитических исследований возможна ситуация, когда выяснится, что у клиента нет реальной потребности в кредите, и он в состоянии обойтись собственными средствами. Возможен и вариант, когда проект неосуществим в обозримом будущем. У коммерческой фирмы могут быть только два повода для обращения в банк за кредитом:

1) для пополнения оборотного капитала;

2) для удовлетворения потребности в инвестиционных средствах. В качестве основного инструмента анализа предлагается не стандартная форма движения денежных средств,

где учитываются не только деньги, но и денежные эквиваленты, а денежный поток в смысле денежного бюджета. Его обычно составляют финансовые работники фирмы с целью контроля над поступлением и расходованием средств. Составление денежного потока в принципе дело несложное. Важным является выбор временного интервала планирования, который зависит от природы фирмы и условий ее коммерческой деятельности. Чем меньше интервал планирования, тем точнее можно получить результат, но тем выше трудоемкость работ. На практике оптимальным интервалом планирования является декада, так как позволяет с большой степенью точности согласовать поступления и отток денежных средств в течение месяца. В каждом конкретном случае необходимо определить интервал или интервалы для разных стадий проекта, исходя из особенностей и характера проекта.

Прогноз денежных потоков позволяет получить контрольные цифры, обеспечивающие проведение оперативного контроля над действиями ссудозаемщика посредством анализа движения денежных средств по его расчетному счету. Базовыми показателями оперативного контроля являются:

- 1) суммы и сроки поступления денежных средств;
- 2) суммы и сроки расходования денежных средств. Отсутствие поступлений или превышение расходной части бюджета непременно приведут к невыполнению ссудозаемщиком своих обязательств перед банком.

Эффективность контроля возможна только в случае привязки разработанных графиков к кредитному договору. Кредитный договор должен предусматривать возможность приостановления или прекращения договора по факту непоступления средств на расчетный счет клиента или превышения расходов, предусмотренных бюджетом.

Из-за потенциально опасных последствий кредитного риска важно провести всесторонний анализ банковских возможностей по оценке, администрированию, наблюдению, контролю, осуществлению и возврату кредитов, авансов, гарантий и прочих кредитных инструментов. Данный анализ должен также определить адекватность финансовой информации, полученной от заемщика, которая была использована банком при принятии решения о выдаче кредита. Риски по каждому кредиту должны периодически переоцениваться, так как им свойственно изменяться.

Базельский комитет по надзору за банковской деятельностью в 1999 г. предложил участникам рынка внести кардинальные изменения в нормативы, регулирующие кредитную деятельность банков. Новый подход позволяет учесть уровень кредитоспособности заемщика, делая основной упор на наличие соответствующего кредитного рейтинга: чем выше кредитный рейтинг, тем меньше средств необходимо для создания резервов и поддержания позиции.

На данный момент в мировой практике для оценки кредитного риска используются следующие методологии и модели: *CreditRisk+* (CSFP, 1997); *CreditMetrics* (J.P. Morgan, RMG Corporation, 1997); *Portfolio Manager* и *Credit Monitor* (KMV Associates, 1993); *CreditPortfolioView* (McKinsey, 1998); *Jarrow-Tumbull Model* (Kamakura, 1993–1995).

Эти модели позволяют оценить с определенной степенью точности размер потерь от кредитного риска и вычислить рисковую стоимость (*Value at Risk, VaR*). Рисковая стоимость отражает максимально возможные убытки от изменения стоимости финансового инструмента, портфеля активов, компании и т.д., которое может произойти за данный период времени с заданной вероятностью его появления. Иными словами, рисковая стоимость – это размер убытка, который может быть превышен с вероятностью не более $x\%$ (не будет превышен с вероятностью $(100 - x\%)$ в течение последующих n дней).

Хотя каждая модель имеет свои особенности, все они дают возможность определить распределение убытков (*loss distribution*) по портфелю (корзине) кредитных рисков, а на основе этого вычислить ожидаемый убыток по портфелю при любом заданном уровне дове-

рия (доверительном интервале), изменчивость величины данных убытков и размер капитала, необходимого для поддержки портфеля.

Кривая распределения убытков по портфелю отражает вероятность достижения определенной стоимости портфеля в течение заданного временного периода.

Модели *VaR* также позволяют оценить разницу между экономическим капиталом (капиталом, необходимым для поддержания портфеля) и размером капитала, необходимого по условиям Базельского соглашения.

Процедура анализа кредитного риска с помощью моделей *VaR* включает анализ вероятности дефолта и ожидаемой остаточной стоимости по каждой составляющей портфеля, следующего за этим расчетом прогнозируемых убытков и формируемых резервов. В случае с портфелями, подвергающимися рыночной переоценке, помимо риска дефолта, важно также оценить риск изменения кредитных спредов и изменения сумм дополнительных доходов, получаемых в обмен на принятие кредитного риска. Сумма под риском (*VaR*) может быть рассчитана несколькими методами.

1. Метод исторического моделирования рассчитывает гипотетические изменения стоимости текущего портфеля на основе данных об изменениях факторов риска в прошлом.

2. Метод дисперсии / ковариации рассчитывает изменения стоимости текущего портфеля путем суммирования чувствительности факторов риска по отдельным позициям с матрицей ковариации, представляющей относительную неустойчивость и корреляции факторов риска.

3. Метод Монте-Карло конструирует распределение текущего портфеля с помощью крупной выборки случайных комбинаций сценариев движения цен, вероятность которых, как правило, рассчитывается на основе фактических данных за прошлый период.

При использовании методологии *VaR* ожидаемый финансовый результат деятельности банка включает следующие составляющие:

- 1) ожидаемые доходы;
- 2) ожидаемые расходы;
- 3) величину прибыли, подверженной риску (с обязательным указанием доверительного интервала).

На Западе методология *VaR* применяется, во-первых, при управлении рисками в части установления лимитов, оценки оптимального хеджирования, внутреннего контроля, отчетности; во-вторых, при определении качества работы.

По нашему мнению, методология *VaR* имеет следующие достоинства:

1) в рамках методологии применяется портфельный подход к рассмотрению структуры активов и пассивов банка;

2) расчет ожидаемой прибыли основан на сопоставлении реальных рыночных ставок финансовых инструментов, а не некоторой базовой рыночной ставке (имеющей аналитическую природу), как в методиках *GAP*-анализа и анализа разрыва дюрации (модифицированной дюрации);

3) расчет величины предполагаемого процентного риска (ППР) базируется на исторических колебаниях реальных финансовых инструментов, а не на произвольно задаваемых колебаниях базовой рыночной ставки;

4) за счет учета исторических ковариаций финансовых инструментов, составляющих портфель активов и пассивов банка, расчет предполагаемого процентного риска (ППР) производится более корректно, чем при применении методик стохастического моделирования;

5) методология применима при решении задачи регулирования себестоимости отдельных финансовых инструментов, входящих в портфель пассивов банка (например, при установлении ставок по корреспондентским счетам «лоро», расчетным текущим счетам клиентов и клиентским депозитам);

б) методология может использоваться для расчета обоснованного уровня «*stop-loss*» или «*take-profit*» для отдельных финансовых инструментов (например, спекулятивных вложений в корпоративные акции).

В зависимости от сферы применения *VaR* может иметь различные определения. Вот какое определение *VaR* дают руководители крупнейшего банка *Chase* с точки зрения ее использования для управления рыночным риском: «*VaR* – это денежная оценка возможных потерь при неблагоприятных рыночных условиях. *VaR* рассчитывается для одного операционного дня и является потерями, вероятность превышения которых составляет один процент».

Этот подход заключается в моделировании на основе фактических данных и предполагает, что изменения процентных ставок, курсов иностранной валюты, курсов акций и товарных цен на протяжении прошедшего года могут использоваться для прогноза их динамики в будущем.

Моделирование используется для анализа торговых позиций в конце каждого операционного дня. Результаты анализа рассматриваются применительно к каждой отдельной позиции, а также группируются по видам деятельности, географическим рамкам, валютам и типам риска.

В связи с тем, что максимальные и минимальные значения *VaR* разных компонентов портфеля могут встречаться в разные дни, нет смысла высчитывать эффект от диверсификации портфеля. Кроме того, среднее значение *VaR* и значение в конце года меньше суммы *VaR* всех компонентов ее рыночного риска, что является результатом компенсации риска вследствие диверсификации портфеля.

Chase только с 1999 г. стал предоставлять информацию о рыночном риске, связанном с инвестициями хеджингового фонда, выделив для этого отдельную категорию *VaR*.

По нашему мнению, недостатки методологии *VaR*, как и методик стохастического моделирования, обусловлены «статистической» природой методологии и связанными с ней следующими предположениями:

- 1) наличествуют ликвидные рынки с большими историей (как минимум, годовой), емкостью и числом операторов по каждому из финансовых инструментов, входящих в портфель активов и пассивов;
- 2) изменчивость финансовых инструментов, входящих в портфель активов и пассивов, близка к исторической;
- 3) корреляция валютных курсов практически не отличается от исторической;
- 4) доходности и себестоимости всех финансовых инструментов, входящих в портфель активов и пассивов, за последовательные промежутки времени являются некоррелированными;
- 5) поведение цен по всем финансовым инструментам, входящим в портфель активов и пассивов, не имеет закономерности и является случайным.

В.А. Купчинский и А.С. Улинич полагают, что методология *VaR* имеет следующие общие недостатки:⁴⁰

- 1) применима только для анализа ликвидных рынков с большими историей, емкостью и числом операторов;
- 2) предполагает, что историческая изменчивость является хорошим ориентиром на будущее;
- 3) корреляция валютных курсов принимается в качестве постоянной;
- 4) предполагает линейную динамику доходности и (или) себестоимости финансовых инструментов;

⁴⁰ Купчинский В.А., Улинич А.С. Система управления ресурсами банка. М.: Экзамен, 2000. С. 79–81.

5) не учитывает торговый риск в течение одного дня.

Названные исследователи исходя из анализа предположений, принятых в рамках методологии *VaR*, и ее недостатков, приходят к заключению, что после августовского кризиса 1998 г. в российских условиях она неприменима по следующим причинам:

1) в течение ближайших нескольких лет в России не будет финансовых рынков, отвечающих требованиям развитости, емкости и ликвидности, предъявляемым *VaR*;

2) до новой стабилизации финансовых рынков Российской Федерации корректность предположений, связанных с исторической изменчивостью, является спорной;

3) в связи с резким падением российского рубля не выполняются ограничения, связанные с устойчивостью корреляций валютных курсов.

Таким образом, В.А. Купчинский и А.С. Улинич считают, что из всего многообразия методик финансового анализа, распространенных на Западе, в России «работают» лишь методика анализа разрывов платежной позиции банка (*GAP*-анализа) и методика анализа изменения чистой текущей стоимости (*NPV*) банков, базовая рыночная ставка которых моделируется путем анализа сценариев.

Однако этого недостаточно для корректного анализа уровня финансового риска коммерческого банка, особенно кредитного риска.

Моделирование кредитного риска отличается повышенной сложностью, что обусловлено наличием как минимум трех причин.

Во-первых, оценку кредитного риска на конкретный срок по каждому заемщику сильно затрудняют отсутствие ликвидного рынка и острая нехватка статистических данных для анализа риска дефолта (сам по себе дефолт не относится к категории часто происходящих общественных явлений). Особенно остро проблема нехватки данных стоит перед развивающимися рынками. Кредиты как частные контракты оценивать еще сложнее из-за конфиденциальности большей части информации.

Во-вторых, текущие вероятности дефолта, основанные на рыночных ценах, нельзя считать однозначно достоверными. Заинтересованные участники должны определять вероятность дефолта, либо принимая в расчет показатели, основанные на исторических данных об изменениях кредитных рейтингов, либо исходя из субъективных оценок при принятии решения о кредитовании.

В-третьих, корреляции между дефолтами весьма сложны для наблюдения и оценки, что затрудняет решение задачи агрегирования кредитного риска.

Сложность моделирования кредитных рисков обусловила появление альтернативных методов оценки вероятности дефолта, ожидаемых убытков и капитала, необходимого для поддержания существующих кредитных позиций. На базе этих методов участниками рынка и специализированными компаниями был разработан ряд моделей *VaR*, главные из которых нам представляется важным кратко охарактеризовать.

Модель *CreditRisk+* была разработана специалистами *Credit Suisse Financial Products* – одним из ее инвестиционных подразделений группы *Credit Suisse* и появилась на рынке в середине 1997 г. В основе ее аналитического подхода лежат показатели вероятности дефолта, сопоставляемые с иными показателями определенной рейтинговой группы, изменчивость данных вероятностей, а также общее исследование отдельного сектора экономики. Математическая основа модели схожа с применяемой в аналогичных ситуациях в страховании. Вместо нормального вероятностного распределения и допущения случайных отклонений, стандартно используемых в финансовой математике для описания ценовых движений активов, в *CreditRisk+* используются распределение Пуассона и связанные с ним математические методы.

Отметим, что модель *CreditRisk+* предназначена не для изучения причин дефолта, а для анализа такого показателя, как случайное событие. Поэтому в ней адаптируются мате-

математические методы, применяемые для анализа страховых рисков, аналогичные актуарным расчетам.

В отличие от *CreditMetrics* и *Portfolio Manager* в *CreditRisk+* не используются абсолютные уровни риска дефолта – уровни дефолтов выступают как непрерывная случайная величина. Будучи основой для присвоения кредитного рейтинга, они меняются с течением времени, и это непостоянство отражается в числовом значении их изменчивости (стандартное отклонение). Уровни дефолтов, сопоставленные с определенными рейтинговыми классами и распределенные по конкретным субъектам, вместе с показателями изменчивости определяются в *CreditRisk+* как исходные данные.

В *CreditRisk+* отрицается обязательное наличие корреляций между случаями дефолта, поэтому такие корреляции подробно не моделируются. Невозможность анализа взаимосвязи между отдельными кредитами, входящими в портфель, означает, что на практике самой важной является взаимосвязь между экономическими условиями и уровнем дефолтов. Однако и эта связь не является достаточно четкой: уровень дефолтов из года в год сильно колеблется, а различные секторы экономики в разной степени подвержены влиянию общей экономической ситуации. Поэтому в качестве исходных данных в *CreditRisk+* используется волатильность этих уровней, причем чем больше будет охватываемый волатильностью временной период и чем большее число спадов и подъемов он будет включать, тем в большей степени модель будет отражать эффект экономических циклов.

Упомянутые особенности модели *CreditRisk+* позволяют сделать вывод о том, что она наиболее применима для вычисления общего уровня потерь и менее точна в анализе влияния отдельного сектора или субъекта на профиль портфельного риска. Это не представляется большим упущением, поскольку существующая корреляция сама не отличается необходимой стабильностью. В то же время минимум требований к исходным данным делает эту модель более простой в применении, дополнительную привлекательность ей придает быстрота аналитических расчетов распределения убытков по портфелю.

Методология *CreditMetrics* была разработана сотрудниками ведущего оператора рынка кредитных деривативов – банка Дж.П. Моргана и стала применяться наряду с *CreditRisk+* с 1997 г. Впоследствии подразделение, занимавшееся данным проектом, было выделено в отдельную структуру – *Risk Metrics Group (RMG)*. В отличие от *CreditRisk+* *CreditMetrics* – это всего лишь методология и первоначальные исходные данные, т.е. для работы с ними и добавления собственных данных нужно дополнительное программное обеспечение.

Методология *CreditMetrics* базируется на методе статистических испытаний Монте-Карло (*Monte Carlo simulation*). Это означает, что распределение убытков определяется на основе значений вероятностей так называемой кредитной миграции и корреляции между изменениями кредитных рейтингов. Применение этого метода обуславливается тем, что статистические приемы, используемые в нем для моделирования возможной стоимости кредитов в портфеле, порождают значительное увеличение количества расчетов, необходимых для оценки результата при добавлении в портфель еще одного кредита. Так, для портфеля из 3 активов с помощью рассматриваемой модели исследуется 512 возможных сочетаний, а в случае с 5 активами их число достигнет уже 32 768.

Метод Монте-Карло позволяет выводить распределение убытков по портфелю на любую дату в пределах срока обращения активов. По каждому должнику определяется кредитный рейтинг, а для вычисления вероятности его изменения или дефолта применяется специальная переходная матрица (*transition matrix*).

Одним из преимуществ методологии *CreditMetrics* является то, что она учитывает выгоды от диверсификации портфеля, уменьшающие совокупный риск одиночных сделок, и принимает в расчет взаимосвязанные события, касающиеся должников (одновременное

понижение рейтингов нескольких должников и т.п.). В итоге концентрация портфеля на отдельном заемщике, отрасли или регионе выразится в росте требований к размеру капитала.

По методологии *CreditMetrics* не рассчитывают эффект возможной корреляции между поведением отдельных заемщиков и кредитными случаями, с одной стороны, и глобальными факторами (состоянием экономики и др.) – с другой. Он учитывается опосредованно через использование исторических данных о дефолтах и вычисление корреляций облигационных спредов по базовым активам. Заметим, однако, что при весьма скудных сведениях о многочисленных дефолтах исторические данные не смогут оказаться полезными. Использование облигационных спредов выглядит более привлекательным, но оно требует дополнительных допущений относительно связи между ценами активов и изменениями рейтингов или дефолтом.

Необходимо отметить, что на понижение цены кредитного инструмента оказывает влияние не только объявление дефолта (крайний случай обесценения), но и снижение кредитного рейтинга.

Главными достоинствами *CreditMetrics* являются относительная простота и четкость методологии, позволяющие дополнительно реализовать обучающую функцию. Кроме того, под данную методологию независимые компании создали ряд совместимых с ней программных продуктов, расширяющих сферу ее применения.

Модель Portfolio Manager была разработана сотрудниками *KMV Corporation* и введена в 1993 г. В ее основе лежит измерение вероятностей дефолта при помощи методов, используемых в ценообразовании опционов (модель Блэка – Шоулза), и модель Мертона. Согласно модели Мертона корпоративные акции рассматриваются как опцион «колл», выпущенный на активы компании. В соответствии с таким подходом акционеры передают право собственности кредиторам, но имеют право выкупить его обратно (т.е. как бы исполнить опцион на покупку), уплатив оставшийся долг (т.е. произведя покупку по цене исполнения). Если стоимость компании превосходит ее обязательства на дату погашения и акционеры уплатят долг, то остаток капитала будет находиться у самой компании. В противном случае акционеры позволят компании объявить дефолт. Стоимость компании может быть определена комбинированием текущей стоимости ее долговых обязательств покупкой опциона «колл» и продажей опциона «пут» с той же ценой исполнения и датой истечения.

Применительно к кредитному риску модель Мертона показывает, как снижается стоимость акций компании по мере приближения даты погашения долга и как фирма объявляет дефолт при обесценении права акционеров на досрочное погашение. Последняя ситуация описывается моделью как точка дефолта.

Отличительной особенностью *Portfolio Manager* является использование готовых выходных данных и методологии *VaR* для оптимизации кредитного портфеля и расчета коэффициентов Шарпа по каждой его составляющей. Исходное распределение вероятностей дефолта было получено эмпирически на основе собственной базы данных *KMV Corporation* более чем по 25 000 компаний во всем мире.

Для определения процентной вероятности достижения точки дефолта было введено понятие «дистанция до дефолта» (*distance to default*). При помощи этого показателя и базы данных модели получают ожидаемую частоту дефолта (*expected default frequency – EDF*).

С точки зрения разработчиков модели, взаимосвязь между двумя названными показателями отличается особенной устойчивостью в течение длительного периода времени и в условиях меняющейся экономической среды. Кроме того, показатель *EDF* играет важную роль: с помощью него и показателя глубины убытка (*loss severity*) определяют размер ожидаемых убытков в случае дефолта.

К числу выигрышных функциональных возможностей модели *Portfolio Manager* следует отнести определение оптимальных уровней для покупки, продажи или владения активом, определение структуры оптимального портфеля через изменение удельных весов существующих позиций, а также расчет «справедливых» цен для кредитных активов, соответствующих уровням капитала, необходимого для поддержки портфеля, и вкладов каждого последующего актива в общий профиль портфельного риска (*marginal risk contribution*).

Кроме того, при помощи модели *Portfolio Manager* и метода Монте-Карло можно установить распределение убытков по кредитному портфелю на любую дату в течение всего срока обращения и рассчитать величину капитала, необходимую для поддержания портфелей с разным уровнем риска.

Главным достоинством модели *Portfolio Manager* является своевременность предоставляемой ею информации о дефолтах, сигнализирующей об ухудшении кредитных характеристик заемщика. Примечательно, что модель «подает» сигнал, предвещающий возможный дефолт, примерно за 1,5 года до предполагаемого события. Вычислив вероятность дефолта с помощью *Portfolio Manager*, можно дать адекватную оценку задолго до того, как рейтинговые агентства проанализируют финансовую информацию за прошедший период.

Модель CreditPortfolioView была разработана сотрудниками консалтинговой фирмы *McKinsey*. Главной отличительной чертой этой модели является принятие в расчет текущих макроэкономических условий и разницы в экономическом развитии отдельных регионов, вызванной географическими или отраслевыми особенностями.

Согласно установкам *CreditPortfolioView* к факторам, влияющим на уровень дефолтов, относятся темпы роста ВВП, уровень безработицы и уровень процентных ставок. Следуя этой логике, должнику, например с кредитным рейтингом «ВВВ», в период экономического спада присуща большая вероятность дефолта, нежели в период бума.

Конкретная же форма распределения убытков по портфелю обусловлена текущим состоянием экономики и ведущих отраслей промышленности отдельно взятой страны. Данное положение, по мнению разработчиков модели, не исключает возможности использования эмпирической взаимосвязи макроэкономических факторов и рейтинговых переходных матриц.

При всем ее глобальном охвате модель *CreditPortfolio-View* обладает существенным недостатком – отсутствием данных, необходимых для выверки. Анализируя возможности модели, можно сделать вывод, что уточнение данных посредством увеличения числа рейтинговых классов, отраслей или географических регионов приводит к тому, что количество данных в отдельной категории сокращается. Это означает, что число исследуемых дефолтов уменьшается, а стандартная ошибка при расчете итоговых данных увеличивается, подвергая сомнению объективность полученных результатов.

Модель Джэрроу – Тернбула (*Jarrow – Turnbull Model*) впервые была предложена участникам рынка в 1993 г. основателем компании *Kamakura* Робертом Джэрроу и профессором Стюартом Тернбулом. В ее ранней версии была описана лишь общая методология оценки кредитов и основанных на них инструментов, а в 1995 г. была опубликована расширенная версия, в которой использовались исторические данные для оценки специфических параметров модели.

Модель Джэрроу – Тернбула содержит методику многофакторного анализа процентных ставок, с помощью которой можно получить количественную оценку связи между колебаниями процентных ставок и вероятностью дефолта за определенный промежуток времени. По мнению авторов модели, именно эта рыночная взаимосвязь является наиболее важной компонентой для максимально точного определения цены кредитного инструмента.

Анализ исследуемых в работе моделей позволяет утверждать, что именно повышенная сложность оценки и моделирования кредитных рисков привела к появлению и высокой

популярности ценовых моделей *VaR*, базирующихся на методологии оценки размера потерь по отношению к стоимости позиции. Сложность моделирования в России обусловлена главным образом отсутствием ликвидного рынка, недостаточной объективностью имеющихся статистических данных о вероятностях дефолта и трудностями выявления и наблюдения корреляций между случаями дефолта.

Прав А.В. Кавкин, называющий основным достоинством моделей *VaR* то, что они дают коммерческим банкам возможность измерить величину кредитного риска, вычислить долю каждого кредита в общей доходности капитала и, соответственно, определить размер капитала, достаточного для обеспечения каждой отдельной позиции в кредитных портфелях. В основе данных моделей лежит подробный анализ риска дефолта, необходимый для получения распределения убытков по портфелю, для определения размера ожидаемых убытков и размера капитала, обеспечивающего поддержание имеющихся кредитных позиций.

Крупные банки в России, которым приходится иметь дело с высоким потенциальным финансовым риском, должны разрабатывать значительно более сложные системы индексов риска инвестиционной деятельности и методов его измерения и оценки, которые могут быть применены к различным рынкам. Такие внутренние модели измерения риска при возможных различиях в конкретных механизмах, как правило, имеют общую методологическую основу. Эти модели обычно измеряют агрегированный потенциальный рыночный риск банка и оценивают сумму, которую банк может потерять в случае владения конкретным активом в течение некоторого периода времени. Поскольку такие модели, основанные на показателях *VaR*, охватывают несколько видов рыночного риска, банк получает возможность точно настроить структуру портфеля и испробовать различные варианты диверсификации портфеля с целью снижения риска и (или) соответствующих потребностей в капитале.

На основе проведенного исследования можно сделать следующие выводы и рекомендации:

1) важная задача при создании эффективной системы управления хозяйственной и инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности – выбор метода идентификации и оценки рисков инвестиционной деятельности, который должен строиться на первоначальном формировании базы методов идентификации и оценки, а также формировании критериев возможности и целесообразности применения того или иного метода. Основным параметром в рамках данного выбора будет являться «информационная насыщенность» анализируемого явления;

2) объекты, обладающие вероятностной природой и имеющие под собой в качестве обоснования некую статистическую экстраполируемую выборку, могут быть оценены с помощью традиционных вероятностно-статистических методов. Оценка же объектов, не имеющих таких данных, должна проходить с помощью методов нечеткой логики;

3) корректность оценки в обоих случаях всегда будет определяться адекватностью созданной модели рисков с точки зрения их анализа и синтеза решений, т.е. должно обеспечиваться условие соответствия системы рисков и ее модели, служащей основой для принятия решения, иначе говоря, должно соблюдаться условие валидности системы;

4) проблема принятия решений в инвестиционном менеджменте по оценке уровня риска в первую очередь заключается:

а) в большом количестве критериев эффективности инвестиционных решений, пренебрежение любым из которых может снизить эффективность проекта, нанести ущерб инвестору и организации, внедряющим проект, привести проект к банкротству, невозможности обеспечить расчеты по требованиям кредиторов;

б) в противоречиях критериев: например, рост доходности инвестиций, как правило, ведет к росту риска;

в) в непрерывном изменении условий реализации проекта во времени и, соответственно, изменении эффективности проекта. Разработка и внедрение каждого проекта требуют немало времени, на протяжении которого критерии эффективности могут изменяться, что часто остается не замеченным инвесторами, хотя оказывает сильное влияние на эффективность проекта;

5) принятие инвестиционного решения должно быть не простым утверждением единственного варианта инвестиционного проекта, а выбором наиболее эффективного варианта из конкурирующих между собой альтернатив (различных проектов), что представляет собой сложную проблему, так как по одним критериям предпочтения получают одни проекты, а по другим – другие.

2.8. Анализ риска банкротства организаций

Банкротство относится к заключительному этапу развития кризиса финансового состояния предприятия, когда явно проявляются признаки потери платежеспособности и финансовой устойчивости.

Анализ риска банкротства предприятия необходимо начинать с анализа платежеспособности предприятия. Платежеспособность предприятия характеризует его способность своевременно рассчитываться по своим финансовым обязательствам за счет достаточного наличия готовых средств платежа и других ликвидных активов. Оценка риска потери платежеспособности непосредственно связана с анализом ликвидности активов и баланса в целом.

Следовательно, фактором риска является нарушение ликвидности баланса, а его последствием – неспособность предприятия своевременно покрывать обязательства своими активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств.

Тем самым риск потери предприятием платежеспособности характеризует его неспособность погасить в срок свои финансовые обязательства.

Данный вид риска оценивается с позиций краткосрочной перспективы на основе абсолютных и относительных финансовых показателей. Оценка данного вида риска может быть как приближенной, так и более детальной.

Исходной информацией для приближенной оценки риска потери платежеспособности служат данные бухгалтерского баланса (форма 1), а в качестве абсолютных финансовых показателей – средства по активам и обязательства по пассивам, сгруппированные по определенным признакам.

Методика оценки потери платежеспособности включает определенные блоки.

1. **Подготовка исходных данных** на основе предварительного агрегирования некоторых однородных по составу элементов балансовых статей.

2. **Разбиение активов по степени их ликвидности**, т.е. по времени превращения в денежные средства, на группы:

1) группа А1. Наиболее ликвидные активы (минимальный риск ликвидности): денежные средства (стр. 260 бухгалтерского баланса) и краткосрочные финансовые вложения (стр. 250);

2) группа А2. Быстрореализуемые активы (малый риск ликвидности): дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты;

3) группа А3. Медленно реализуемые активы (средний риск ликвидности): запасы (стр. 210); налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям (стр. 220); дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты (стр. 230); прочие оборотные активы (стр. 270);

4) группа А4. Труднореализуемые активы (высокий риск ликвидности): внеоборотные активы (иммобилизованные средства) – стр. 190.

3. **Ранжирование пассивов по степени срочности оплаты обязательств на группы:**

1) группа П1. Наиболее срочные обязательства: кредиторская задолженность (стр. 620);

2) группа П2. Краткосрочные пассивы: заемные средства (стр. 610); задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов (стр. 630); прочие краткосрочные обязательства (стр. 660);

3) группа П3. Долгосрочные пассивы: долгосрочные заемные средства и обязательства (стр. 590); доходы будущих периодов (стр. 640); резервы предстоящих расходов и платежей (стр. 650);

4) группа П4. Постоянные, или устойчивые, пассивы: статьи раздела III баланса «Капитал и резервы» (стр. 490).

4. Сопоставление приведенных средств по активу и пассиву и установление типа состояния ликвидности баланса.

Признак классификации – временной срез ликвидности баланса.

Для определения ликвидности баланса следует сопоставить итоги по каждой группе активов и пассивов. Тип состояния ликвидности баланса показан в таблице 15.

Таблица 15. Тип состояния ликвидности баланса

Тип состояния ликвидности	Балансовые соотношения			
	$A1 > П1$	$A2 > П2$	$A3 > П3$	$A4 > П4$
Абсолютная ликвидность (оптимальная)	$A1 > П1$	$A2 > П2$	$A3 > П3$	$A4 > П4$
Нормальная ликвидность (допустимая)	$A1 < П1$	$A2 > П2$	$A3 > П3$	$A4 > П4$
Нарушенная ликвидность (недостаточная)	$A1 < П1$	$A2 < П2$	$A3 > П3$	$A4 > П4$
Кризисное состояние (недопустимая)	$A1 < П1$	$A2 < П2$	$A3 < П3$	$A4 > П4$

Примечания:

1) выполнение четвертого неравенства ($A4 < П4$) является одним из условий финансовой устойчивости предприятия – наличие оборотных средств; в этом случае трудно реализуемые активы (здания, оборудование) должны быть покрыты постоянными пассивами (собственными средствами) и не превышать их;

2) если одно или несколько неравенств имеют противоположный знак от зафиксированного в оптимальном варианте, то ликвидность баланса в большей или в меньшей степени отличается от абсолютной.

5. Построение шкалы риска потери платежеспособности в зависимости от типа состояния ликвидности баланса:

1) **безрисковая зона** – состояние абсолютной ликвидности баланса, при котором у предприятия в любой момент наступления долговых обязательств ограничений в платежеспособности нет;

2) **зона допустимого риска** – текущие платежи и поступления характеризуют состояние нормальной ликвидности баланса ($A1 < П1$). В данном состоянии у предприятия существуют сложности оплатить обязательства на временном интервале до 3 месяцев из-за недостаточного поступления средств. В этом случае в качестве резерва могут использоваться активы группы А2, но для превращения их в денежные средства требуется дополнительное время. Группа активов А2 по степени риска ликвидности относится к группе малого риска, но при этом не исключены возможность потери их стоимости, нарушения контрактов и другие негативные последствия;

3) **зона критического риска** – состояние нарушенной ликвидности баланса ($A1 < П1$, $A2 < П2$). Данное состояние свидетельствует об ограниченных возможностях предприятия оплачивать свои обязательства на временном интервале до 6 месяцев. Имеющаяся тенденция

снижения ликвидности баланса порождает новый вид риска – кредитный, а также условия для возникновения риска финансовой несостоятельности.

4) **зона катастрофического риска.** В данном случае предприятие по состоянию ликвидности баланса находится в кризисном состоянии ($A1 < П1$; $A2 < П2$; $A3 < П3$) и не способно осуществить платежи не только в настоящем, но и в относительно отдаленном будущем (до 1 года включительно). Кроме того, если дополнительно $A4 > П4$, то это по сути предпосылка к возникновению риска несостоятельности предприятия, так как у него отсутствуют собственные оборотные средства для ведения предпринимательской деятельности.

Финансовая устойчивость характеризует стабильность финансового положения предприятия, обеспечиваемого высокой долей собственного капитала в общей сумме используемых финансовых средств. Тем самым финансовая устойчивость дает возможность оценить уровень риска деятельности предприятия с позиций сбалансированности или превышения доходов над расходами.

Одной из характеристик финансовой устойчивости является степень покрытия запасов и затрат определенными источниками финансирования. Фактор риска характеризует несоответствие между требуемой величиной оборотных активов и возможностями собственных и заемных средств по их формированию.

Риск потери предприятием финансовой устойчивости характеризует нарушение соответствия между возможностями источников финансирования и требуемыми материальными оборотными активами для ведения предпринимательской деятельности.

Последствия риска – превышение расходов над доходами, приводящее к финансовой неустойчивости.

Оценка риска осуществляется с позиций долгосрочной перспективы, и ее результаты должны ответить на вопрос: соответствует ли состояние активов и пассивов задачам финансово-хозяйственной деятельности предприятия?

Оценка риска потери предприятием финансовой устойчивости может осуществляться на основе как абсолютных, так и относительных финансовых показателей.

Абсолютные финансовые показатели характеризуют:

- 1) требуемые для деятельности материальные оборотные средства (запасы и затраты);
- 2) возможности источников средств их формирования. Исходной информацией для оценки риска служат данные бухгалтерского баланса (форма 1).

Методика оценки риска потери финансовой устойчивости с помощью абсолютных показателей включает следующие блоки:

- 1) подготовку исходных данных на основе предварительного агрегирования некоторых однородных по составу элементов балансовых статей;
- 2) определение суммарной величины требуемых запасов (стр. 210) и затрат (стр. 220) (33), входящих в состав материальных оборотных активов:

$$33 = (\text{стр. 210} + \text{стр. 220});$$

3) определение возможностей источников формирования требуемых запасов и затрат, в частности:

- а) собственных оборотных средств (СОС), учитывающих: собственный капитал и резервы (стр. 490), внеоборотные активы (стр. 190):

$$\text{СОС} = \text{стр. 490} - \text{стр. 190};$$

б) собственных и долгосрочных заемных средств (СДИ), в составе которых – дополнительные долгосрочные обязательства (стр. 590), включающие кредиты банков, займы, про-

чие долгосрочные обязательства со сроками погашения более 12 месяцев после отчетной даты:

$$\text{СДИ} = (\text{стр. 490} + \text{стр. 590}) - \text{стр. 190};$$

в) общей величины основных источников формирования запасов и затрат (ОВИ): собственные и долгосрочные заемные источники, краткосрочные кредиты и займы (стр. 610):

$$\text{ОВИ} = (\text{стр. 490} + \text{стр. 590} + \text{стр. 610}) - \text{стр. 190}.$$

4) расчет показателей обеспеченности запасов и затрат источниками формирования, характеризующих:

а) излишек (+) или недостаток (–) собственных оборотных средств

$$\pm \Phi^c = \text{СОС} - \text{ЗЗ (запасы и затраты)} = \\ \text{стр. 490} - \text{стр. 190} - (\text{стр. 210} + \text{стр. 220});$$

б) излишек (+) или недостаток (–) собственных и долгосрочных заемных источников формирования запасов и затрат

$$\pm \Phi^{cd} = \text{СДИ} - \text{ЗЗ (запасы и затраты)} = (\text{стр. 490} \\ + \text{стр. 590}) - \text{стр. 190} - (\text{стр. 210} + \text{стр. 220});$$

в) излишек (+) или недостаток (–) общей величины основных источников для формирования запасов и затрат:

$$\pm \Phi^o = \text{ОВИ} - \text{ЗЗ} = (\text{стр. 490} + \text{стр. 590} + \\ \text{стр. 610}) - \text{стр. 190} - (\text{стр. 210} + \text{стр. 220});$$

5) формирование трехкомпонентного вектора, характеризующего тип финансовой ситуации:

$$\mathbf{S}'(\Phi) = \{\mathbf{S}(\pm \Phi_c); \mathbf{S}(\pm \Phi^{cd}); \mathbf{S}(\pm \Phi)\},$$

где каждая компонента равна:

$$\mathbf{S}'(\pm \Phi) = 1, \text{ если } \Phi > 0;$$

$$0, \text{ если } \Phi < 0;$$

б) построение шкалы риска потери предприятием финансовой устойчивости в зависимости от типа финансовой ситуации:

а) **безрисковая зона** при состоянии абсолютной финансовой устойчивости. Эта ситуация встречается редко, представляет собой крайний тип финансовой устойчивости и харак-

теризует такое положение, когда только собственные средства авансируются в оборотные активы. Данной ситуации соответствует абсолютная платежеспособность, а понятия «платежеспособность» и «ликвидность» баланса являются синонимами. Риск потери финансовой устойчивости отсутствует;

б) **зона допустимого риска** при состоянии допустимой финансовой устойчивости; характеризует ситуацию недостатка собственных оборотных средств и излишек долгосрочных источников формирования запасов и затрат, в крайнем случае – равенство этих величин. Этой ситуации соответствуют гарантированная платежеспособность и допустимый уровень риска потери финансовой устойчивости;

в) **зона критического риска** при неустойчивом финансовом состоянии. Эта ситуация сопряжена с нарушением платежеспособности, но сохраняется возможность восстановления равновесия в результате пополнения собственного капитала и увеличения собственных оборотных средств за счет привлечения займов и кредитов, сокращения дебиторской задолженности. Финансовая неустойчивость считается допустимой, если величина привлекаемых для формирования запасов и затрат краткосрочных кредитов и заемных средств не превышает суммарной стоимости производственных запасов и готовой продукции – наиболее ликвидной части запасов и затрат;

г) **зона катастрофического риска** при кризисном финансовом состоянии. При этом предприятие полностью зависит от заемных средств, и эта ситуация наиболее близка к риску банкротства. В этом случае денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и дебиторская задолженность не покрывают кредиторской задолженности и краткосрочных ссуд. Пополнение запасов идет за счет средств, образующихся в результате замедления погашения кредиторской задолженности и возрастания кредитного риска.

Модели прогнозирования риска финансовой несостоятельности на основе зарубежных источников.

Модель прогнозирования финансовой несостоятельности Таффлера. В 1977 г. Л. Таффлер предложил следующую модель прогнозирования финансовой несостоятельности организации:

$$Z = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4$$

где X_1 – коэффициент покрытия: прибыль от реализации / краткосрочные обязательства;

X_2 – коэффициент покрытия; оборотные активы / сумма обязательств;

X_3 – доля обязательств: краткосрочные обязательства / сумма активов;

X_4 – рентабельность всех активов: выручка от реализации / сумма активов.

В целом по содержательности и набору факторов-признаков модель Таффлера ближе к российским реалиям, чем модель Альтмана, разработанная ближе к экономическим условиям развитых стран.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

1) модели прогнозирования банкротства в соответствии с западными методиками следует применять весьма осторожно и рассматривать полученные результаты как индикаторы возможных событий;

2) основные причины возможной неадекватности результатов прогнозирования банкротства связаны с тем, что при разработке указанных моделей не учитывался весь спектр

внешних факторов риска, свойственных для российских условий: финансовая обстановка в стране, темпы инфляции, условия кредитования, особенности налоговой системы и т.д.

Следовательно, необходимы разработки собственных моделей с учетом специфики российской действительности.

Модели прогнозирования риска финансовой несостоятельности на основе отечественных источников.

Специфика российских условий и их отличия от стран с развитой экономикой требуют, чтобы модели прогнозирования риска финансовой несостоятельности учитывали как особенности отрасли, так и структуру капитала предприятия.

В качестве основы моделей целесообразна методика дискриминантного анализа, но с периодическим уточнением факторов и весовых коэффициентов модели. Рассмотрим содержание и возможности отечественных моделей прогнозирования риска банкротства.

Двухфакторная модель прогнозирования банкротства.

Данная модель дает возможность оценить риск банкротства предприятий среднего класса производственного типа.

Информационной базой для определения весовых коэффициентов модели явились результаты деятельности более 50 полиграфических предприятий. Метод нахождения значений весовых коэффициентов – метод наименьших квадратов.

В основе модели – два фактора, характеризующих платежеспособность и финансовую независимость:

- 1) коэффициент текущей ликвидности ($K_{\text{тл}}$);
- 2) коэффициент финансовой независимости ($K_{\text{фн}}$) (коэффициент автономии) – удельный вес собственных средств в общей сумме источников финансирования.

Рекомендуемые значения для показателей:

$$K_{\text{тл}} = 2,0; K_{\text{фн}} = 0,5 - 1,0.$$

При значении $K_{\text{фн}} < 0,5$ возникает риск для кредиторов предприятия.

Модель прогнозирования риска несостоятельности имеет вид:

$$Z = 0,3872 + 0,2614K_{\text{тл}} + 1,0595K_{\text{фн}}$$

Как следует из конструкции модели, в прогнозировании возможного состояния банкротства определяющее значение имеет фактор финансовой независимости.

При нестабильной среде предпринимательства предприятие увеличивает запасы, что приводит к росту показателя $K_{\text{тл}}$, но одновременно растет вероятность риска их ликвидности (группа А3 – средний риск ликвидности), что снижает платежеспособность предприятия.

Шкала оценки риска банкротства включает 5 классов градации, и в зависимости от значения рейтингового числа Z она осуществляется по следующему правилу:

- 1) если $Z < 1,3257$ – вероятность банкротства очень высокая;
- 2) если $1,3257 < Z < 1,5457$ – вероятность банкротства высокая;
- 3) если $1,5457 < Z < 1,7693$ – вероятность банкротства средняя;

4) если $1,7693 < Z < 1,9911$ – вероятность банкротства низкая;

5) если $Z > 1,9911$ – вероятность банкротства очень низкая.

Для проверки работоспособности предлагаемой модели рассмотрим следующий тест: нормированные значения финансовых показателей равны: $K_{\text{тл}} = 2$, $K_{\text{фн}} = 1$. При данных значениях показателей рейтинговое число $Z = 1,9695$, что соответствует низкой вероятности банкротства.

В качестве недостатков модели следует отметить следующие. Вероятности банкротства имеют качественный характер (очень высокая, высокая, средняя, низкая, очень низкая) и отсутствует оценка эффективности методики (точность прогноза и временной лаг).

Четырехфакторная модель прогнозирования банкротства.

Модель разработана для прогнозирования риска несостоятельности торгово-посреднических организаций.

Необходимость разработки данной модели была вызвана тем, что модель Альтмана применительно к данной группе предприятий давала долю ошибочного прогноза – 84%, вероятностного – 11%. И только в 5% случаях прогноз соответствовал действительности.

Основной причиной ошибочных прогнозов является фактор X_4 – рыночная стоимость акций предприятий.

В соответствии с методикой разработки модели первоначально было выбрано 13 финансовых показателей. Исследования проводились по данным 2040 финансовых отчетов предприятий в течение 3 лет.

На основе результатов дискриминантного анализа предложенная модель прогнозирования банкротства торговых предприятий включает 4 фактора и имеет следующий вид:

$$Z = 0,838 X_1 + X_2 + 0,054 X_3 + 0,63 X_4,$$

где X_1 – доля чистого оборотного капитала: чистый оборотный капитал / общая сумма активов;

X_2 – рентабельность собственного капитала: чистая прибыль / собственный капитал;

X_3 – коэффициент оборачиваемости активов: выручка от реализации / общая сумма активов;

X_4 – норма прибыли: чистая прибыль / интегральные затраты.

Фактор X_4 – интегральные затраты – включает данные отчета о прибылях и убытках (форма 2), в частности: себестоимость (стр. 020); коммерческие расходы (стр. 030); управленческие расходы (040).

Шкала оценки риска банкротства имеет 5 градаций и осуществляется по следующим правилам:

1) если $Z < 0$ – вероятность банкротства максимальная (90– 100%);

2) если $0 < Z < 0,18$ – вероятность банкротства высокая (60– 80%);

3) если $0,18 < Z < 0,32$ – вероятность банкротства средняя (35–50%);

4) если $0,32 < Z < 0,42$ – вероятность банкротства низкая (15–20%);

5) если $Z > 0,42$ – вероятность банкротства минимальная (до 10%).

В данной системе оценивания между каждыми соседними интервалами оставлен лаг (5–15%), так как невозможно точно распределить значение рейтингового числа по вероятности банкротства. Особенно сложен переход между низкой и средней степенью банкротства.

Средние значения задействованных в модели факторов равны:

$$X_1 = 0,0108198;$$

$$X_2 = 0,090673;$$

$$X_3 = 1,685214;$$

$$X_4 = 0,143342.$$

Если значение исследуемого фактора выходит по анализируемому предприятию за пределы границ и данный факт не может быть объяснен особенностями предприятия или спецификой его работы, то в этом случае возможно появление неучтенного источника риска. Точность прогноза банкротства – до 81% на временном интервале до 9 месяцев.

Шестифакторная модель прогнозирования риска потери платежеспособности.

Данная модель разработана для предприятий цветной металлургии (предпринимательские структуры типа холдинга).

Особенности модели:

1) введен фактор капитализации предприятий для компенсации заниженного уровня балансовой стоимости активов;

2) учитывается фактор, характеризующий качество менеджмента.

При разработке модели распределение показателей по их важности осуществлялось на основе экспертного оценивания, а весовые коэффициенты – на основе метода линейного программирования.

Модель прогнозирования банкротства имеет следующий вид:

$$Z = 0,83X_1 + 5,83X_2 + 3,83X_3 + 2,83X_4 + 4,83X_5 + X_6,$$

где X_1 – коэффициент обеспеченности собственными средствами: собственные оборотные средства / общая сумма активов;

X_2 – коэффициент текущей ликвидности;

X_3 – рентабельность собственного капитала по чистой прибыли: чистая прибыль Ч / 100% / стоимость собственного капитала;

X_4 – коэффициент капитализации: рыночная стоимость собственного капитала / заемные средства;

X_5 – показатель общей платежеспособности (рыночная стоимость активов / сумма обязательств);

X_6 – коэффициент менеджмента (выручка от реализации / краткосрочные обязательства).

Оценивание вероятности банкротства осуществляется по следующему правилу: если $Z < 50$, то предприятие находится в зоне неплатежеспособности.

Модель позволяет:

- 1) ответить на вопрос – находится ли предприятие на грани банкротства;
- 2) выявить основные причины ухудшения финансового состояния предприятия;
- 3) оценить факторы риска среды предпринимательства;
- 4) разработать меры по снижению финансовых рисков, угрожающих предприятию банкротством.

Данная модель учитывает реалии российского финансового рынка и уровень менеджмента. Ограниченность применения модели вызвана большим объемом требуемых информационного и программного обеспечений.

Модели прогнозирования восстановления платежеспособности предприятия.

Если структура баланса признана неудовлетворительной, но при этом наметилась тенденция роста показателей $K_{ТЛ}$ и $K_{ОСС}$, то определяется коэффициент восстановления платежеспособности ($K_{ВП}$) за период, равный 6 месяцам. Расчетная модель определения значения показателя $K_{ВП}$ имеет вид:

$$K_{ВП} = [K_{ТЛК} + 6/T (K_{ТЛК} - K_{ТЛН})] / 2,$$

где $K_{ТЛК}$, $K_{ТЛН}$ – соответственно фактические значения коэффициента $K_{ТЛ}$ в конце и начале отчетного периода;

T – продолжительность отчетного периода (3, 6, 9, 12 месяцев).

Физический смысл показателя $K_{ВП}$ – прогнозируемая оценка показателя текущей ликвидности в ближайшей среднесрочной перспективе.

В зависимости от значения показателя $K_{ВП}$ принимается следующее решение:

1) если $K_{ВП} > 1$, то у предприятия есть реальная возможность выхода из кризиса и преодоления риска потери платежеспособности. В этом случае признание неудовлетворительности структуры баланса и неплатежеспособности предприятия откладывается на 6 месяцев;

2) если $K_{ВП} < 1$, то у предприятия нет реальной возможности восстановить свою платежеспособность в ближайшее время.

Завершая анализ методик прогнозирования риска банкротства предприятий, можно сделать следующие выводы: 1) двух- и трехфакторные модели не являются достаточно точными и являются, скорее, индикаторами прогноза риска банкротства;

2) зарубежные модели не полностью соответствуют специфике экономической ситуации и организации предпринимательства в России, в том числе отличающейся системами бухгалтерского учета и налогового законодательства, что находит отражение как в наборе факторов-признаков, так и в весовых коэффициентах при них;

3) отсутствие в российской статистике достаточного материала по организациям-банкротам не позволяет скорректировать зарубежные методики для различных отраслей и организационно-правовых форм, а определение весовых значений индикаторов экспертным путем не обеспечивает их достаточной точности;

4) период прогноза риска банкротства с учетом нестабильной и динамично реформируемой российской экономики не должен превышать 1 года;

5) методики дают возможность определить вероятность приближения стадии кризиса (банкротства), не позволяя прогнозировать наступления фазы роста и других фаз жизненного цикла предприятия.

Глава 3. Управление рисками фирмы

3.1. Сущность и принципы управления рисками

Изменчивость условий, в которых работают фирмы, открывает для них множество возможностей, но одновременно обуславливает ряд сложных моментов, которые нельзя преодолеть при традиционных подходах к менеджменту хозяйственной и инвестиционной деятельности. Следовательно, организациям, чтобы выжить в рыночной среде, выдержать конкуренцию и внести свой вклад в экономический рост, необходимо научиться управлять хозяйственной и инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности, предполагающей поиск новых возможностей повышения эффективности информационных, материальных и финансовых ресурсов.

С нашей точки зрения, управление хозяйственной и инвестиционной деятельностью у фирм в условиях неопределенности должно представлять собой многокритериальный выбор решений в соответствии с требованиями гарантированности или защищенности. Гарантированный результат в этом случае предполагает, что принятое решение не будет хуже заданного по одному параметру, а защищаемый – что принятое решение не будет хуже установленного по всем заданным параметрам.

В ходе подготовки операции по управлению рисками решаются следующие основные задачи:

1) выявляются (идентифицируются) возможные условия ведения хозяйственной и инвестиционной деятельности;

2) производится планирование деятельности в условиях неопределенности окружающей среды (в частности, осуществляется прогноз возникновения тех или иных рисков на различных стадиях операционной деятельности, инвестиционного кредитования);

3) разрабатываются методы управления хозяйственной и инвестиционной деятельностью, соответствующие выбранным критериям;

4) подготавливается персонал (группа риск-менеджеров), способный реализовать технологии управления рисками инвестиционной деятельности в условиях неопределенности окружающей среды;

5) решаются все задачи, связанные с управлением рисками хозяйственной и инвестиционной деятельности. Это прежде всего вопросы оценки и снижения затрат на реализацию тех или иных методов управления рисками и сравнение их с потерями, которые может понести субъект инвестиционной деятельности, если подвергнется рассматриваемым рискам. Это также вопросы оптимизации информационных, финансовых, материальных и других потоков в системе управления рисками;

6) разрабатывается механизм контроля за функционированием системы управления рисками, и реализуются мероприятия по обеспечению требуемой надежности данной системы (создается своеобразная система риск-менеджмента).

На этапе проведения операции управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности решаются следующие основные задачи:

1) реализуются методы, которые необходимо применить до начала инвестиционной деятельности;

2) по выбранным критериям оценивается эффективность управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности;

3) при необходимости задействуются дополнительные (разработанные на подготовительном этапе операции) технологии;

4) оперативно разрабатываются и применяются новые технологии в зависимости от ситуации, складывающейся на рынках;

5) определяются механизмы финансирования вновь разработанных и используемых антирисковых технологий;

6) выявляются и устраняются сбои в механизме управления рисками субъекта инвестиционной деятельности (работает система риск-менеджмента), решаются другие задачи.

По нашему мнению, управление инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности – это процесс выявления уровня отклонений в прогнозируемом результате, принятия и реализации управленческих решений, позволяющий предотвращать или уменьшать отрицательное воздействие на него и результаты воспроизводства случайных факторов, одновременно обеспечивая высокий уровень дохода.

В целом, по мнению автора, система управления рисками инвестиционной деятельности должна быть построена на основе рекуррентного подхода, т.е. быть способной к постоянному модифицированию с применением комплекса методов управления на всех этапах адекватно поступающим информационным потокам, быть адаптивной к изменениям окружающей среды, возникающим в ходе инвестиционной деятельности.

Отсюда следует, что в системе должен быть предусмотрен блок разработки и оптимизации методов управления инвестиционной деятельностью, определяемых особенностями информационной среды, к которым могут быть отнесены:

1) управление на основе контроля, предполагающее, что будущее есть повторение прошлого, предполагающее даже в рамках реализации инвестиционного проекта наличие возможности некоторой регламентации деятельности посредством создания ряда инструкций и стационарных процедур;

2) управление на основе экстраполяции, предполагающее, что по ряду параметров прошлое служит базой для определения тенденции будущего развития;

3) управление на основе предвидения изменений, предполагающее, что на основе данного предвидения можно предположить тенденции будущего развития;

4) управление на основе гибких экстренных решений, предполагающее наличие рекуррентности как основного качества системы управления инвестиционной деятельностью экономических систем в условиях неопределенности.

Система управления инвестиционной деятельностью экономических систем в условиях неопределенности включает процесс выработки цели инвестиционной деятельности, определение вероятности наступления события, выявление степени и величины риска, анализ окружающей обстановки, выбор стратегии управления риском, выбор необходимых для данной стратегии приемов управления риском и способов его снижения (т.е. приемов риск-менеджмента), осуществление целенаправленного воздействия на риск.

Первым этапом является определение цели инвестиционной деятельности. Цель вложений капитала – получение максимального результата. Любое это действие связано с риском, причем всегда целенаправленно, так как отсутствие цели делает решение, связанное с риском, бессмысленным. В этой связи цели риска и рискованных вложений капитала должны быть четкими, конкретизированными и сопоставимыми с риском и капиталом.

Именно поэтому управление риском инвестиционной деятельности включает в себя стратегию и тактику риск-менеджмента. Стратегия базируется на долговременных целях и оценках неопределенности хозяйственной ситуации, на эффективных методах достижения этих целей в течение продолжительного периода времени. Это позволяет правильно выбрать стратегию и приемы управления инвестиционной деятельностью и ее осуществления, а также методы приближения фактических результатов к прогнозируемым (планируемым).

Представленная нами модель управления хозяйственной и инвестиционной деятельностью экономической системы в условиях неопределенности позволяет рассмотреть взаимосвязи между экономическими ресурсами, структурой системы управления рисками, эффективным экономическим развитием субъекта инвестиционной деятельности.

По нашему мнению, сущность управления хозяйственной и инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности состоит в рациональной организации в пространстве и времени информационных, материальных и финансовых потоков, обеспечивающих возможно лучшую ориентацию организации на достижение баланса между выгодами от оптимизации управления рисками, необходимыми для этого затратами, и сопоставления их с приростом стоимости организации.

Одна из важнейших функций управления – создание условий, необходимых для дальнейшего успешного функционирования предприятия. Именно поэтому на предприятиях западных стран основным принципом и ориентиром менеджмента является не максимизация прибыли, а успешное управление рисковыми ситуациями, что в перспективе обеспечивает наибольшую финансовую устойчивость предпринимательских фирм.

Риск-менеджмент – это наука и искусство управления риском инвестиционной деятельности, основанные на долгосрочном прогнозировании, стратегическом планировании, выработке обоснованной концепции и программы адаптированной к неопределенности системы предпринимательства, позволяющей не допускать или уменьшать неблагоприятное воздействие на результаты воспроизводства стохастических факторов и главное – получать в конечном счете высокий доход.

Стратегия предопределяет тактику, т.е. совокупность методов, приемов, используемых в конкретных условиях данной инвестиционной ситуации для достижения поставленных целей, не противоречащих целям долговременным. Важным моментом в организации управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности является получение информации об окружающей обстановке, которая необходима для принятия решения в пользу того или иного действия. На основе анализа такой информации и с учетом целей риска можно правильно определить вероятность наступления события, в том числе страхового события, выявить степень риска и оценить его стоимость.

На основе имеющейся информации об окружающей среде, вероятности, степени и величине риска разрабатываются различные варианты рискованного вложения капитала и производится оценка их оптимальности путем сопоставления ожидаемой прибыли и величины риска. В процессе разработки стратегии управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности необходимо:

- 1) определить максимально допустимый уровень для каждого отдельного вида рисков;
- 2) выявить ограничения (лимиты), которые субъект инвестиционной деятельности должен соблюдать в процессе своей деятельности, для того чтобы уровень риска его операций не превышал допустимого;
- 3) разработать такой механизм управления организацией, который бы обеспечил постоянный контроль за текущим уровнем рисков инвестиционной деятельности, соблюдением лимитов и их адекватностью текущей ситуации;
- 4) наметить план мероприятий, которые субъект инвестиционной деятельности должен осуществить для нейтрализации последствий при реализации различных видов рисков в форс-мажорных обстоятельствах.

Управление инвестиционной деятельностью экономических систем в условиях неопределенности основывается на определенных принципах.

Принцип зависимости (на макро-, мезо- и микроуровне) от возможности субъекта экономики эффективно управлять риском. При открытой рыночной экономике иерархическая граница между макро-, мезо- и микроуровнями практически стирается по причине

общности и связанности интересов продавцов и покупателей на рынках товаров и услуг, рабочей силы и ценных бумаг, организованных форм производства, международного разделения труда и т.д. В условиях современной российской экономики о стирании границ между макро– мезо– и микроуровнями говорить пока преждевременно.

Принцип зависимости экономической надежности функционирования инвестиционной, производственной систем от взаимосвязей между уровнем риска, доходностью и производственно-финансовой устойчивостью субъекта экономики.

Принцип соответствия уровня принимаемых рисков с уровнем доходности инвестиционных операций. Несмотря на потенциальную негативность последствий и потерь, вызванных проявлением того или иного риска, последний является источником возможного дохода (прибыли), фактором снижения производственно-финансовой устойчивости субъекта экономики и катализатором прогресса. С изменением уровня риска доходность изменяется (возрастает или уменьшается) в процентном отношении к риску и к производственно-финансовой устойчивости. Этот принцип является основополагающим в теории риск-менеджмента и заключается в принятии в процессе осуществления инвестиционной деятельности только тех видов рисков, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности по шкале «доходность – риск». Любой вид риска, по которому уровень риска выше уровня ожидаемой доходности (с включенной в нее премией за риск), должен быть субъектом экономики отвергнут (или соответственно должны быть пересмотрены размеры премии за соответствующий риск), т.е. при финансово-экономическом обосновании инвестиционного проекта ставка дисконтирования и внутренняя норма доходности, кроме составляющих реальной доходности и темпов инфляции, должны учитывать также и уровень риска проекта. Вкладывать средства (инвестировать) в инновационный (венчурный) проект или инвестиционную деятельность целесообразно только в том случае, если приведенная на определенный момент времени ожидаемая доходность (прибыль) выше, чем стоимость инвестируемого капитала плюс надбавка за риск (рисковая премия) с учетом инфляции. Таким образом, задача субъекта экономики – не отказ от рисков вообще, а выбор оптимальных решений, связанных с риском на основе таких объективных критериев, как соотношение «риск – доходность – финансовая устойчивость», уровень инфляции и уровень ликвидности актива. Он заключается в том, что организация должна принимать в процессе осуществления инвестиционной и финансовой деятельности только те виды рисков инвестиционной деятельности, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности. От инвестиционных операций, по которым уровень риска выше уровня ожидаемой доходности (с включенной в нее премией за риск), организация должна отказаться. Указанный принцип также важен при принятии решения об осуществлении инвестиционных операций. Возможный размер финансовых потерь субъекта инвестиционной деятельности в результате реализации рискованной инвестиционной операции должен соответствовать той доле капитала организации, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков. Если же возможные потери будут больше, то возникновение риска инвестиционной деятельности приведет к потере определенной части активов, которые обеспечивают финансовую деятельность, и к снижению потенциала формирования прибыли.

Принцип обязательного наличия области допустимых значений между уровнем риска, доходностью и производственно-финансовой устойчивостью. Под областью допустимых значений в теории управления рисками принимаются при заданном уровне риска такие значения показателя доходности проекта, для обеспечения которого суммарные затраты, связанные с разработкой, реализацией и эксплуатацией проекта, будут минимальными, а производственно-финансовая устойчивость системы – максимальной. Областью допустимых значений между доходностью и производственно-финансовой устойчивостью является доверительный интервал риска с определенными граничными значениями, мини-

мальное значение которого – безрисковые краткосрочные государственные ценные бумаги, максимальное – вероятность наступления банкротства субъекта экономики.

Каждый случай инвестирования (операции) субъекта экономики имеет цену, которую также необходимо учитывать при определении области допустимых решений. В экономическом смысле селективный риск представляет собой вероятность получения дохода и прочих выгод от реализации проекта, который будет отличаться от прогнозируемого, вытекающего из условий неопределенности ситуации, – риск по принятию риск-менеджером любого уровня такого управления.

Принцип осознанной необходимости в принятии рисков.

Инвестиционный менеджер должен сознательно идти на риск, если надеется получить соответствующий доход от осуществления инвестиционной операции. Естественно, по отдельным операциям после оценки уровня риска можно принять тактику избегания риска. Однако полностью исключить риск, особенно в случае инвестиционной деятельности, невозможно, ибо риск – объективное явление, присущее большинству хозяйственных операций. Осознанность принятия тех или иных видов рисков – важнейшее условие предотвращения или снижения до приемлемого уровня их негативных последствий в процессе управления ими.

Принцип управляемости принимаемыми рисками. В состав портфеля рисков должны включаться преимущественно те из них, которые поддаются предотвращению или снижению до приемлемого уровня в процессе управления независимо от их объективной или субъективной природы. Только по таким видам рисков инвестиционный менеджер может использовать весь арсенал внутренних механизмов их нейтрализации, т.е. проявить искусство управления ими. Риски неуправляемые, например риски события (форс-мажорной группы), можно только передать внешнему страховщику.

Принцип независимости управления отдельными рисками. Один из важнейших постулатов теории риск-менеджмента гласит, что риски в значительной степени независимы друг от друга, и потери активов по одному из рисков портфеля необязательно увеличивают вероятность наступления рискового события по другим рискам. Иными словами, потери активов по различным видам рисков можно считать (в первом приближении) независимыми друг от друга, и в процессе управления риски должны предотвращаться или снижаться до приемлемого уровня индивидуально.

Принцип соответствия уровня принимаемых рисков с ресурсными возможностями субъекта экономики. Все меры по управлению рисками в практической деятельности требуют от субъекта инвестиционной деятельности, как правило, дополнительных затрат. Кажущаяся идеальной ситуация значительного снижения риска инвестирования без одновременного уменьшения в уровне доходности (прибыльности) или других конечных результатов инвестирования проекта (инвестиционной деятельности субъекта экономики) весьма маловероятна. При этом необходимо учесть следующее:

1) субъект экономики, как правило, не имеет полной информации для решения управленческой задачи, и для ее получения необходимо нести дополнительные затраты, что накладывает ограничения на процесс управления рисками;

2) ущерб – это конкретные финансовые потери, как правило, незапланированные. Субъект экономики при квалифицированном управлении рисками обычно рассчитывает на определенный (допустимый) уровень потерь (концепция приемлемого риска) и закладывает его в плановые показатели. Обращать внимание следует на потери, выходящие за плановые показатели;

3) при равномерном изменении размера ущерба от наступления негативных событий или даже при изменении вероятности наступления такого события в предпочтениях проис-

ходят скачки. Тогда риск становится уже неприемлемым. Критические пороги надо определить и учесть;

4) существует возможность кумулятивного появления негативных событий. Как правило, события развиваются таким образом, что срыв одних цепочек приводит к появлению узких мест. Потом происходит срыв других цепочек, и ситуация непрерывно ухудшается. Необходимо рассмотреть все варианты развития рисков событий.

Ожидаемый размер потерь активов субъекта экономики, соответствующий тому или иному уровню риска, должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее и (или) внешнее страхование рисков. Иначе наступление рисков события повлечет за собой потерю определенной части активов, обеспечивающих операционную или инвестиционную деятельность субъекта экономики, т.е. снизит его потенциал формирования прибыли и темпы предстоящего развития. Размер рисков капитала (затрат) по предотвращению или снижению до приемлемого уровня соответствующего риска, включающего и соответствующие внутренние страховые фонды, не должны превышать суммы возможных потерь активов по нему даже при самой высокой степени вероятности наступления рисков события (так называемый критерий экономичности управления рисками). Данный критерий должен быть определен заранее, служить рубежом принятия тех видов рисков, которые не могут быть переданы партнеру по операции или внешнему страховщику, и соблюдаться при осуществлении как внутреннего, так и внешнего страхования рисков.

Принцип учета временного фактора при управлении рисками. Фактор времени оказывает существенное влияние на общий уровень риска субъекта экономики, определяя различную степень неопределенности последствий. По краткосрочным жизненным циклам детерминированность внешних и внутренних факторов позволяет выбирать параметры, генерирующие наименьший уровень риска в процессе осуществления предпринимательско-хозяйственной деятельности. В то же время при достаточно долгосрочных жизненных циклах субъекта экономики недетерминированность многих факторов и соответственно неопределенность результатов их реализации возрастает. Зависимость общего уровня риска от продолжительности жизненного цикла субъекта экономики имеет, как правило, тенденцию к возрастанию. Чем длиннее период осуществления инвестиционной операции, тем многообразнее диапазон сопутствующих ей рисков и тем меньше возможностей обеспечить предотвращение или снижение до приемлемого уровня их негативных последствий по критерию экономичности управления рисками. При необходимости осуществления таких инвестиционных операций субъект экономики должен обеспечить получение дополнительного уровня доходности по ней не только за счет премии за риск, но и премии за снижение ликвидности актива, так как период осуществления инвестиционной операции представляет собой период «замороженной» ликвидности вложенного в нее капитала. При финансово-экономическом обосновании проекта ставка дисконтирования и внутренняя норма доходности (кроме составляющих реальной доходности, темпов инфляции и уровня риска проекта) должна учитываться как и уровень ликвидности актива. Инвестиционная деятельность целесообразна только в том случае, если приведенная на определенный момент времени ожидаемая доходность (прибыль) выше, чем стоимость инвестируемого капитала плюс надбавка за снижение ликвидности актива с учетом рисков премии и инфляции.

Принцип обеспечения условий согласованного управления в процессе управления рисками для стимулирования повышения эффективности использования инвестиций. Система управления рисками должна базироваться на общих критериях избранной субъектом экономики инвестиционной стратегии (отражающей его инвестиционную идеологию по отношению к уровню допустимых рисков).

Управление рисками отдельных инвестиционных операций должно исходить из соответствующих параметров приемлемого (допустимого) риска, содержащихся в плановых документах. Технология обеспечения условий согласованного управления рисками для стимулирования повышения эффективности инвестиций может использовать игровой механизм теории игр, учитывающий выделяемые инвестиции и получаемый в результате эффект.

Принцип учета возможности передачи рисков. Принятие ряда рисков несопоставимо с ресурсными возможностями субъекта экономики по предотвращению или снижению до приемлемого уровня их негативных последствий при вероятном наступлении рискового события. В то же время осуществление соответствующей инвестиционной операции может диктоваться требованиями стратегии и направленности инвестиционной деятельности. Включение таких рисков в портфель совокупных рисков допустимо лишь в том случае, если возможна частичная или полная их передача партнерам или внешнему страховщику. Критерий внешней страхуемости рисков (по соответствующим видам наиболее рискованных операций) должен быть обязательно учтен при формировании портфеля рисков инвестиционной операции.

Система управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности должна базироваться на общих критериях инвестиционной и финансовой стратегии, выбранной субъектом инвестиционной деятельности, а также политики по отдельным направлениям инвестиционной деятельности.

До тех пор пока риск для субъекта не определен, невозможно предпринять какие-либо меры по его минимизации, поэтому первой стадией в управлении риском является выявление вероятных рисков инвестиционной деятельности. Оно может осуществляться различными способами: от чисто интуитивных догадок до сложного вероятностного анализа в моделях исследования операций.

В общем плане процесс выявления отдельных видов рисков инвестиционной деятельности, которые могут возникнуть в процессе осуществления инвестиционной и финансовой деятельности, осуществляется по двум направлениям:

1) в разрезе каждой отдельной инвестиционной и финансовой операции или направления деятельности в целом определяются присущие им внешние виды рисков инвестиционной деятельности;

2) далее определяется перечень внутренних рисков инвестиционной деятельности, которые могут возникнуть при осуществлении отдельных видов инвестиционной и финансовой деятельности или планируемых операций.

В итоге проведенной работы формируется общий предполагаемый портфель рисков инвестиционной деятельности.

В процессе управления рисками инвестиционной деятельности важно правильно определить размер возможных финансовых потерь, которые могут наступить при реализации рискового события по отдельным видам рисков инвестиционной деятельности.

Однако данных принципов недостаточно для повышения эффективности управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности. Поэтому автор предлагает дополнить вышеперечисленные принципы дополнительными определенными условиями управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности, такими как:

1) оптимальное сочетание централизации и децентрализации управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности;

2) научность процесса организации аналитического обеспечения управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности;

3) выработка новых целей и задач по совершенствованию организации аналитического обеспечения методического аппарата управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности;

4) непрерывное совершенствование управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности;

5) взаимодействие и разумная регламентация;

6) постоянство аналитического обеспечения и информационной достаточности управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности;

7) соответствие характера работы потенциальным возможностям исполнителя;

8) непрерывность повышения квалификации менеджеров по управлению инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности.

Оптимальное сочетание централизации и децентрализации управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности. Использование этого принципа применительно к процессу организации аналитического обеспечения управления позволяет, с одной стороны, централизованно управлять всеми подразделениями, с другой – стимулировать инициативу специалистов, делегируя соответствующие права на места, раскрывая тем самым их возможности в решении аналитических задач по управлению рисками инвестиционной деятельности.

Научность процесса организации аналитического обеспечения управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности состоит в том, что процесс организации аналитического обеспечения управления должен базироваться на подходах, выработанных такими науками, как управление, экономический анализ, инвестиционный менеджмент, логистика, финансовый менеджмент и др.

Выработка новых целей и задач по совершенствованию организации аналитического обеспечения методического аппарата управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности предполагает, что процесс совершенствования организации аналитического обеспечения управления должен быть направлен на достижение конкретных целей, которые находят отражение в системе стратегических и тактических задач управления рисками инвестиционной деятельности.

Применение современного методического аппарата экономического анализа во взаимосвязи с развивающимися информационными технологиями позволяет находить принципиально новые, порой совершенно неожиданные решения управленческих задач.

Непрерывное совершенствование управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности означает: поскольку субъект инвестиционной деятельности является, как правило, сложной, динамично меняющейся структурой, то любые подходы, формы и методы управления (в том числе самые новые и прогрессивные) со временем устаревают. Поэтому организация аналитического обеспечения управления должна предусматривать возможность ее гибкой настройки, что позволяет оперативно решать вновь возникающие задачи. Одним из подходов к модернизации и расширению сложных функциональных систем является принцип модульного построения, широко используемый например в конструировании и программировании.

Взаимодействие и разумная регламентация означает, что все элементы аналитического обеспечения управления в процессе их организации должны рассматриваться с системных позиций, во взаимосвязи как между собой, так и с элементами других управленческих и информационно-аналитических систем. Аналитическое обеспечение управления в существенной мере зависит от четко налаженного взаимодействия между всеми основными подразделениями субъекта инвестиционной деятельности, реализующими информационно-аналитические функции, а также между ними и руководством на всех уровнях. Качество функционирования некоторых видов управленческой деятельности во многом

определяется тем, насколько они подчинены регламенту. Вместе с тем в ряде видов деятельности следование лишь жестким регламентам (как, например, в аналитической деятельности) может сдерживать ее развитие. Поэтому необходим разумный компромисс между регламентированием и предоставлением определенных свобод для проявления творческой инициативы.

Постоянство аналитического обеспечения и информационной достаточности управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности означает, что аналитическое обеспечение должно осуществляться непрерывно, что является важной предпосылкой для качественного и эффективного управления рисками инвестиционной деятельности.

Процесс аналитического обеспечения управления может быть успешным лишь при условии его достаточного информационного обеспечения. Очень важно развивать принципы управления персоналом, к которым относятся принципы соответствия характера работы потенциальным возможностям исполнителя и непрерывного повышения его квалификации.

Соответствие характера работы потенциальным возможностям исполнителя предполагает, что поручаемая конкретным исполнителям работа должна соответствовать их потенциальным (умственным и физическим) возможностям. Данный принцип необходимо применять менеджерам при подборе и расстановке кадров, но в первую очередь – при оценке собственных возможностей.

Непрерывность повышения квалификации менеджеров по управлению инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности требует постоянного повышения профессиональных навыков сотрудников, занятых аналитическим обеспечением управленческой деятельности в области рисков инвестиционной деятельности, причем независимо от занимаемой ими должности.

Важно подчеркнуть, что в результате декомпозиции общих принципов управления увеличивается число требований (частных принципов), которые необходимо выполнять по мере приближения к непосредственному объекту управления, чтобы реализовать общие принципы. Увеличивающееся количество требований, часто противоречивых, обуславливает применение разнообразных методов управления, их совершенствование применительно к конкретным условиям, что обогащает в конечном счете теорию и практику управления инвестиционной деятельностью экономических систем с учетом фактора неопределенности. Нельзя также считать какие-то принципы главными, основными, другие – второстепенными. Они необходимы как методологическая основа становления организационно-управленческих структур управления рисками инвестиционной деятельности.

3.2. Развитие организационной структуры управления рисками фирмы

При построении эффективной системы управления инвестиционной деятельностью в современных условиях необходимо четко осознавать, что в настоящее время она осуществляется в условиях систематической, перманентно растущей неопределенности. Такое положение обусловлено целым рядом факторов: глобализацией экономических процессов, усложнением схем взаимодействия между рыночными субъектами, ускорением научно-технического прогресса.

Наличие названных моментов предполагает, что парадигма формирования (выбора) основной цели управления инвестиционной деятельностью как деятельности, направленной на борьбу с неопределенностью, минимизацию рисков, не является корректной в современных рыночных условиях. Данный подход к инвестиционному менеджменту представляет по своей сущности не что иное, как сведение стратегии управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности к политике минимизации возможностей. Это обусловлено тем, что первоначально функциями риск-менеджмента занимались специалисты в области экономики предприятия, плановики, бухгалтеры-аналитики, которые шли от учета и проведения расчетов, построения планов, прогнозов и калькулирования цен к вопросам подготовки и принятия решений по широкому спектру проблем управления рисками предприятия.

По нашему мнению, следующим шагом в развитии управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности в России должна стать разработка универсальных правил, операционных процедур, сценариев для принятия рискованных решений, что позволит интерпретировать его как совокупность общих стандартизированных методов, процедур и технологий. Субъекты инвестиционной деятельности учатся самостоятельно принимать рискованные решения относительно своей хозяйственной деятельности, заниматься анализом, оценкой и снижением рисков, с учетом этого вырабатывать стратегию своей деятельности в ситуации неопределенности.

Общий концептуальный подход к управлению рисками инвестиционной деятельности, по нашему мнению, заключается в следующем: 1) в выявлении возможных последствий инвестиционной деятельности в рискованной ситуации; в разработке мер, не допускающих, предотвращающих или уменьшающих размер ущерба от воздействия не учтенных до конца рискованных факторов, непредвиденных обстоятельств;

2) в реализации такой системы адаптации к рискам, при помощи которой могут быть не только нейтрализованы или компенсированы негативные вероятные результаты, но и максимально использованы шансы на получение высокого дохода.

Риск-менеджмент в рамках всего субъекта инвестиционной деятельности отражает изменения парадигмы, на которую опираются менеджеры, управляя факторами неопределенности, препятствующими достижению стратегических, оперативных и финансовых целей. В то время как старая парадигма характеризовалась обособленным подходом к управлению рисками (когда каждый риск рассматривался отдельно), новый подход является единым, комплексным, интегрирующим все риски организации, в рамках которого разрабатываются стратегии реагирования на риск.

Руководители большинства организаций традиционно считают риск-менеджмент специализированной и обособленной деятельностью. Например, это касается управления страховыми или валютными рисками. Новый подход заключается в ориентировании служащих и менеджеров всех уровней на риск-менеджмент.

При построении системы управления рисками необходимо также четкое осознание того, что устранение неопределенности не является главной задачей, самоцелью управления инвестиционной деятельностью. Приоритетная задача этой системы – создание механизма, способного обеспечить эффективное ведение инвестиционной деятельности в условиях неопределенности, т.е. создание системы гибкого лавирования с оптимальным использованием предоставляемых возможностей. Задача же устранения неопределенности, а еще точнее сказать, снятия ее, является лишь подфункцией системы управления инвестиционной деятельностью. При решении задачи о снятии, снижении предметной неопределенности необходимо помнить, что в среде управления рисками важна не только точность дополнительно получаемых данных, но и их информативность с точки зрения возможности выработки адекватных решений в системе риск-менеджмента, т.е., если из ряда характеристик оцениваемого объекта возможность получения достоверной полноценной информации есть только по одной из характеристик, нецелесообразно тратить время на проработку всей информационной насыщенности этой характеристики, так как эта информация не будет конструктивной с точки зрения возможности обеспечения сопоставления всех параметров объекта. Но при этом в организации, безусловно, должна формироваться необходимая база данных по рискам и мероприятиям по управлению ими.

При построении системы управления рисками инвестиционной деятельности должно идти сочетание структурно-организационного и процессно-функционального подходов, которое учитывает уровень риска, меры управления рисками, основные мероприятия по управлению рисками, процесс управления и организационные структуры управления рисками инвестиционной деятельности и их функции.

Одним из объектов управления и в то же время его инструментом является структура организации. Правильно выбранная организационная структура, своевременная ее трансформация в соответствии с меняющимися внутренними и внешними факторами – это важные, строго обязательные условия полной реализации своей стратегии и тактики управления рисками инвестиционной деятельности, эффективной деятельности организации сегодня и в перспективе.

Очень часто недостатки в организационных структурах приводили даже достаточно мощные организации к кризисным ситуациям. Поэтому выбор организационной структуры, наилучшим образом соответствующей внутренним и внешним факторам, определяющим деятельность организации, является стратегической целью менеджмента.

С целью построения оптимальной организационной структуры управления рисками инвестиционной деятельности необходимо учитывать, что субъекты инвестиционной деятельности в рыночных условиях специализируются на оказании различных видов услуг, ставят перед собой различные цели, а, следовательно, их организационные структуры могут варьироваться в широких пределах. Каждая из видов организационных структур имеет свои преимущества и недостатки, которые должны учитываться в процессе выбора оптимальной структуры, организации риск-менеджмента, соответствующей конкретным рыночным условиям. Организационная структура призвана обеспечить рациональную организацию работы риск-менеджеров, успешное осуществление всех функций управления и в конечном счете достижение целей, стоящих перед риск-менеджментом.

На основе анализа мирового опыта многообразие организационных форм построения можно разделить с определенной долей условности на 2 большие группы:

- 1) классические (традиционные) оргструктуры;
- 2) адаптивные оргструктуры.

Наряду с этим выделяют группу оргструктур, отличающихся степенью централизации управления. Хотя, на наш взгляд, большая или меньшая централизация принятия управленческих решений относится к ряду характеристик организаций, прежде всего крупных,

использующих и классические, и адаптивные варианты, а, кроме того, централизация и децентрализация – это проблема, прежде всего и больше всего касающаяся распределения полномочий между различными органами управления организации в рамках его действующих структур, в том числе между головной конторой и филиалами (отделениями).

К классическим структурам (традиционным формам) организационного построения относятся:

- 1) функциональные структуры;
- 2) дивизиональные структуры.

Функциональная структура предполагает существование в организации более или менее обособленных подразделений, реализующих функции в соответствии с определенным делением деятельности на отдельные части или отрасли (управления, операционное, маркетинга, бухгалтерского учета, хозяйственное и др.) Если объемы задач, решаемых данными подразделениями, достаточно большие, внутри них могут создаваться дополнительные, более мелкие структурные единицы. Другими словами, при функциональной организационной структуре вся деятельность разделяется между службами, осуществляющими строго регламентированные функции, выполнение которых ведет к достижению целей менеджмента.

При **дивизиональной** организации внутренние структуры строятся в соответствии с видами предлагаемых продуктов; особенностями отдельных групп клиентов; особенностями регионов и региональной клиентуры. Соответственно говорят о структурах, ориентированных на продукты, на особые группы потребителей, на регионы.

Продуктово-ориентированные подразделения целесообразно создавать в тех случаях, когда организация реализует своим клиентам весьма значительные объемы отдельных видов продукции (услуг), такие, что без выделения специального подразделения со своим особым руководством эффективное предоставление таких продуктов (услуг) становится проблематичным. В зависимости от обстоятельств развития конкретного субъекта инвестиционной деятельности таким направлением его деятельности, которое требует выделения специализированного подразделения, может оказаться любой продукт.

Структурное построение, ориентированное на особые группы клиентов (потребителей продуктов), означает большую или меньшую специализацию на обслуживании определенных слоев субъектов экономики, на предоставлении в первую очередь именно этим слоям всего комплекса или отдельных продуктов (услуг). Рассмотренные варианты классических оргструктур можно считать основными. Кроме того, определенное своеобразие в организационное построение вносит наличие у них филиалов (отделений) и выполнение ими международных операций.

Если мы посмотрим на распределение рисков инвестиционной деятельности, то не увидим никакой их функциональной или предметной принадлежности к какому-либо подразделению организации: везде существуют и риски безопасности, и операционные риски, и риски ликвидности, каждое подразделение в состоянии обрушить рыночную позицию организации.

Точно так же работники подразделений в равной степени связаны с внешними источниками возникновения рисков. Функциональная специализация связана с внутренними источниками, да и то лишь в рамках формальной структуры, а не реальной.

Исследуемые нами ведущие зарубежные компании выбрали разные пути для того, чтобы в ходе внедрения системы риск-менеджмента в рамках всей организации их сотрудники стали интересоваться рисками компании. Изложенные выше соображения позволяют предложить структуру службы управления рисками, основанную на совместной аналитической и прогностической работе работника этой службы – куратора подразделения организации и ответственного (выделенного) работника курируемого подразделения. Конечно,

один куратор может работать с несколькими подразделениями. Ведь здесь важно не столько знание предмета деятельности какого-либо подразделения, сколько знание методов анализа рисков и инструментов управления ими. Что касается внешней среды фирмы, то здесь кураторство может быть установлено по нескольким важнейшим позициям. Группу кураторов должен возглавлять либо директор инвестиционной компании, ФПГ, председатель правления банка, либо его заместитель, который был бы в состоянии оценивать динамику развития конкретного риска и его влияние на все ценностные экспозиции субъекта инвестиционной деятельности.

До настоящего времени адаптивными считались организационные структуры, создаваемые на временной или постоянной основе для решения тех или иных дополнительных (на данный момент времени) задач в основном за счет самострахования, что позволяло им частично приспособляться к изменяющимся условиям (в отношении большинства крупных рисков самострахование не обеспечивает их компенсацию). Служба риск-менеджмента должна представлять собой матричную структуру за счет взаимодействия вертикали функциональных отделов с горизонталью направлений развития вокруг основных методов и приемов процесса управления рисками инвестиционной деятельности, а именно: оценка риска, перспективное развитие, превентивные мероприятия, самострахование, страхование, контроль и мониторинг интегрального и остаточного рисков должны пронизывать горизонталь управления направлений развития инвестиционной деятельности. Это позволит более гибко адаптироваться к различным факторам неопределенности, используя различные методы управления рисками, более того, реализуя процесс управления риском в каждом направлении развития инвестиционной деятельности.

После выяснения совокупности и конфигурации рисков, которыми должна управлять служба управления риском, можно приступать к выработке организационной структуры конкретного субъекта инвестиционной деятельности. Эта структура и конкретное штатное расписание службы зависят от множества обстоятельств: этапа развития организации, рискового профиля, численности сотрудников всей организации, особенностей технологий и географии обслуживания, финансовых масштабов данного бизнеса, юридических обязательств организации, стратегии общего управления и стратегии защиты от рисков и пр. От всех этих обстоятельств зависит количество работы, которое придется на данную службу риск-менеджмента.

На западе управление рисками развивалось как система понятий и дисциплин, цель которой – помощь в организации защиты от негативных финансовых последствий, непредвиденных событий или неблагоприятных обстоятельств, возникающих в процессе предпринимательской деятельности. Большинство западных фирм имеет в штате специального менеджера по риску. В его обязанности входит обеспечение снижения всех видов риска. Обычно менеджер по риску разделяет ответственность за рискованные решения с другими менеджерами фирмы, заведующими той или иной сферой деятельности фирмы. Большинство вопросов менеджер по риску решает вместе с маркетологом; с руководителем, ответственным за подбор персонала; с инженером по технике безопасности; с начальником службы безопасности и т.д.

По мнению автора, данная организационно-структурная схема службы риск-менеджмента не может обеспечить оптимизацию уровня рисков инвестиционной деятельности у крупных субъектов инвестиционной деятельности. Это связано с тем, что важнейшим этапом деятельности в рамках управления рисками инвестиционной деятельности является выбор метода оптимизации риска. Данные методы могут быть разделены на превентивно-профилактические методы, или упреждающие, и компенсационные. Задача первых – минимизировать возможность наступления негативного, нежелательного события или снизить величину его ущерба, задача вторых – оптимизировать систему компенсации рисков

в случае их наступления. Выбор того или иного метода определяется не столько эффектом применения относительно конкретного риска, сколько эффектом в отношении совокупности рисков инвестиционной деятельности. Поэтому и необходима организация департамента риск-менеджмента, который бы оценивал все важнейшие риски инвестиционной деятельности.

Чаще всего управление риском берет на себя один из заместителей высшего руководителя фирмы, которому помогают несколько специалистов. Состав этих специалистов зависит от особенностей каждого конкретного случая, но в целом применяется логика разделения всей работы на два участка: предотвращение неприятностей и снижение неприятных последствий конкретных событий.

По мере увеличения и усложнения работы по риск-менеджменту в отдельные направления и соответственно подразделения обычно выделяют анализ рисков и управление безопасностью бизнеса. В крупных холдингах служба управления рисками чаще всего приобретает очертания департаментов, в которых управление может вестись по специфическим группам рисков. Кроме того, в обязанности этих департаментов во многих крупных корпорациях мира включаются внутреннее страхование и обслуживание бенефиций (социальной защиты) сотрудников корпорации.

Автор полагает целесообразным создание отдела управления рисками в крупной корпорации в таком составе: служба планирования и координации; группа мониторинга и анализа риска; группа планирования антикризисных мероприятий; группа самострахования, группа страхования, группа управления в кризисных ситуациях; группа перспективного методического развития. Это вполне возможный вариант, предусматривающий непосредственное подчинение этой службы первому руководителю субъекта инвестиционной деятельности. Безусловно, значимость риск-менеджмента позволяет желать такого подчинения. Но подобного статуса можно желать и службе маркетинга, и службе управления персоналом, и службе финансового планирования и анализа.

Если руководство организации является главным органом по управлению риском, то комитет по аудиту можно рассматривать как расширение этой функции руководства. Комитет по аудиту служит важным инструментом, помогающим менеджменту в деле выявления и управления различными областями риска в сложных организациях. Формулировка миссии комитета по аудиту, организованного в соответствии с современными принципами, должна выглядеть как совершенствование управления операционными рисками на основе работы группы специалистов. Существуют противоречивые мнения относительно ценности работы аудиторских комитетов. Их сравнивали с соломинкой, за которую хватаются советы директоров, когда хотят показать, что озабочены управлением риском. Вполне естественно, что руководство, перед которым встают проблемы управления риском, обращается к аудиторам как к источнику накопленной в компании информации о решавшихся в прошлом проблемах. Сторонники этой точки зрения считают аудиторов лишь специалистами по проведению контрольных проверок, тогда как управление риском – непростая задача и не может делегироваться какому-либо комитету, департаменту или команде.

Главный исполнительный руководитель и управленческая команда ведут повседневные операции, применяя политикой руководства, соблюдая законы и нормы регулирования и опираясь на эффективную систему внутреннего контроля. Риск-менеджмент должен обеспечивать директоров информацией, необходимой для выполнения их обязанностей, быстро и со всей полнотой отвечать на запросы руководства. Кроме того, менеджмент должен использовать свою квалификацию для генерирования новых инновационных идей и выработки рекомендаций. Риск-менеджеры как лица, несущие основную ответственность за административное управление, должны иметь стимулы для осуществления постоянного, основанного на знании исследования деловых операций и связанного с ними риска. Обязанности

и задачи высшего руководства включают назначение на управленческие должности среднего звена работников, обладающих требуемыми профессиональными навыками, опытом и честностью; формирование адекватных стимулов и систем управления персоналом; организацию подготовки кадров. Менеджмент должен обеспечивать наличие адекватных управленческих информационных систем, прозрачность, своевременность, точность и полноту информации.

Обязанности менеджеров в отношении риска инвестиционной деятельности состоят в том, чтобы:

- 1) разработать стратегический план и методы управления риском и представить на утверждение совету директоров;
- 2) осуществлять стратегические планы и методики после того, как они утверждены советом;
- 3) обеспечить разработку руководств по применению методов, процедур и стандартов для ключевых функций субъекта инвестиционной деятельности и его основных рисков;
- 4) обеспечить реализацию контроля над соблюдением установленных лимитов риска;
- 5) обеспечить немедленное информирование о фактах несоблюдения этих лимитов;
- 6) обеспечить проведение внутренними аудиторами анализа и оценки адекватности методов контроля и соблюдения лимитов и процедур;
- 7) разработать и применять системы управленческой отчетности, адекватно отражающие деловые риски.

В основе деятельности службы риск-менеджмента лежат стратегия и программа управления риском. Стратегия формулируется письменно и утверждается высшим руководителем. Автором первичного текста стратегии, как правило, является один из заместителей ее первого руководителя, на которого возлагается общее руководство работой по риск-менеджменту. В большинстве случаев для выработки первого варианта такого документа в помощь ему приглашается внешний консультант. На этом этапе чрезвычайно важен свежий, общий взгляд на организацию, его цели, активы, экспозиции ценностей, находящихся под риском.

Например, в письменной стратегии, принятой американской компанией «Дженерал миллз», записано, что действия отдела риск-менеджмента опираются на философию компании в области защиты от риска страхования. Эта философия в самом общем виде формулируется так:

- 1) уничтожить или снизить до практически приемлемого уровня условия и виды деятельности, которые ведут к расходам на страхование рисков;
- 2) в тех случаях, когда риск не может быть элиминирован или снижен до неугрожающего и управляемого уровня, должна покупаться коммерческая страховка, покрывающая катастрофические потери. Прочие риски должны либо сознательно приниматься, либо страховаться исходя из здравого смысла или расчетов, на основе принципа максимальной защиты генеральных интересов всей компании. К прочим относятся риски, которые проанализированы и оценены как неспособные нанести крупный ущерб операционным или финансовым позициям компании.

Однако в любом случае всякий риск для «Дженерал миллз», который дешевле принять, чем платить страховые премии, следует принять на себя.

В сферу ответственности отдела риск-менеджмента входит следующая работа по внедрению сформулированной выше политики:

- 1) помощь всем подразделениям и филиалам в проектировании, приобретении и поддержании в рабочем состоянии программ защиты от огня и предотвращения потерь;
- 2) экспертиза новых инвестиционных проектов с целью внесения в них мер по защите от риска и снижения необходимой страховки, а также инспекция стройплощадок и готовых помещений;

3) разработка полисов страхового покрытия и поддержание их в состоянии, адекватном генеральным интересам компании;

4) участие во всех переговорах о страховании с целью гарантировать согласованность всех страховок, приобретаемых компанией, и их соответствие настоящей стратегии;

5) изучение зарубежных страховых программ;

6) изучение и визирование страховых пунктов всех контрактов компании до их окончательного подписания;

7) уточнение потерь и претензий и составление соответствующих отчетов;

8) оказание помощи учетным и всем другим департаментам компании в определении страхуемых ценностей;

9) административное управление дочерними страховыми компаниями.

При выполнении определенных выше обязанностей сотрудники всех подразделений и дочерних фирм компании должны помогать в сборе информации, идентификации и анализе рисков, а также в скоординированном внедрении мероприятий по управлению рисками.

Кроме того, имеются и другие предложения по данной структуре. Во-первых, крайне сложно представить себе эффективно работающую службу координации, которая будет передавать и «утраивать» с другими подразделениями целую гамму результатов работы упомянутых выше четырех групп (да даже и трех, если считать, что группа методического развития является обеспечивающей). Подразделения будут отвергать разработки, выполненные без их непосредственного участия. И тогда служба управления рисками будет вынуждена пытаться действовать через высшее руководство, у которого и других дел хватает. Во-вторых, зачем разрывать между двумя группами мониторинг и анализ риска от планирования антикризисных ситуаций? В-третьих, как это «группа управления в кризисных ситуациях» будет осуществлять свои функции? Через голову финансовых руководителей, руководителей дивизионов и других подразделений? Такая постановка лишь увеличит потери за счет организационных сбоев. По нашему мнению, обустройство функции управления рисками инвестиционной деятельности должно начинаться с распределения обязанностей по ее разработке и исполнению.

Таким образом, можно сделать следующие выводы и дать рекомендации:

1) создание службы риск-менеджмента желательно проводить в таком составе: информационно-аналитический отдел, включающий в себя подотдел оценки риска, подотдел перспективного развития; отдел планирования и управления рисками с подотделами превентивных мероприятий, самострахования, страхования; отдел контроля и мониторинга с подотделами контроля и мониторинга интегрального и остаточного рисков организации;

2) необходимо непосредственное подчинение службы риск-менеджмента первому руководителю субъекта инвестиционной деятельности;

3) служба управления рисками (служба риск-менеджмента) должна дополняться при дивизиональной и адаптивных организационных структурах группами риск-менеджеров – кураторов подразделений и группами методического обеспечения, которые производят необходимые расчеты или детальные исследования. Такая структура становится эффективнее потому, что внешние связи (служба управления рисками – подразделение организации) заменяются на фактически внутренние (непосредственное общение работников организации).

3.3. Риск-менеджмент как изменение культуры компании

В настоящее время крупные корпорации генерируют огромные объемы как внутрифирменной, так и внешней информации. Рациональное использование и управление вышеназванной информацией являются основой эффективного управления рисками.

Риск объективен, поскольку объективны причины, его порождающие, и последствия разрешения рискованной ситуации – либо достижение общей или частной цели, либо ущерб. Объективность риска требует его учета в планах субъекта по достижению целей и потому нуждается в оценке, т.е. субъективном отражении объективной реальности. Такая оценка должна опираться на информацию о возможных альтернативах и вероятностях их реализации в зависимости от действий субъекта. Принятие субъектом на себя общественно необходимого риска способствует снятию неопределенности в рискованной и потенциально выигрышной ситуации путем ее экспериментального исследования. Оно расширяет поле для будущей регулярной, научно обоснованной деятельности в подобной ситуации путем предоставления информации о возможных исходах и их частотах, а также знаний, позволяющих управлять риском, повышая возможность достигать позитивных результатов и уходить от негативных. Последнее утверждение хорошо иллюстрируется сравнением рисков при первом полете в космос и при современных полетах – риск при полетах в космос все еще неизбежен, однако в настоящее время уже существуют научная база по оценке сопутствующих рисков и отработаны меры по противодействию рискованной ситуации. По мере экспериментального расширения знаний о рискованной ситуации, снижения уровня ее неопределенности все более возрастает роль научной компоненты в принятии решения, а доля субъективизма снижается.

Любая конструктивная оценка риска неизбежно носит двойственный характер: она и объективна, и субъективна. Оценка объективна, потому что отражает объективность риска, т.е. богатство альтернатив и связей между объектами и субъектами, участвующими в рискованной ситуации. Оценка субъективна, поскольку она неизбежно отражает характер субъекта, принимающего риск (азартный – осторожный), степень полноты, достоверности и точности информации, которой располагает субъект о ситуации, его аналитические способности, а также применяемый им для оценки инструментарий – научный расчет, интуицию, гадание и т.д. Важно подчеркнуть, что нет риска без его осознания: субъект, который не знает об альтернативности исходов и не догадывается об опасности, которая ему грозит, входя однократно в рискованную ситуацию и выходя из нее с выигрышем, не рисковал. (С точки зрения стороннего наблюдателя, который знает о возможности ущерба для субъекта в этой ситуации, он, безусловно, рисковал, но сам субъект об этом не знал и потому вел себя, как будто он находился в полностью детерминированной ситуации.) Тот, кто, не подозревая об этом, вошел в рискованную (т.е. потенциально выигрышную) ситуацию и проиграл, но больше не возвращается к этой ситуации, не догадывается о возможности другого исхода, поэтому в его представлении цель просто недостижима. Повтор ситуации с другим исходом открывает альтернативность ситуации для субъекта, а новый подход делает ее рискованной. Теперь субъект знает о возможных исходах и подготавливается к встрече с опасностью. Субъект принимает меры по снижению вероятности наступления ущерба, а также по снижению самого ущерба: минимизирует экспозицию (т.е. величину активов, подвергаемых риску), переносит ущерб на страховщика, готовит управляемый объект к встрече с опасностью.

Современный корпоративный риск-менеджмент (англ. *Enterprise-Wide Risk Management, ERM*), или интегрированное управление рисками на уровне всей организации и созданные на их основе *ERM*-системы призваны отслеживать все виды рисков, хранить эту информацию в едином глобальном хранилище данных, которое консолидирует и упоря-

дочивает большие объемы различных данных независимо от их местонахождения, базовых аппаратных средств или источников. Особое внимание необходимо уделить интегрированию *ERM*-системы и информационного хранилища данных с уже существующими различными офисными системами. Эффективность процесса принятия своевременных и обоснованных решений по управлению рисками сильно зависит не только от полноты и качества данных, но и от возможностей *ERM*-системы по созданию отчетов и приложений различных типов для своевременного предоставления информации конечным пользователям в наиболее удобной форме. Максимальная своевременность получения аналитической информации может быть достигнута за счет оптимизации всех процессов и расчетов в *ERM*-системе и за счет использования современных средств предоставления информации. Публикация отчетов и доступ к данным о результатах анализа рисков как внутри, так и вне организации являются одним из самых удобных и эффективных способов предоставления информации.

Интегрированная оценка и управление рисками предполагают наличие в *ERM*-системе возможности перекрестной классификации: разложения и агрегирования полученных аналитических результатов по заданным аналитическим разрезам. Такая возможность дает неоспоримое преимущество риск-менеджеру. Перекрестная классификация позволяет формировать отчеты на любом уровне агрегирования: в целом по компании, по регионам, отделам, инструментам и т.д. Использование перекрестной классификации дает возможность увидеть полную картину риска и позиций финансового учреждения.

Немаловажным фактором эффективности деятельности риск-менеджера является уверенность в том, что получаемые аналитические результаты являются максимально точными. Точность любого расчета риска зависит от принятых в модели предположений и допущений. Возможность *ERM*-системы определять отличные от нормальных модели поведения факторов риска и приводить их в соответствие с имеющимися историческими данными позволяет значительно повысить уверенность в точности аналитических результатов. Лучшим вариантом будет система, которая сама подберет и оптимизирует наиболее адекватную модель для конкретного временного ряда.

ERM-системы уже стали неотъемлемым компонентом современного бизнеса: они позволяют подразделению по управлению рисками компании развиваться от простого контроля отдельных позиций до фундаментального фактора повышения финансовой устойчивости компании.

3.4. Основные методы управления рисками. Зарубежный опыт риск-менеджмента

В американских учебниках по риск-менеджменту приводится одна притча: «Трое молодых людей стоят перед двумя закрытыми дверями, за одной из которых – голодный тигр, за другой – прекрасная девушка. Один молодой человек подумал, подумал, повернулся и ушел. Второй молодой человек рискнул – открыл дверь, но там, к сожалению, был голодный тигр. Третий юноша пошел на курсы дрессировщиков и через некоторое время ему было все равно, какую дверь открывать». В этой притче представлены три основных направления управления рисками. Первый молодой человек выбрал уход от риска. Второй юноша – принятие риска на себя. А третий юноша выбрал более тонкий механизм управления рисками – снижение риска.

Однако российские студенты после рассказанной притчи предлагали еще один вариант решения проблемы – пойти и купить ружье. В этом особенности российской модели управления рисками.

Со стороны тактического управления успех зависит от инструментария, которым располагает менеджер в конкретной экономической, юридической и организационной среде. Арсенал менеджера может быть представлен следующим перечнем:

- 1) предотвращение риска;
- 2) уклонение от риска;
- 3) воздействие на источник риска;
- 4) сокращение времени нахождения в опасных зонах;
- 5) сознательное и неосознанное принятие риска;
- 6) дублирование операции, объектов или ресурсов;
- 7) сокращение опасного поведения;
- 8) сокращение величины потенциальных потерь;
- 9) технический мониторинг ситуации;
- 10) сокращение величины фактических потерь;
- 11) метод поглощения возможных убытков доходами;
- 12) распределение риска по разным участникам;
- 13) разукрупнение риска;
- 14) распределение рисков во времени;
- 15) изоляция опасных взаимоусиливающих факторов друг от друга;
- 16) страховой перенос (трансферт) риска;
- 17) нестраховой перенос риска;
- 18) сокращение длительности неопределенности;
- 19) сокращение вероятности нежелательных событий;
- 20) финансовые инструменты хеджирования рисков;
- 21) финансовая инженерия;
- 22) инновации;
- 23) упреждающие методы;
- 24) ценовое регулирование.

Управление величиной финансового леввериджа:

- 1) ограничение уровня риска;
- 2) оптимизация налогообложения.

Управление величиной операционного леввериджа:

- 1) обеспечение возможности получения с контракта по инвестиционной операции дополнительного уровня премии за риск;

- 2) сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств в контрактах с контрагентами;
- 3) обеспечение компенсации возможных финансовых потерь за счет включаемой в контракты системы штрафных санкций;
- 4) совершенствование управления оборотными средствами субъекта экономики;
- 5) информационно-прогнозное обеспечение инвестиционного управления (менеджмента);
- 6) регулирование учетной и дивидендной политики;
- 7) планирование оптимально эффективной инвестиционной стратегии и политики экономической системы;
- 8) контроль над степенью риска и коррекция решений по управлению рискам (мониторинг риска).

Арсенал менеджера предлагает дополнить комплексным использованием или частичным сочетанием методов, механизмов и инструментов управления рисками инвестиционной деятельности.

Передача риска (трансферт). Взаимозависимость экономической системы позволяет вовлечь других агентов в процесс управления риском, в частности, передавая им риск еще до наступления события. Передача риска – самый надежный способ управления риском как с точки зрения субъекта экономики, так и с точки зрения всей экономики в целом. Представляет собой метод нейтрализации потерь активов через передачу риска партнерам по отдельным хозяйственным операциям путем заключения контрактов.

Предотвращение рисков состоит в заблаговременном изучении каждого конкретного вида риска и принятии мер к тому, чтобы не допустить развития событий, ведущих к реализации угрозы и возникновению потерь. Особую важность имеет предотвращение рисков в процессе выдачи кредитов, и оно выражается в предварительной экспертизе документов, представленных предприятиями для получения кредитов.

Уклонение от риска состоит в том, чтобы не «посещать» зоны или не заниматься деятельностью, где данный вид риска действует в таких масштабах, с которыми данный субъект инвестиционной деятельности не способен эффективно справиться. Данный метод является наиболее простым и радикальным. Заключается в разработке мероприятий, полностью исключающих конкретный вид риска. Уклонение рассчитано на отказ от определенных ожиданий, рискованных процессов и перекладывание риска на других лиц. На практике (чаще всего) реализуется в форме отказа субъекта экономики от реализации инновационного (венчурного) проекта, совершения инвестиционных операций, связанных с высоким риском, и предпочтения в пользу менее рискованных или почти безрисковых проектов или минимизации рисков (консервативное управление активами и пассивами). Сюда относятся:

- 1) отказ от осуществления инвестиционных операций, уровень риска по которым чрезмерно высок. Несмотря на высокую эффективность этой меры, ее использование носит ограниченный характер;

- 2) отказ от использования в высоких объемах заемного капитала.

Снижение доли заемных финансовых средств в хозяйственном обороте позволяет избежать одного из наиболее существенных рисков – потери финансовой устойчивости субъектом экономики. Вместе с тем такое избежание риска влечет за собой снижение эффекта финансового левериджа, т.е. возможности получения дополнительной суммы прибыли на вложенный капитал;

- 3) отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах (например, товарно-материальных запасах). Повышение уровня ликвидности таких активов позволяет избежать риска неплатежеспособности субъекта экономики в будущем периоде. Однако подобное избежание риска лишает субъект экономики дополнительных доходов от расширения объемов продажи новой продукции и услуг в кредит и частично порождает

новые риски, связанные с нарушением ритмичности операционного процесса из-за снижения размера страховых запасов сырья, материалов, готовой продукции;

4) отказ от использования временно свободных денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях. Эта мера позволяет избежать депозитного и процентного риска, однако порождает потери от инфляционного риска, а также риска упущенной выгоды;

5) отказ от ненадежных партнеров.

Воздействие на источник риска заключается в попытках изменить поведение источника риска так, чтобы уменьшить угрозу, исходящую от него. Сокращение времени нахождения в опасных зонах может достигаться, к примеру, установлением ограничений, контролем доступа, ускорением инвестиционных сделок.

Принятие риска – это понимание и оценка риска с вытекающими последствиями в случае непринятия мер по защите от него с одновременным отказом от управления риском. Многие регулярные мелкие риски организации сознательно принимают на себя, периодически списывая потери. Такая политика возможна только в отношении рисков, защита от которых стоит дороже предсказуемых потерь. Под такие риски в бюджеты закладываются нормальные резервы на потери.

Дублирование операции, объектов или ресурсов повышает их надежность.

Сокращение опасного поведения как инструмент управления рисками заключается в ограждении опасных зон, установлении взаимного контроля за поведением сотрудников, дополнительном обучении и инструктировании персонала, установлении штрафов и повышенных ставок страхования для лиц и подразделений, повторно допускающих перерасходы и прочие потери.

Сокращение величины потенциальных потерь состоит в том, чтобы устанавливать абсолютные лимиты на инвестиционные ресурсы, находящиеся в зонах повышенного риска (например, ограничение на вложение капитала в определенных отраслях или регионах), стремясь постепенно сокращать эти лимиты до минимально достаточных для бесперебойной эффективной работы инвестора.

Система согласований и разрешений в процессе принятия решений, в частности, направлена на то, чтобы каждый профессионал оценил риск со своей точки зрения и сообразно с лимитами финансовой ответственности. В общем случае лимиты устанавливаются исходя из того уровня потерь, который согласен понести инвестор в связи с реализацией рисков:

Лимит = Объем допустимых потерь / Вероятность реализации риска.

Технический мониторинг ситуации способствует оценке и быстрому реагированию на такие технические риски, как изменение технологии, ухудшение качества и производительности производства, связанного с проектом, специфические риски технологии, закладываемой в инвестиционный проект, ошибки в проектно-сметной документации.

Следующий метод воздействия на риск инвестиционной деятельности – сокращение величины фактических потерь – это подготовка к деятельности в случаях, когда опасность уже материализовалась. Обычно потери происходят не одномоментно, а нарастают в течение некоторого периода времени. Если коммерческая организация правильно реагирует на первые симптомы развития нежелательного процесса, влекущего за собой потери, то эти потери будут меньше, чем в случае задержек или неправильных действий. Идеология ситуационного управления, штатных и нештатных схем управления вполне пригодна для разработки правил поведения в неблагоприятных ситуациях.

Снизить риски инвестиционной деятельности можно, применяя метод поглощения возможных убытков доходами. Этот принцип инвесторы применяют в условиях высоких рисков.

Он заключается в том, что каждому проекту в одной сфере или отрасли обязательно должен сопутствовать другой проект в другой отрасли или сфере. При этом рост и спад этих отраслей и сфер должны совпадать во времени. Так, в то время, когда в одной отрасли происходит спад, в другой наблюдается рост, и наоборот. Это не значит, что спады всегда будут погашать доходы, средняя доходность в развивающейся экономике будет расти. Но защищенность инвестора при этом значительно возрастает.

Другой метод заключается в распределении рисков между несколькими участниками, переходе к совместному финансированию проектов. Этот подход получил большое развитие за рубежом в последние годы, когда было создано много компаний и альянсов инвесторов, принесших им в сфере рискованных инвестиций крупные доходы. Действия инвесторов в условиях риска будут более эффективны и принесут им успех, если это действия крупных альянсов инвесторов. Распределение риска по разным агентам – это процедурное разбиение опасной работы по разным исполнителям, каждый из которых имеет свои рискованные характеристики. В результате некоторые из этих агентов смогут уклониться от своей доли риска, а потери сократятся. Снижение степени риска путем его распределения между участниками (партнерами) или передачи части риска (по отдельным финансовым и иным операциям) участникам (партнерам) инновационного (венчурного) проекта может быть достигнуто посредством заключения многостороннего договора или множества двухсторонних контрактов, регламентирующих ответственность в случае неудачи проекта (индексирование стоимости продукции и услуг; различные формы страхования: залог имущества; система взаимных штрафных санкций, предоставление собственных и получение от контрагентов определенных гарантий, связанных с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискованного события).

Например, путем распределения риска между участниками инновационного (венчурного) проекта субъект экономики может осуществить трансферт подрядчикам части рисков, связанных с невыполнением календарного плана строительно-монтажных работ, низким качеством работ, хищением переданных им строительных материалов и некоторых других. Для субъекта экономики, осуществляющего трансферт таких рисков, их управление заключается в переделке работ за счет подрядчика, выплате им сумм неустоек и штрафов и в других формах возмещения понесенных потерь.

В современной практике риск-менеджмента получили широкое распространение следующие основные направления распределения рисков (трансферта части рисков партнерам):

1) распределение между предприятием и поставщиками сырья, материалов и комплектующих риска (прежде всего финансового), связанного с потерей (порчей) имущества (активов) в процессе их транспортирования и осуществления погрузо-разгрузочных работ. Формы такого распределения рисков регулируются соответствующими международными правилами – «ИНКОТЕРМС-90»;

2) распределение риска между участниками лизинговой операции. Так, при оперативном лизинге субъект экономики передаст арендодателю риск морального устаревания используемого (лизингуемого) актива, риск потери им технической производительности (при соблюдении установленных правил эксплуатации) и ряд других видов рисков, предусматриваемых соответствующими специальными оговорками в заключаемом контракте;

3) распределение риска (прежде всего кредитного) между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции, который передается соответствующему финансовому институту – коммерческому банку или факторинговой компании. Эта форма распределения риска

носит для субъекта экономики платный характер, однако позволяет в существенной степени нейтрализовать негативные финансовые последствия ее кредитного риска;

4) качественное распределение (передача части) риска подразумевает принятие решения участниками инновационного (венчурного) проекта с учетом организационно-технического потенциала субъекта экономической (предпринимательской) деятельности и форм его присутствия на рынке по расширению (сужению) числа потенциальных инвесторов (участников инновационного проекта). Объединяя усилия в решении проблемы снижения рисков, несколько субъектов экономики могут разделить между собой как возможную прибыль, так и убытки. Как правило, поиски партнеров проводятся среди тех субъектов экономики, которые располагают дополнительными финансовыми ресурсами, а также информацией о состоянии и особенностях рынка. Для этого могут создаваться акционерные общества, ФПГ. Степень распределения рисков, а, следовательно, и уровень снижения их негативных финансовых последствий для субъекта экономики являются предметом контрактных переговоров с партнерами, отражаемых согласованными с ними условиями соответствующих контрактов.

Разукрупнение риска снижает однократную величину риска. Разукрупнение риска достигается, например, выдачей револьверных кредитов.

Распределение рисков во времени связано с тем, что не следует проводить несколько опасных мероприятий в одно и то же время, иначе совокупность нескольких несокрушительных опасностей может превысить финансовую критическую массу допустимых потерь и уничтожить субъект инвестиционной деятельности.

Изоляция опасных взаимоусиливающих факторов друг от друга является продолжением двух предыдущих способов. Дело в том, что некоторые события, происходящие одновременно, имеют свойство усиливать друг друга. К примеру, снижение репутации инвестора-реципиента может привести к снижению доходов и ухудшению сервиса, что в свою очередь еще больше ухудшит репутацию инвестора-реципиента. Возможность таких порочных кругов следует считать особо опасным фактором. При разработке программ управления рисками необходимо закладывать возможности разрыва таких кругов в случае непредвиденных обстоятельств и изоляции взаимоиницирующих и взаимоусиливающих нежелательных процессов как в пространстве, так и во времени, а также и по другим существенным организационным параметрам.

Страховой трансферт риска состоит в том, что риск-возмещение переносится на профессионального контрагента-страховщика, с которым заключается договор страхования.

Нестраховой трансферт риска отличается от страхового тем, что риски по сделке принимает на себя не профессиональный страховщик, а один из партнеров. Условия переноса риска определяются оговорками к договору.

Сокращение вероятности наступления нежелательных событий уменьшает не величину возможных потерь, а их среднее значение на период времени, потому что сокращается их частота. Это важно, так как позволяет организации сократить соответствующие резервы и перевести средства в более прибыльные активы. Сокращение длительности неопределенности предполагает и сокращение времени нахождения в зоне действия риска, и сокращение времени актуальности риска. Иначе говоря, это уменьшение времени взаимодействия с риском.

Покупка финансовых инструментов хеджирования рисков предусматривает операции с ценными бумагами, которые растут или падают в цене в противоположных направлениях. Это отдельный и весьма специфический вопрос, хотя значение и возможности его возрастают по мере развития фондового рынка. В странах с развитой рыночной экономикой и соответственно развитым рынком ценных бумаг многообразные способы хеджирования имеют чрезвычайно важное значение.

Финансовая инженерия – «источник финансовых нововведений, тех изобретений, которые дают возможность участникам финансового рынка эффективнее реагировать на перемены, приспособив для этих целей уже существующие или разрабатываемые новые финансовые инструменты и операционные схемы»⁴¹. Этот метод управления рисками в последние два десятилетия активно развивается и теоретически, и практически. Можно предполагать, что в условиях трансформирующейся экономики, когда законы недостаточно развиты, традиции не работают, финансовая инфраструктура развита недостаточно, финансовая инженерия могла бы принести существенные результаты. Инновации – это беспрецедентные новые инструменты защиты от риска. По нашим оценкам, на финансовых рынках мира используются до 500 видов финансовых инструментов, большинство из которых применимы для защиты от рисков.

Полная классификация методов управления рисками инвестиционной деятельности, при которой все методы управления рисками подразделены на 3 группы: принятие риска (самострахование), избежание риска (уклонение от риска), передача риска (распределение риска).

Процесс управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности может быть разбит на 6 этапов.

1. Определение цели. Это может быть обеспечение функционирования субъекта инвестиционной деятельности в непредвиденных обстоятельствах (таких как высокий уровень инфляции, резкий отток денежных средств у субъекта инвестиционной деятельности).

2. Выяснение риска – выражается в осознании риска субъектом инвестиционной деятельности.

3. Оценка риска – определение его серьезности с позиций вероятности и величины возможного ущерба субъектом инвестиционной деятельности (более подробно оценка будет рассматриваться в 3 главе диссертации).

4. Выбор методов управления риском из перечисленных выше: упреждение, предотвращение потерь и контроль, страхование, поглощение. Конкретный метод выбирается субъектом инвестиционной деятельности в зависимости от вида риска. На практике встречается использование сразу нескольких методов управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности.

5. Применение выбранного метода. Если, например, методом управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности выбрано страхование, то следующий шаг – оформление договора страхования (покупка страхового полиса). Кроме страхования, стратегия управления любым риском включает программу предотвращения и контроля убытков.

6. Оценка результатов производится на базе хорошо отлаженной системы точной информации, дающей возможность рассмотреть имеющиеся убытки и сами действия, осуществляемые для их предотвращения.

По нашему мнению, управление хозяйственной и инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности включает в себя 3 основные позиции: выявление последствий деятельности экономических субъектов в ситуации неопределенности; построение процесса приспособления и функций систем к изменяющимся условиям среды; разработку и осуществление мер, при помощи которых могут быть нейтрализованы или компенсированы вероятностные негативные результаты действий.

Эффективность мероприятий по снижению рисков определяется с помощью следующего алгоритма:

⁴¹ Маршалл Д. Ф., Бансал В. К. Финансовая инженерия. М.: Инфра-М, 1998. С. 48–49

- 1) рассматривается риск, имеющий наибольшую важность для инвестиционного проекта;
- 2) определяется перерасход средств с учетом вероятности наступления неблагоприятного события;
- 3) определяется перечень возможных мероприятий, направленных на уменьшение вероятности и опасности рискованного события;
- 4) определяются дополнительные затраты на реализацию предложенных мероприятий;
- 5) сравниваются требуемые затраты на реализацию предложенных мероприятий с возможным перерасходом средств вследствие наступления рискованного события;
- 6) принимается решение об осуществлении или об отказе от противорисковых мероприятий;
- 7) процесс сопоставления вероятности с затратами на мероприятия по их снижению повторяется для следующего по важности риска.

Одним из вариантов процедур и мер, позволяющих своевременно реагировать на отрицательные последствия деятельности в ситуации риска, служит специально разработанный ситуационный план, содержащий предписания, что должен делать каждый человек в той или иной ситуации, и описание ожидаемых последствий. Опираясь на ситуационный план, лица, реализующие рискованные решения, получают возможность быстро действовать в неблагоприятных условиях, становятся более подготовленными к действиям в непредвиденных ситуациях. Таким образом, ситуационные планы служат средством уменьшения неопределенности и оказывают положительное воздействие на деятельность субъектов в условиях риска. Составляется также ситуационный план на форсмажорные обстоятельства.

Основная задача организации состоит в управлении рисками как формой проявления неопределенности, которые должны повлиять на достижение поставленных задач в ходе инвестиционной деятельности. Таким образом, в арсенале обычных средств управления организацией появился новый процесс, который выявляет все риски, оценивает их потенциальное влияние и вероятность появления.

Основой для распределения обязанностей может служить метод линейных карт распределения ответственности, который в приложении к риск-менеджменту может быть представлен в табличной форме. Этот метод был разработан еще во времена программы высадки американских астронавтов на Луну – проекта «Аполлон». С тех пор он неоднократно оправдал свое применение при распределении управленческих обязанностей в различных организациях и в приложении к самым разным комплексам работ. Его суть проста: обязанности распределяются в поле матрицы, в головке которой располагаются этапы цикла принятия решений по данной работе и исполнения этих решений; в боковинке перечисляются функции, согласованное выполнение которых приводит к выполнению всей планируемой сложной работы, а в поле матрицы текстом или условными обозначениями указываются соисполнители по каждому этапу и подфункции. Второй вариант этого же метода состоит в построении матрицы несколько иного вида. В этом случае в головке матрицы помещается перечень соисполнителей, а в поле – условные знаки, обозначающие этапы принятия решений и их исполнения.

Первый метод графически более удобен, когда в работе участвует много соисполнителей. Следует иметь в виду, что распределение обязанностей в программе обустройства управления риском – это не одно и то же, что и распределение обязанностей по управлению рисками.

Процесс обустройства функции управления риском так же специфичен в различных организациях, как специфичен их бизнес. Однако в нем имеются и структурно устойчивые составляющие. Это картографирование рисков и построение организационной структуры службы, которая берет на себя эту работу. Коснемся этих моментов подробнее.

Картографирование рисков состоит в определении опасных и узких мест данного субъекта инвестиционной деятельности в самых разных аспектах: технологическом, географическом, психологическом, финансовом и др. Конкретные организации, даже сходные по размерам, расположенные в одном регионе и сходные по многим прочим параметрам, даже имеющие одинаковые рисковые спектры, все-таки существенно различны по своим конкретным многомерным рисковым профилям. Эти различия важны при картографировании рисков. К работе по картографированию рисков следует привлекать внешних экспертов. Внешний эксперт не только способен по-новому взглянуть на ситуацию в организации, но и владеет специальным инструментарием анализа и проектирования. К примеру, одним из таких инструментов многомерного анализа организационных явлений, к которым относятся и феномен рисков, является компьютерный анализ многомерных объектов на основе программ типа *GOGNOS Power Play*. Это весьма специфический и мощный инструмент, который создаст удобный и простой интерфейс для конечных потребителей – руководителей коммерческой организации, но требует от разработчика серьезной специальной научно-прикладной квалификации. Применение таких методик с привлечением внешних экспертов оправдано в сферах деятельности, которые критичны для данной организации. Особенно это относится к картографированию критических, т.е. потенциально разрушительных, рисков. Этот вид рисков следует выявлять и анализировать особо и в первую очередь. Повышение чувствительности именно к этой категории рисков, которые ставят под угрозу само существование данной коммерческой организации, является специальной задачей обучения кадров в организации. Карта рисков корпорации *Microsoft* конфиденциальна и включает как финансовые, так и деловые риски. Также отметим, что положение некоторых рисков на карте более обоснованно с точки зрения их количественной оценки. Часть же рисков приходится размещать на карте без должных расчетов, на основе наших предположений об их частоте и ущербе.

Развитие системы риск-менеджмента в ведущих компаниях мира (*DuPont*, *Microsoft*) происходило на протяжении нескольких лет и в несколько этапов. На первом этапе *DuPont* создана новая система классификации рисков, введение которой одобрено высшим руководством корпорации. Компания разработала политику по отношению к рискам, директивы, стратегии и методы риск-менеджмента для линейных менеджеров. Также был учрежден комитет по риск-менеджменту и создана сеть риск-менеджмента. Членами комитета и сети стали члены высшего руководства *DuPont*, которые играли ключевую роль в управлении рисками. На тот момент разработанная система риск-менеджмента считалась лучшей. Но руководство на этом не остановилось и начало внедрять более интегрированный подход к управлению рисками. Например, ответственность за операционные и страхуемые риски возложили на риск-менеджера, занимающегося международными рисками. Это дало возможность распространить методы риск-менеджмента, применяемые для финансовых рисков, и на другие их виды. Кроме того, *DuPont* удалось определить взаимную совместимость своих методов и стратегий риск-менеджмента. Но, несмотря на эти усилия, менеджеры корпорации больше уделяли внимание контролю за факторами риска, нежели связывали риск-менеджмент с процессами роста стоимости компании. Такое положение в риск-менеджменте не устраивало руководство *DuPont*.

Для дальнейшей интеграции рисков корпорация должна была разработать единый «язык». Руководство обнаружило, что не все менеджеры понимали и готовы были перестроить свою деятельность на основе концепции стоимости риска (*EAR*). Непонимание затрудняло управление рисками, особенно комплексное, в рамках всего предприятия. Однако руководство *DuPont* было твердо уверено в том, что для эффективного управления в современном деловом мире ей понадобятся самые современные модели. Недавно компания объявила о начале своего сотрудничества с компанией *Measurisk.com* для совместного расчета *EAR* и

предоставления финансовой отчетности согласно *SAFS* № 133. *Measurisk.com* оказывает эти услуги корпорации *DuPont* по *Internet*, а также предоставляет данные о ситуации на рынке, модели рисков и специальные программы для проведения необходимых расчетов.

Менеджеры и акционеры лучше понимают показатель *EAR*, нежели какую-либо другую меру рисков. Эта новая мера риска лучше способствует интеграции рисков, нежели использовавшиеся. С помощью *EAR* специалисты *DuPont* могут изучить все классы рисков, их влияние на прибыль (или денежные поступления). Этот метод в корне отличается от управления рисками на основе относительных показателей. Руководство корпорации *DuPont* с помощью *EAR* может также проанализировать риски стратегических бизнес-единиц и составные части каждого риска. Таким образом *DuPont* может выявлять естественную компенсацию рисков и решать, следует ли проводить хеджирование и оценивать эффективность различных стратегий хеджирования. Специалисты *DuPont* также получили возможность определить вероятность того, что прибыль корпорации не опустится ниже определенного уровня. Информация о месячных, квартальных и годовых значениях *EAR* затем доводится до сведения менеджеров.

Раньше для управления рисками компания *DuPont* использовала так называемый цилиндрический (*stovepipe*) метод риск-менеджмента. Новый метод позволяет проанализировать деятельность компании в целом и определить реальные риски, а также те из них, которые компенсируют один другого. Раньше менеджеры постоянно конфликтовали, поскольку каждый хотел управлять своим собственным риском, вместо того чтобы взглянуть на риски комплексно (*enterprise-wide*). Новый метод позволяет менеджерам *DuPont* четко представлять и передавать информацию как внутри организации, так и за ее пределами. Новые методики также способствуют эффективному управлению волатильностью прибыли. Кроме того, *DuPont* может анализировать решения, связанные с установлением определенного уровня доходности с учетом определенного уровня риска, поскольку в состоянии разъяснять риски, с которыми она сталкивается.

Внутренняя сеть корпорации *Microsoft* (*intranet*) объединяет в единое целое ежедневное управление бизнесом с риск-менеджментом. Группа риск-менеджмента *Microsoft* предлагает методы управления риском, опирающиеся на использование внутренней сети. В *intranet* размещены контрольный перечень рисков, передовой опыт и другая актуальная информация для менеджеров, которая помогает им решать повседневные проблемы и ориентироваться в специальных проектах. Кроме того, работа членов группы риск-менеджмента оценивается в зависимости от количества часов, которые они уделили работе над проблемами риска совместно с другими менеджерами корпорации. Группа риск-менеджмента не только стремится заставить работников компании повышать свою компетентность и осведомленность в вопросах риска, но также ожидает «обратной волны», т.е. того, что знания и умения этих менеджеров в свою очередь обогатят практику риск-менеджмента. Один из риск-менеджеров группы Лори Йоргенсен (*Lori Jorgensen*) считает: «Работа группы риск-менеджмента заключается в том, чтобы учиться у наших сотрудников управлению рисками и затем распространять полученные знания (эффект „обратной волны“) внутри компании, добавляя к ним собственную информацию». Как утверждает Б. Каллиникос: «Роль группы риск-менеджмента заключается в том, что она инициирует размышления относительно этих проблем и заставляет людей поразмыслить над действиями компании при этом сценарии, задавая себе различные вопросы, вроде таких: “Что мы должны делать? Что хорошо, а что плохо?”».

В свое время все страны с развитой рыночной экономикой прошли периоды развития, аналогичные современному периоду в России. Только этот процесс был эволюционно растянут на сотни лет, что позволило и накопить опыт, и создать специальную литературу, и развить рыночную инфраструктуру, и сформировать культуру. Все это помогает нациям

бороться с неоправданными рисками: неоправданно высокими и неоправданно низкими. В настоящее время управление рисками в странах с развитой рыночной экономикой является частью деловой, финансовой, образовательной и организационной инфраструктуры рыночных отношений. В США существуют десятки организаций, которые специализируются на изучении, преподавании, пропаганде и продаже инструментов защиты от риска: это биржи, институты, университеты, банки, брокерские конторы, страховые компании, рейтинговые и информационные бюро, консультативные и экспертные фирмы. Контроль над рискованным поведением в ключевых секторах экономики является частью ответственности таких государственных агентств и учреждений, как Федеральная резервная система (*FRS*); Федеральная корпорация по страхованию депозитов (*FDIC*); Офис контролера валюты (*OCC*); Комиссия по ценным бумагам и биржам (*SEC*). Деятельность по риск-менеджменту уже более 50 лет активно консолидируется Обществом управления риском и страхованием (*RIMS*), которое, кроме прочего, ежегодно проводит всемирные семинары (выставки, конгрессы) по риску. Членами этого общества являются более 8000 профессиональных сертифицированных риск-менеджеров и более 4200 ведущих корпораций США, Канады и Японии. Международная деятельность в этой сфере координируется Интернациональной федерацией ассоциаций управления риском и страхованием (*IFRIMA*), членами которой являются национальные ассоциации более чем 100 стран. Для России это пока еще лишь зарубежный опыт. Экономика России становится чемпионом по катастрофам и потерям, а сознательное превентивное управление рисками все еще не стало стандартной управленческой деятельностью.

Таким образом, можно сделать следующие выводы и дать рекомендации:

1) управление хозяйственной и инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности – это процесс выявления уровня отклонений в прогнозируемом результате, принятия и реализации управленческих решений, позволяющих предотвращать или уменьшать отрицательное воздействие на процесс и результаты воспроизводства случайных факторов, одновременно обеспечивая высокий уровень дохода;

2) система управления рисками хозяйственной и инвестиционной деятельности должна быть построена на основе рекуррентного подхода, т.е. быть способной к постоянному модифицированию с применением комплекса методов управления на всех этапах адекватно поступающим информационным потокам;

3) управление рисками включает в себя 3 основные позиции: выявление последствий деятельности экономических субъектов в ситуации риска; построение процесса приспособления строения и функций систем к изменяющимся условиям среды; разработку и осуществление мер, при помощи которых могут быть нейтрализованы или компенсированы вероятностные негативные результаты предпринимаемых действий;

4) условиями эффективного управления хозяйственной и инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности являются следующие: оптимальное сочетание централизации и децентрализации управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности, научность процесса организации аналитического обеспечения управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности, выработка новых целей и задач по совершенствованию организации аналитического обеспечения методического аппарата управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности; непрерывное совершенствование управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности, взаимодействие и разумная регламентация, постоянство аналитического обеспечения и информационной достаточности управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности, соответствие характера работы потенциальным возможностям исполнителя, непрерывность повышения квалификации менеджеров по управлению деятельностью фирмы с учетом фактора неопределенности.

Глава 4. Основные пути развития системы управления рисками

4.1. Развитие внутренних методов управления рисками

Развитие внутренних методов управления хозяйственной и инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности, с нашей точки зрения, должно основываться на сочетании принятия риска на себя с внутренним его распределением. При этом по наиболее опасным рискам больше использовать внутреннее распределение, а уклонение использовать как можно реже.

Из-за уклонения от риска приходится просто радикально отказываться от определенных видов инвестиционной деятельности и от ожидаемой значительной инвестиционной прибыли, а внутреннее распределение риска в рамках собственной бизнес-группы (кэптивное страхование в корпоративных бизнес-группах и взаимное страхование в кооперативных бизнес-группах) вместе с диверсификацией и диссипацией может обеспечить компенсацию более крупных рисков и повысить эффективность самострахования до его максимального предела, которого невозможно достичь только простым резервированием средств.

Поэтому основное направление развития внутренних методов управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности мы предлагаем осуществлять на основе формирования комплекса внутренних методов, механизмов и инструментов управления рисками, который включал бы в себя:

- 1) избежание риска (уклонение от риска);
- 2) самострахование в виде резервирования (принятие риска на себя);
- 3) кэптивное и взаимное страхование внутри бизнес-группы (переходную форма от принятия риска к его распределению);
- 4) диверсификацию и диссипацию риска внутри предприятия и его видов деятельности (внутреннее распределение риска);
- 5) управление сбалансированностью активов и пассивов (методы внутреннего риск-менеджмента, сочетающие принятие риска с его внутренним распределением);
 - б) превентивные методы минимизации и локализации риска:
 - а) ценовое регулирование;
 - б) управление величиной финансового леввериджа;
 - в) ограничение уровня риска;
 - г) оптимизация налогообложения;
 - д) управление величиной операционного леввериджа;
 - е) обеспечение возможности получения с контрагента по инвестиционной операции дополнительного уровня премии за риск;
 - ж) сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств в контрактах с контрагентами;
 - з) обеспечение компенсации возможных финансовых потерь за счет включаемой в контракты системы штрафных санкций;
 - и) совершенствование управления оборотными средствами субъекта экономики;
 - к) информационно-прогнозное обеспечение инвестиционного управления;
 - л) регулирование учетной и дивидендной политики;
 - м) планирование оптимально эффективной инвестиционной стратегии и политики субъекта экономики;

н) контроль за степенью риска и коррекция решений по управлению риском (мониторинг риска).

Одновременное сочетание методов принятия риска на себя с его распределением – это, по нашему мнению, наиболее сложный и тонкий инструмент управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности. И связано это с тем, что не от всех видов рисков инвестиционной деятельности экономическая система предприятия может уклониться.

Часть рисков приходится брать на себя, поскольку некоторые из них несут потенциал возможной прибыли, а другие принимаются в силу неизбежности их распределения с партнерами по направлениям инвестиционной деятельности.

Для обеспечения такого сочетания мы предлагаем сформировать субъекту инвестиционной деятельности механизм резервирования части финансовых ресурсов, позволяющий преодолевать негативные последствия по тем инвестиционным операциям, где риски не связаны с действиями контрагентов. Создание резерва на покрытие непредвиденных расходов представляет собой один из общеизвестных способов управления рисками, предусматривающий установление соотношения между потенциальными рисками, влияющими на стоимость активов, и размером расходов, необходимых для преодоления сбоев в выполнении инновационного (венчурного) проекта.

Однако механизм резервирования субъектом инвестиционной деятельности части финансовых ресурсов должен опираться на различные формы резервирования для повышения степени полноты компенсации потерь в инвестиционной деятельности от различных факторов неопределенности. Внутри компенсации предлагается использовать комплекс следующих форм:

1) формирование резервного (страхового) фонда субъекта экономики, создаваемого в соответствии с требованиями законодательства и устава субъекта инвестиционной деятельности. На его формирование направляются не менее 5% суммы прибыли, полученной субъектом экономики в отчетном периоде;

2) формирование целевых резервных фондов. Перечень таких фондов, источники их формирования и размеры отчислений в них определяются уставом субъекта инвестиционной деятельности и другими внутренними документами и нормативами;

3) формирование резервных сумм финансовых ресурсов в системе бюджетов, доводимых различным центрам ответственности. Такие резервы предусматриваются обычно во всех видах капитальных бюджетов и в ряде гибких текущих бюджетов и риск-планов;

4) формирование системы страховых запасов материальных и финансовых ресурсов по отдельным элементам оборотных активов. Страховые запасы создаются по денежным активам, сырью, материалам, комплектующим, готовой продукции. Размер потребности в страховых запасах по отдельным элементам оборотных активов устанавливается в процессе их нормирования;

5) нераспределенный остаток прибыли, полученной в отчетном периоде. До распределения он может рассматриваться как резерв финансовых ресурсов, направляемых в необходимом случае на ликвидацию негативных последствий отдельных рисков;

6) формирование системы материальных и (или) информационных резервов, их резервирование и планирование действий участников инвестиционной деятельности на случай тех или иных изменений условий его реализации;

7) проведение активного риск-менеджмента, включающего мониторинг среды, целенаправленный маркетинг, прогнозирование внешней среды и стратегическое планирование.

Благодаря сочетанию различных форм резервирования средств для компенсации отрицательных последствий инвестиционной деятельности в условиях неопределенности самострахование становится особенно необходимым в следующих случаях: во-первых, когда очевидна экономическая выгода от его использования по сравнению с другими методами

управления риском; во-вторых, когда невозможно обеспечить требуемое снижение или покрытие рисков предприятия в рамках других методов управления риском.

Первая ситуация может реализоваться тогда, когда в результате анализа страхового рынка выясняется, что размер премии, которую необходимо уплатить за страхование рисков, является чрезмерно большим, проведение же предупредительных мероприятий дает малый эффект при больших затратах.

Вторая ситуация может возникнуть, если риски инвестиционной деятельности являются очень крупными и покрыть их полностью в рамках отдельной страховой компании или даже пула компаний не представляется возможным. Вообще говоря, большинство страховых покрытий является неполным, и финансовая компенсация редко соответствует всем произошедшим убыткам.

Организация может сформировать свой собственный фонд риска несколькими способами – внутренним и внешним.

Создание внутреннего фонда риска может происходить на краткосрочной основе либо как средство распределить убытки на более длительный период. В первом случае временным периодом обычно является финансовый год, и фонд формируется из средств, предусмотренных в бюджете субъекта инвестиционной деятельности на операционные расходы. Такой способ подходит для небольших и сравнительно частых убытков. Во втором случае фонд формируется как особая расходная статья в годовом бюджете коммерческого банка и накапливается в течение нескольких лет.

Внешний фонд риска – это механизм обхода налоговых проблем, которые существуют для внутреннего фонда. Фонд риска формируется как особый счет, ведущийся в дружественной страховой компании, которая накапливает денежные средства таким же образом, как и в случае внутреннего фонда. Вклады в него делаются периодически в виде страховых премий. Размещение вкладов в страховых компаниях удобно тем, что они работают в условиях льготного налогового режима, и накопление фонда происходит быстрее. Организации также имеют некоторые льготы по порядку налогообложения при уплате страховых взносов, которые, возможно, в будущем будут расширены.

Отличие такого способа формирования фонда от обычного страхования заключается в том, что страховщик будет оплачивать убытки организации по ее требованию и только в объеме накопленных в страховой компании средств.

Важнейшим условием для эффективного использования самострахования как метода защиты от рисков является адекватное определение размера фонда риска – он должен соответствовать возможностям предприятия и его потребностям. Малый размер фонда риска приведет к тому, что его будет недостаточно для компенсации убытков. Но если средства, имеющиеся в фонде риска, совсем не использовать в сфере деятельности банка, то это приведет к уменьшению прибыли.

Как правило, формирование внутреннего фонда риска происходит постепенно, и он достигает планируемой величины в течение нескольких лет. Всегда существует опасность, что его средства будут исчерпаны до того, как он достигнет планируемой величины. Чтобы принять правильное решение о размере фонда риска, субъект инвестиционной деятельности должен учесть следующие моменты: приемлемый для себя уровень сохранения риска; размеры фонда, достаточные для обеспечения компенсаций потерь от сохраненного риска.

Инвестиционный проект считается эффективным и устойчивым, если во всех предполагаемых ситуациях неблагоприятные последствия, вызванные изменениями тех или иных условий реализации проекта, могут быть устранены за счет созданных запасов и резервов или их последствия могут быть возмещены страховыми компаниями. В соответствии с рекомендациями *LINIDO* резерв на покрытие непредвиденных расходов в рамках компенсационного метода управления рисками, связанными с реализацией инвестиционных и

инновационных проектов, должен составлять 10% в каждом месяце реализации проекта от общей суммы инвестиционных затрат. При использовании этого механизма управления рисками следует иметь в виду, что страховые резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесенные субъектом инвестиционной деятельности финансовые потери, однако «замораживают» использование достаточно ощутимой суммы финансовых средств. В результате снижается эффективность использования собственного капитала, усиливается ее зависимость от внешних источников финансирования. Это определяет необходимость оптимизации сумм резервируемых финансовых средств с позиций предстоящего их использования для управления лишь отдельными видами рисков. К их числу могут быть отнесены: нестрахуемые виды рисков инвестиционной деятельности: риски инвестиционной деятельности допустимого и критического уровня с невысокой вероятностью возникновения; большинство рисков инвестиционной деятельности допустимого уровня, расчетная стоимость предполагаемого ущерба по которым невысока.

Одной из форм резервирования субъектом инвестиционной деятельности, с нашей точки зрения, является учреждение кэптивной страховой компании, которая является одним из вариантов создания фонда самострахования предприятия. Английское слово «кэптив» (*captive*), означающее «зависимый от чего-либо», довольно точно передает основную особенность кэптивных компаний, которая заключается в их полной юридической и реальной зависимости от учредителя. Аналогом этого понятия в российской экономике является термин «дочерняя компания».

Кэптивная страховая компания (КСК) – дочерняя по отношению к организации (или группе организаций), не являющейся страховой компанией. Ее первоочередная функция заключается в обслуживании страховых интересов родительской организации и ее филиалов.

Успешное функционирование КСК зависит от выполнения ряда требований и связано с дополнительной ответственностью. Тем не менее количество организаций, использующих такую форму управления риском, во всем мире непрерывно увеличивается, особенно за последние 10–20 лет. Развитие страхового дела в России также привело к созданию и развитию КСК, функционирующих, как правило, при крупных финансово-промышленных группах.

Рост числа КСК, присутствующих на развитых страховых рынках, в частности в США и Европе, сопровождается размещением многих из них в так называемых офшорных зонах (*offshore location*). Для США наиболее популярное месторасположение подобных компаний – Бермуды. Но и другие центры, такие как Каймановы острова, остров Мэн, Гибралтар, Люксембург, Гонконг, Вануату и Науру, Сингапур и другие, привлекают внимание предпринимателей как подходящее место для учреждения такого рода компаний.

Если существующее законодательство затрудняет организацию офшорных компаний, то КСК располагаются там же, где и родительские компании (как в Германии). Иногда законодательство страны создает условия, облегчающие их учреждение (например, в Вермонте и некоторых других штатах США).

По нашему мнению, создание кэптивной страховой организации дает возможность субъекту инвестиционной деятельности установить уровень затрат на страхование на основе собственного опыта и ожидаемого уровня убытков по инвестиционным операциям. Это позволяет разработать долгосрочную структуру тарифов, которая в значительной степени не зависит от изменений страхового рынка, и обеспечить приемлемый уровень планирования затрат на покрытие рисков. Все это по сравнению с обычным страхованием может оказаться весьма привлекательным.

Принцип самострахования заключается в распределении убытков некоторых участников страхового фонда, созданного в рамках выбранной страховой компании, среди всех

остальных членов этого фонда. В то же время тарифы страховых премий рассчитаны на основе среднестатистических убытков. И если у данной организации статистика убытков и потерь существенно ниже средней, а у других организаций, участвующих в страховом фонде, убытки существенно превышают средние, то, естественно, ее участие является по существу субсидированием других участников фонда. Понятно, что субъекту инвестиционной деятельности хотелось бы выбрать такого страховщика, который учитывал бы именно его конкретный опыт прошлых потерь и назначил бы страховую премию, соответствующую реально существующему уровню риска. Использование кэптивных страховых компаний (КСК) является эффективным способом решения подобных проблем.

К выгодам, получаемым от учреждения КСК, можно отнести возможность экономии на стоимости страхования, разделение рисков, дополнение к обычному страхованию, выгоды, связанные с налогообложением и офшорным местоположением, возможность реализации глобальной стратегии финансирования риска и развитие КСК как предприятия, приносящего прибыль.

Использование КСК означает, что организация может снизить в структуре затрат на страхование удельный вес некоторых статей, которые обычно включаются в страховую премию, например расходов на содержание бухгалтерии и других служб (они обычно постоянны и не отражают уровень услуг, предоставляемых страховщиком). Кроме того, не нужно тратить средства на привлечение клиентов на страховом рынке.

Если уровень риска в родительской организации ниже, чем в среднем на страховом рынке, то возникает дополнительная экономия за счет снижения размера страховой премии. В то же время КСК может получать дополнительный доход от инвестирования денежных средств до тех пор, пока они не потребуются для покрытия ущерба.

Затраты на страхование уменьшаются еще и по той причине, что родительская компания получает посредством КСК прямой доступ на более дешевый и эффективный рынок перестрахования.

В зависимости от класса и типа возможных убытков риски могут передаваться либо в КСК, либо на внешний страховой рынок. Очевидно, что более предсказуемые и стабильные убытки разумнее сохранять.

Такая селекция может быть сделана даже внутри группы родственных рисков с учетом статистики прошлых убытков или финансовых возможностей кэптивной страховой компании.

По нашему мнению, одним из важных стимулов для развития КСК является отсутствие предложений страхового покрытия для некоторых рисков инвестиционной деятельности на обычном страховом рынке. В принципе КСК в состоянии создать страховые фонды для покрытия любых видов убытков от рискованной инвестиционной деятельности, требуемых родительской организацией, в том числе и тех, для которых обычный страховой рынок не в состоянии предложить страховой защиты.

Рынок перестрахования является по существу оптовым рынком страхования, в котором перестраховочные компании выступают как оптовые продавцы (или покупатели). В качестве таковых им нет необходимости ни создавать разветвленную сеть страховых агентов (как это делается на розничном рынке), ни налаживать широкомасштабный учет страховых операций. Поэтому затраты на создание и управление перестраховочной компанией оказываются значительно ниже. Средний размер страховой суммы при перестраховании существенно выше. Выигрыш для страхователя – более низкие тарифы на страховую премию.

Кроме того, в отличие от прямого страхования рынок перестрахования предоставляет большую свободу в установлении соотношения между сохраняемыми и передаваемыми перестраховщику рисками, оставляя на удержании страхователя более прогнозируемые

риски, а также предлагая страховые покрытия, которые не предоставляет рынок прямого страхования.

Выигрыш в налогообложении проявляется при создании КСК прежде всего в том, что получаемые ею страховые премии зачисляются в страховой резерв и на период действия договора выводятся из налогооблагаемой базы. Кроме того, страхование или перестрахование рисков в офшорной КСК обеспечивает уплату налогов по ставкам страны местоположения, которые намного ниже российских налоговых ставок.

Поскольку прямая деятельность иностранных страховщиков в России запрещена (запланированное на 1999 г. снятие ограничений так и не вступило в силу), то интерес представляют сложные схемы страхования с созданием нескольких кэптивных компаний, одна из которых расположена в офшорной зоне и выполняет функции перестраховщика.

Налоги на поступающие по претензиям страховые возмещения в конечном счете должна будет заплатить родительская организация. Эти поступления от КСК рассматриваются таким же образом, как и выплаты, полученные от других страховых компаний, и облагаются налогом как обычный доход. Тем не менее использование КСК позволяет отсрочить уплату налогов путем отсрочки выплаты страхового возмещения до тех пор, пока это не потребуется родительской компании.

Таким образом, денежные вклады в КСК при определенных условиях позволяют оптимизировать налоговые отчисления. Поэтому она может использоваться в качестве удобного механизма для накопления резервного фонда по сравнению с созданием внутреннего фонда субъекта инвестиционной деятельности.

Налоговое законодательство в офшорном местоположении КСК обычно менее строго, чем в местоположении родительской организации. Это означает, что офшорная КСК может быть организована быстрее и с меньшими затратами, чем в тех местах, где налоговое законодательство более жесткое.

КСК может служить рычагом централизации управления риском крупных корпораций, беря на себя выполнение программ страхования региональных филиалов, дочерних и аффилированных компаний, а также интересов корпораций за рубежом. Страхование филиалов и подразделений может осуществляться в рамках глобальной политики регулирования уровня риска путем установления более высокого уровня франшизы, а также обеспечения более высоких пределов страхового покрытия и охвата более широких классов рисков, чем это могло бы быть достигнуто для отдельно взятых банков.

Успешная деятельность КСК увеличивает активы родительской организации, поскольку позволяет уменьшить ее затраты на сохранение или передачу риска путем предоставления более широкого страхового покрытия и снижения уровня страховых премий. Прибыльные операции дают возможность более полно регулировать уровень рисков и накапливать финансовые резервы.

С ростом объема операций КСК увеличиваются ее возможности и спектр услуг, оказываемых родительской организации. Она способна увеличить предлагаемый размер страхового покрытия, расширяя количество различных типов рисков, которые она может застраховать. КСК может также снизить уровень перестрахования своих рисков и сохранить больше средств под своим контролем.

По мере увеличения прибыли и опыта многие КСК могут обеспечивать страхование и других организаций, не входящих в число учредителей и их филиалов.

Яркий пример успешного развития кэптивного страхования на основе поддержки со стороны родительских организаций представляют собой контролируемая МДМ страховая компания «РЕСО-Гарантия» и Петровская страховая группа.

Локализация риска или его последствий осуществляется путем переноса хозяйственной деятельности, связанной с повышенным инвестиционным риском, в пределы неболь-

шого дочернего субъекта экономики (венчурной фирмы) или создания специальных структур для инвестиционных проектов.

Под распределением (передачей) и перераспределением риска между участниками инвестиционного процесса понимается метод предотвращения или снижения рисков, реализуемый через распределение рисков между несколькими субъектами экономики и (или) другими участниками (партнерами), заинтересованными в успехе общего дела, путем их объединения.

Распределение (диверсификацию, диссипацию) и перераспределение риска можно применять как во времени, так и в «пространстве».

Распределение риска во времени можно использовать, если инвестиционный проект позволяет выделять последовательные и достаточно четко разграничиваемые этапы. В свою очередь поиски инвестиционных проектов, способных дать значительный эффект снижения общего риска инвестиций за счет эффекта распределения (диссипации), являются одним из важных мотивов, побуждающих инвесторов к инвестициям за пределами своей страны. Расчет при этом делается на то, что международные инвестиции (в отличие от вложений в национальную экономику) будут иметь другую временную динамику и находиться под воздействием финансовых, политических, технических и иных факторов, заметно отличающихся от аналогичных факторов государства-инвестора.

Распределение рисков в «пространстве» достигается:

- 1) распределением (передачей) и перераспределением риска между участниками инвестиционного процесса;
- 2) диверсификацией деятельности;
- 3) дроблением рынка сбыта;
- 4) дроблением рынка поставщиков.

Механизм управления рисками при этом основан на частичном трансферте (передаче) риска другим привлеченным к решению общих проблем предприятиям по отдельным инвестиционным операциям, в результате чего субъект экономики имеет возможность уменьшить уровень собственного риска.

Снижение степени риска путем его распределения между участниками (партнерами) или передачи части риска по отдельным инвестиционным операциям участникам (партнерам) инвестиционного проекта может быть достигнуто посредством заключения многостороннего договора или множества двухсторонних контрактов, регламентирующих ответственность в случае неудачи проекта (индексирование стоимости продукции и услуг: различные формы страхования, залог имущества; система взаимных штрафных санкций: предоставление собственных и получение от контрагентов определенных гарантий; связанных с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискованного события).

В современной практике риск-менеджмента получили широкое распространение следующие основные направления распределения рисков (трансферта части рисков партнерам): 1) распределение между предприятием и поставщиками сырья, материалов и комплектующих риска (прежде всего финансового), связанного с потерей (порчей) имущества (активов) в процессе их транспортирования и осуществления погрузо-разгрузочных работ. Формы такого распределения рисков регулируются соответствующими международными правилами – «ИНКОТЕРМС-90»;

2) распределение риска между участниками лизинговой операции. Так, при оперативном лизинге субъект экономики передает арендодателю риск морального устаревания используемого (лизингуемого) актива, риск потери им технической производительности (при соблюдении установленных правил эксплуатации) и ряд других видов рисков, предусматриваемых соответствующими специальными оговорками в заключаемом контракте;

3) распределение риска (прежде всего кредитного) между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции, который передается соответствующему финансовому институту – коммерческому банку или факторинговой компании. Эта форма распределения риска носит для субъекта экономики платный характер, однако позволяет в существенной степени нейтрализовать негативные финансовые последствия ее кредитного риска;

4) качественное распределение (передача части) риска подразумевает принятие решения участниками инновационного (венчурного) проекта с учетом организационно-технического потенциала субъекта экономической (предпринимательской) деятельности и форм его присутствия на рынке по расширению (сужению) числа потенциальных инвесторов (участников инновационного проекта). Объединяя усилия в решении проблемы снижения рисков, несколько субъектов экономики могут разделить между собой как возможную прибыль, так и убытки. Как правило, поиски партнеров проводятся среди тех субъектов экономики, которые располагают дополнительными финансовыми ресурсами, а также информацией о состоянии и особенностях финансового рынка. Для этого могут создаваться акционерные общества, ФПГ. Субъекты экономики могут приобретать или обмениваться акциями друг друга, вступать в различные консорциумы, ассоциации, концерны. Степень распределения рисков, а следовательно и уровень снижения их негативных финансовых последствий для субъекта экономики является предметом контрактных переговоров с партнерами, отражаемых согласованными с ними условиями соответствующих контрактов.

Одним из способов уменьшения совокупной подверженности риску путем распределения вложений и (или) обязательств является диверсификация. Сущность диверсификации состоит в снижении максимально возможных потерь за одно событие, однако при этом одновременно возрастает количество видов риска, которые необходимо контролировать. Диверсификация – один из наиболее популярных механизмов нейтрализации негативных финансовых последствий: снижения несистематической части рыночных и финансовых рисков (кредитных, депозитных, инвестиционных, валютных) при формировании портфеля инвестиционных (финансовых) активов.

Характеризуя механизм диверсификации в целом, отметим однако, что он избирательно воздействует на снижение негативных последствий отдельных финансовых рисков. Следует помнить, что диверсификация эффективна только для нейтрализации (уменьшения) комплексных, портфельных финансовых рисков несистематической (специфической) группы рисков (т.е. видов рисков, присущих конкретному объекту инвестирования или деятельности конкретного инвестора и связанных с конкретным инструментом и внутренними факторами, отрицательные последствия которых в значительной степени могут быть предотвращены). В то же время диверсификация не дает эффекта в нейтрализации подавляющей части систематических рисков, возникающих для всех участников инвестиционной деятельности и форм инвестирования, общих для всех рассматриваемых инструментов (например, риск циклического спада экономики, инфляционный, налоговый риски и др.) и связанных с изменениями инвестиционного климата в стране, конъюнктуры инвестиционного рынка (или отдельных его сегментов), которые не могут быть устранены или уменьшены путем диверсификации (изменения структуры) инвестиционного портфеля проектов.

Диверсификация позволяет снижать отдельные виды рисков инвестиционной деятельности: кредитный, депозитный, инвестиционный, валютный. Принцип действия механизма диверсификации основан на распределении (диссипации) рисков для исключения возможности их концентрации.

Диверсификация – один из эффективных путей нейтрализации инвестиционных и финансовых рисков. Она выражается во владении многими рискованными активами вместо концентрации всех капиталовложений только в одном из них. В качестве основных можно назвать следующие формы:

1) **диверсификация финансовой деятельности**, которая предусматривает использование альтернативных возможностей получения дохода от различных финансовых операций, непосредственно не связанных друг с другом;

2) **диверсификация программы реального инвестирования**, предусматривающая включение в программу инвестирования различных инвестиционных проектов с альтернативной отраслевой и региональной направленностью или выбор инвестиционной программы из нескольких проектов с меньшей величиной капиталовложений вместо программы, состоящей из единственного крупного инвестиционного проекта, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе;

3) **диверсификация инвестиций**. В целях управления рисками при формировании портфеля инвестиций предпочтительно выбирать производство такой продукции, спрос на которую изменяется в противоположном направлении, т.е. при увеличении спроса на один вид падает спрос на другой вид, и наоборот. Диверсификация уменьшает совокупную рентабельность на предприятии, но при этом снижает риск резкого снижения доходов – диверсификация портфеля ценных бумаг, которая позволяет снижать инвестиционные риски, не уменьшая при этом уровень доходности инвестиционного портфеля;

4) **диверсификация заемщиков**, которая направлена на снижение кредитного риска, возникающего при кредитовании;

5) **диверсификация депозитных вкладов банка**. Обычно условия размещения денежных активов в различных банках существенно не различаются, поэтому при диверсификации депозитных вкладов снижается уровень депозитного риска, но уровень доходности депозитного портфеля банка при этом, как правило, не снижается;

6) **диверсификация валютной корзины инвестора**, предусматривающая выбор нескольких видов валют в процессе осуществления внешнеэкономических операций, что дает возможность минимизировать валютные риски;

7) **диверсификация финансового рынка**, которая предусматривает организацию работ одновременно на нескольких сегментах финансового рынка. Неудача на одном из них может быть компенсирована успехами на других.

На современном этапе развития экономики России по мере расширения и углубления процесса изменения структуры собственности система целей инвестиционного портфеля может видоизменяться на следующей основе:

1) сохранность и приращение капитала (в отношении ценных бумаг с растущей курсовой стоимостью);

2) приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменить наличность (например, «предъявительские» государственные ценные бумаги, облигации государственного сберегательного займа и т.п.);

3) доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитным продуктам и услугам, имущественным и неимущественным правам;

4) расширение сферы влияния и перераспределения собственности, создание холдинговых структур;

5) спекулятивная игра на колебаниях курсов в условиях ненаполненного рынка ценных бумаг;

6) производственные цели (зондирование рынка, страхование от излишних рынков и т.п.).

Распределение риска – одно из важных соображений при эмиссии ценных бумаг. Неслучайно компании выпускают и облигации, и акции – ведь эти два вида ценных бумаг различаются по характеру риска, который с ними связан. Выбирая, во что инвестировать – в облигации, в акции или и в то, и в другое, инвесторы выбирают риск, на который они готовы пойти.

За последние несколько десятилетий значительно повысилась скорость внедрения инноваций, которые облегчают управление риском. Причина тому – изменения, которые произошли, с одной стороны, в области спроса, а с другой – в области предложения на рынках, связанных с распределением риска. Новые открытия в области телекоммуникаций, обработки информации и финансовой теории значительно снизили издержки достижения более масштабной диверсификации и специализации при принятии риска. В то же время возросшая изменчивость валютных курсов, процентных ставок и товарных цен повысила спрос на адекватные способы управления риском. Таким образом, стремительное и повсеместное развитие фьючерсов, опционов и свопов, которое началось в 1970–1980-е гг., в значительной степени можно объяснить реакцией рынка. Наряду с удешевлением затрат на использование инструментов по управлению риском произошло увеличение спроса на них.

Но гипотетический идеал рынка, совершенного в отношении распределения риска среди его участников, никогда не будет достигнут, потому что в реальном мире существует огромное количество ограничивающих факторов, которые никогда не удастся преодолеть полностью. К двум ключевым факторам, ограничивающим эффективное распределение риска, относятся операционные издержки и психологические проблемы.

Операционные издержки включают в себя расходы на учреждение и функционирование таких институтов, как страховые компании и фондовые биржи, плюс расходы на заключение и исполнение контрактов. Эти институты не появляются до тех пор, пока финансовые преимущества от их создания не превысят связанных с ними издержек.

Психологические проблемы, стоящие на пути создания институтов для эффективного распределения риска, – это в первую очередь безответственность и неблагоприятный выбор. Проблема безответственности возникает, когда приобретение страховки от какого-либо вида риска заставляет застрахованного сильнее подвергать себя этому риску или меньше заботиться о принятии мер для предотвращения события, от которого он застраховался. Возможная безответственность клиента может привести к нежеланию со стороны страховой компании страховать его от какого-либо типа риска.

Вторая группа психологических проблем – это проблемы неблагоприятного выбора: те люди, которые приобретают страховку от риска, подвержены этому риску больше, чем остальная часть населения.

Применение принципа диверсификации требует определенной осторожности. Так, нельзя отказаться от некоррелированности операций. Возможна и следующая ситуация. Предположим, что среди операций есть ведущая, с которой все остальные находятся в положительной корреляционной связи. Тогда риск операции «среднее арифметическое» не уменьшается при увеличении числа суммируемых операций.

Рынок ценных бумаг в нашей стране только начинает развиваться. Выплату приличных дивидендов в последнее время производят лишь отдельные коммерческие банки. Покупка акций в основном ведется инвестиционными фондами (которые обязаны это делать по своей сути) или с целью приобретения контрольного пакета акций. Создание портфеля ценных бумаг в нашей стране связано поэтому со многими рисками. «Риск портфеля» – понятие агрегированное, которое в свою очередь включает многие виды конкретных рисков: риск ликвидности, кредитный риск, капитальный риск и т.п. Риск вложения в ценные бумаги определяется с помощью их инвестиционных качеств – специальные рейтинговые агентства анализируют ценные бумаги, обращающиеся на рынке, с позиций инвестиционного качества, классифицируя их например на бумаги высшего качества, высокого качества, выше среднего уровня качества, среднего уровня качества, спекулятивные ценные бумаги. Понятие «инвестиционного качества ценной бумаги» – это оценка того, насколько ценная бумага ликвидна, низкорискованная при стабильной курсовой стоимости, способна приносить проценты, превышающие или находящиеся на уровне среднерыночного процента.

Указанное правило проявляется лишь при усреднении в значительной массе случаев. Однако оно дает возможность создать шкалу измерения инвестиционных качеств по видам ценных бумаг, позволяющих инвестору уточнить свою оценку соотношений между ценными бумагами, провести инвестиционный анализ в определенной системе координат, где риски и доходность повышаются, а ликвидность и гарантированность выплат понижаются: облигации, обеспеченные залогом; облигации, не обеспеченные залогом; привилегированные акции; простые акции.

Если для создания портфеля ценных бумаг инвестировать деньги в какой-то один вид финансовых активов, то инвестор оказывается зависимым от колебания его курсовой стоимости. Поэтому желательно вкладывать капитал в акции нескольких компаний, хотя понятно, что эффективность также будет зависеть от курсовых колебаний, но уже не каждого курса, а усредненного, который, как правило, колеблется меньше, поскольку при повышении курса одной из ценных бумаг курс другой может понизиться, и колебания могут взаимно погаситься.

Такой портфель ценных бумаг, содержащий их самые разнообразные типы, называется диверсифицированным портфелем. Хотя подобный портфель значительно снижает диверсификационные (несистематические) риски, полностью устранить инвестиционный риск нельзя, так как при вложении капиталов присутствуют еще и недиверсифицированные, или систематические, риски, присущие конкретной экономической системе в целом или отдельному рынку и не поддающиеся диверсификации. Систематический риск обусловлен общим состоянием экономики, которое связано с такими факторами, как война, инфляция, глобальные изменения налогообложения, изменение денежной политики, с изменениями цен на акции, их доходностью, текущим и ожидаемым процентом по облигациям, ожидаемыми размерами дивиденда, вызванными общерыночными колебаниями.

Однако, чтобы измерить риск портфеля, нам нужно не только знать вариацию доходов отдельных ценных бумаг, но и степень, с которой доходы пар ценных бумаг колеблются вместе. Нам необходимо знать ковариацию или же корреляцию доходов каждой пары активов в портфеле.

Риск портфеля, измеряемый через дисперсию, рассчитывается как взвешенная сумма ковариаций всех пар активов в портфеле, где каждая ковариация взвешена на произведение весов каждой пары соответствующих активов и дисперсия данного актива рассматривается как ковариация актива с самим собой.

Дисперсия, или вариация случайной величины, служит мерой разброса ее значений вокруг среднего значения. Для доходности (как случайной величины) вариация, оценивающая степень отклонения возможных конкретных значений от средней или ожидаемой доходности, служит мерой риска, связанного с данной доходностью.

Вариация учитывает не только размер отклонений возможных значений доходности от среднего, но и вероятность такого отклонения. В этом смысле дисперсия указывает меру неопределенности в ожиданиях инвестора, который оценивает будущую доходность как среднюю по всем возможным значениям. Это обстоятельство и позволило Г. Марковицу считать дисперсию доходности мерой риска инвестиций.

Однако можно привести два довода против использования вариации в качестве меры риска. Первый – вариация учитывает отклонение в обе стороны по отношению к среднему значению. Действительно, реализованная доходность может быть как выше, так и ниже среднего значения, при этом первый случай также вносит вклад в величину вариации и, следовательно, риска. Инвестор же не расценивает превышение реальной доходности над ожидаемой как неприятный результат. Напротив, он только приветствует такой исход дела. Поэтому многие исследователи считают, что при измерении риска не должны рассматриваться случаи, когда возможная доходность выше ожидаемой.

Г. Марковиц понимал этот недостаток вариации и предлагал меру риска, которая учитывала лишь случаи снижения доходности по отношению к среднему значению. Эту меру называют полувариацией. Полувариация рассчитывается как обычная вариация, кроме тех случаев, когда доходность выше ожидаемой. Однако сложности вычисления, связанные с использованием полувариации, привели к тому, что в своих работах Марковиц был вынужден ограничиться обычной вариацией.

В настоящее время при измерении риска снижения стоимости ценной бумаги финансисты-практики пользуются обоими понятиями.

Второй довод, относящийся к недостаткам вариации как меры риска, состоит в том, что она нечувствительна к асимметричности распределения отклонений от среднего значения. В случае несимметричных распределений приходится пользоваться другими характеристиками типа коэффициента асимметрии. Г. Марковиц не рассматривал подобные характеристики в своей теории. Использование вариации можно оправдать, основываясь на эмпирических исследованиях, подтверждающих относительную симметричность статистических распределений доходностей акций. Поскольку считается, что для принятия решения инвестор рассматривает только ожидаемую доходность и вариацию, теория портфеля в формулировке Г. Марковица получила название двухпараметрической модели.

При вычислении стандартного отклонения портфеля пользуются понятием ковариаций. Ковариация – это статистическая мера взаимодействия двух случайных переменных, т.е. это мера того, насколько две случайные переменные зависят друг от друга. Положительное значение ковариаций показывает, что доходности этих ценных бумаг имеют тенденцию изменяться в одну сторону, например лучшая, чем ожидаемая, доходность одной из ценных бумаг должна, вероятно, повлечь за собой лучшую, чем ожидаемая, доходность другой ценной бумаги. Отрицательная ковариация показывает, что доходности имеют тенденцию компенсировать друг друга, например лучшая, чем ожидаемая, доходность одной ценной бумаги сопровождается, как правило, худшей, чем ожидаемая, доходностью другой ценной бумаги. Относительно небольшое или нулевое значение ковариаций показывает, что связь между доходностью этих ценных бумаг слаба либо отсутствует вообще.

В центре внимания стратегии диверсификации Г. Марковица прежде всего находится уровень ковариации доходностей активов портфеля. Ключевой вклад Г. Марковица состоит в постановке вопроса о риске активов как составляющих единого портфеля, а не отдельно взятых единиц.

Данная стратегия, стремясь к максимально возможному снижению риска при сохранении требуемого уровня доходности, состоит в выборе таких активов, доходности которых имели бы возможно меньшую положительную корреляцию. Именно учет взаимной корреляции доходностей активов с целью снижения риска отличает стратегию диверсификации Г. Марковица от стратегии наивной диверсификации.

Способ диверсификации Г. Марковица и важность корреляции активов можно проанализировать на примере портфеля из трех активов. Для этого мы сначала покажем общую взаимосвязь ожидаемого риска портфеля из трех активов и корреляции их доходностей. Затем мы изучим влияние комбинирования активов с различными корреляциями на риск всего портфеля.

Анализ значений риска рассмотренных портфелей показывает, что риск портфеля меньше, чем средняя взвешенная рисков отдельных ценных бумаг, и среднее квадратическое отклонение портфеля падает, когда снижается степень корреляции пар активов. Общий риск ценной бумаги, находящейся в изоляции, больше, чем у той же ценной бумаги, находящейся в портфеле. Комбинация активов со слабой корреляцией понижает риск портфеля. Эффективная диверсификация достигается не просто добавлением активов к портфелю, а добавле-

нием таких активов, доходы которых имеют самые низкие корреляции, а лучше и отрицательные, с активами, присутствующими в портфеле.

Стратегия диверсификации Г. Марковица предполагает, что с увеличением корреляции (ковариации) доходностей активов, составляющих единый портфель, возрастает вариация (а следовательно, и стандартное отклонение) доходности этого портфеля. «Чудо» проявляется при отрицательной корреляции ожидаемых доходностей активов. Прекрасно то, что инвестор может снизить риск портфеля, удерживая его ожидаемую доходность при помощи сочетания активов с низкой (желательно отрицательной) корреляцией. Плохо лишь то, что активов с малой и отрицательной корреляцией существует совсем немного. Таким образом, задача превращается в поиск среди многочисленных активов таких, портфель из которых имел бы минимальный риск при заданном уровне доходности или, наоборот, при заданном уровне риска имел бы наибольшую доходность.

Валютная диверсификация. Если расчет по инвестиционному проекту идет во многих различных валютах, то инвестор может рассчитывать на относительное уменьшение валютного риска, поскольку, если поступления деноминированы в одной или нескольких валютах, то обесценение одной из этих валют значительно ударит по финансовому положению. Однако обесценение иностранной валюты не будет столь сильным, если данная валюта будет всего лишь одной из многих, риску которых подвержен субъект инвестиционной деятельности. Но и в этом случае необходимо учитывать степень корреляции между валютами, т.е. если они сильно положительно коррелируют между собой, очевидно, что результат будет аналогичен тому, как если бы поступления приходили в одной валюте.

Рассмотрев известные методы управления валютным риском, следует обратить внимание на то, что возможности управления валютным риском в России исчерпаны не полностью. В качестве особого инструмента управления валютным риском может использоваться механизм установления лимитов открытой валютной позиции для субъекта инвестиционной деятельности.

Анализ практики управления валютным риском Саратовской области показал, что в большинстве своем не используются возможности известных методов управления им. Как правило, используются валютные опционы, валютные свопы и управление валютным риском на денежном рынке. Не используются или недостаточно используются возможности таких методов управления, как финансовые фьючерсы, валютные оговорки.

Диверсификация, как правило, снижает риск, дает возможность более гибко реагировать на изменения в экономике и позволяет получить системный эффект от комбинации различных направлений деятельности. Особенность диверсифицированных инвесторов заключается в том, что разные самостоятельные направления деятельности работают в разном отраслевом и рыночном контексте, а потому подвержены разным рискам. Поэтому для анализа кредитоспособности диверсифицированного субъекта инвестиционной деятельности необходимо оценить степень и характер отраслевого, операционного и организационного риска для каждого отдельно взятого самостоятельного направления деятельности. Затем необходимо определить значимость каждого отдельно взятого самостоятельного направления деятельности для организации в целом. Особого подхода требует анализ финансовых компаний, банков, страховых компаний, входящих в состав промышленной группы, так как их деятельность и соответственно критерии оценки их кредитоспособности принципиально отличаются от промышленных и торговых компаний. Выделяют два крупных направления диверсификации. Первое из них связано с использованием при диверсификации преимуществ, которых добился банк в традиционной для себя сфере (использование при диверсификации существующих технологий, компьютерных мощностей). Данное направление получило название «синергическая диверсификация». Второе направление, называемое конгломератной диверсификацией, выражается в переходе в область, не связанную с текущим

бизнесом, к новым технологиям и потребностям рынка, и направлено на получение большей прибыли и минимизацию рисков. Например, это развитие страхового бизнеса для ФПГ или коммерческого банка.

Выбор стратегии диверсификации определяется в первую очередь финансовым положением. При недостаточных финансовых ресурсах и убыточности бизнеса перед организацией стоит одна задача – выжить. При имеющихся значительных свободных средствах субъект инвестиционной деятельности ставит перед собой задачу увеличения прибыли путем диверсификации. В первом случае организация вынуждена заниматься поиском варианта диверсификации, дающим ей возможность максимально полно использовать имеющийся у нее потенциал с минимальными дополнительными вложениями и достаточно высокой нормой прибыли.

Во втором случае субъект инвестиционной деятельности производит поиск вариантов диверсификации, дающих ему возможность вложения свободных средств в новые сферы для увеличения получаемой прибыли (в том числе в сферы, где норма прибыли на капитал ниже существующей, если дальнейшая экспансия в традиционной сфере ограничена), при этом барьеры для вступления в отрасль не играют для банка значительной роли.

Таким образом, эффект диверсификации (раздробления риска) заключается в том, что при неизменной прибыли риск существенно снижается или сводится к статистически ничтожной величине.

Фактически выбор варианта диверсификации направлен на получение наибольшей прибыли в среднесрочном и долгосрочном периоде.

Один из способов снижения инвестиционного риска – диверсификация инвестиционных активов. Риск инвестиционной деятельности тем выше, чем более локализован инвестиционный проект. Если же таких проектов много и они в отраслевом плане рассредоточены благодаря эффекту диверсификации инвестиций, риск минимизируется и вероятность успеха инновационного предпринимательства возрастает.

Диверсификация заключается в распределении усилий и инвестиций между разнообразными инновационными (венчурными) проектами, непосредственно не связанными друг с другом и на которые не влияют одинаковые специфические факторы риска. В таком случае можно снизить уровень общего риска за счет исключения несистематической его компоненты: если в результате непредвиденных событий какие-либо проекты будут убыточными, то другие проекты могут оказаться успешными и будут приносить прибыль. При этом прибыль от реализации успешных инновационных проектов настолько велика, что перекрывает затраты по всем остальным неудавшимся разработкам инновационного характера. Однако данный способ управления рисками будет успешным только в случае, если венчурный инвестор имеет возможность выбора портфеля инвестиционных вложений, и его риски при этом будут распределены по нескольким объектам инвестирования. На практике лишь крупные субъекты инвестиционной деятельности в реальном секторе экономики (ФПГ, ТПХ, концерны, тресты и т.п.) и финансовые структуры обладают такой возможностью.

Таким образом, путем диверсификации субъекты инвестиционной деятельности снижают различные виды рисков. Однако диверсификация снижает риск только в том случае, если результаты операций-элементов, составных частей сделки, являются независимыми друг от друга.

Перспективным методом управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности является управление величиной производственного (операционного) левеиджа путем оптимизации производственного потенциала субъекта экономики и объема реализации новой продукции (услуг). Регулирование и контроль соотношения постоянных и переменных затрат позволяет управлять положением точки безубыточности инве-

стиций и тем самым осуществлять прямое влияние на величину риска инвестиционного проекта. Высокий уровень производственного левеиджа говорит о том, что даже незначительное изменение в объемах производства может привести к существенной финансовой нестабильности, т.е. небольшое падение выручки от реализации может иметь катастрофические последствия в плане получения прибыли. Относительно большой уровень производственного левеиджа влечет за собой и большую изменчивость в величине прибыли. В научной литературе выделяются 3 основных фактора производственного левеиджа:

- 1) доля постоянных производственных расходов в общей сумме расходов или, что равносильно, соотношение постоянных и переменных расходов;
- 2) отношение чистой прибыли к постоянным производственным расходам;
- 3) отношение темпа изменения прибыли до вычета процентов и налогов к темпу изменения объема реализации в натуральных единицах.

Экономический смысл последнего показателя показывает степень чувствительности прибыли до вычета процентов и налогов субъекта экономики к изменению объема производства в натуральных единицах. Для субъекта экономики с высоким уровнем производственного левеиджа незначительное изменение объема производства может привести к существенному изменению прибыли до вычета процентов и налогов. Более высокое значение показателя характерно, как правило, для субъектов экономики с относительно более высоким уровнем технической оснащенности. Отметим, что уровень производственного левеиджа является достаточно инерционным показателем. Его резкие изменения крайне редки, поскольку часто связаны с радикальными изменениями в структуре материально-технической базы субъекта экономики, ориентированного на специфику производственной деятельности. Сделав вложения во внеоборотные активы, субъект оказывается в жесткой зависимости от выбранной стратегии развития в том смысле, что постоянные расходы в размере амортизационных отчислений должны учитываться при исчислении финансовых результатов независимо от того, пользуется ли успехом производимая им новая продукция (услуги) или нет. Если маржинальная прибыль невысока, необходимо найти возможности ее увеличения, а не идти на сокращение условно-постоянных расходов (например, путем продажи части внеоборотных активов).

С другой стороны, повышение уровня производственного левеиджа означает увеличение доли внеоборотных активов, т.е. средств производства, являющихся основным источником генерирования доходов субъекта экономики. В случае правильно выбранной стратегии в отношении характера производственной деятельности приобретение новых основных средств позволяет получить дополнительную прибыль в размере, превышающем расходы на их поддержание (амортизационные отчисления) и другие постоянные затраты. Чем больше разница между дополнительными постоянными расходами и генерируемыми ими доходами, тем более существен эффект операционного рычага, позволяющего достичь более ощутимых финансовых результатов, оправдывающих произведенные расходы. Верно и обратное – при неблагоприятном развитии событий потери могут быть относительно большими.

Таким образом, на основе проведенного исследования можно сделать следующие выводы и рекомендации: 1) все вышеперечисленные методы и инструменты внутреннего управления инвестиционной деятельностью с учетом фактора неопределенности должны рассчитываться и сочетаться в форме планирования оптимально эффективной инвестиционной стратегии и политики субъекта экономики. Инвестиционная стратегия – важнейшая составная часть экономической стратегии экономической системы. Поэтому при формировании инвестиционной политики субъекта экономики необходимо учитывать следующие составляющие экономической стратегии субъекта экономики: товарную стратегию; стратегию ценообразования; стратегию взаимодействия субъекта экономики с рынками производ-

ственных ресурсов; стратегию инвестиционной деятельности; стратегию предотвращения несостоятельности (банкротства);

2) для превентивной нейтрализации действия рисков первой ступени в инвестиционной деятельности рекомендуется активно использовать для предприятия, входящего в инвестиционную бизнес-группу, внешнее самострахование в виде взаимного страхования внутри кооперативной группы или в виде кэптивного страхования – внутри корпоративной группы, когда за счет объединения ликвидных товарных запасов и финансовых резервов на межфирменном уровне одной группы издержки такого самострахования дешевле по сравнению со страхованием даже без снижения уровня возмещения возможных и фактических убытков.

4.2. Рекомендуемое развитие страхования хозяйственной и инвестиционной деятельности

Управление рисками хозяйственной и инвестиционной деятельности субъекта экономики, не поддающимся управлению за счет внутренних методов, предлагается осуществлять страхованием и использованием гарантий.

Наиболее опасные по своим последствиям риски инвестиционной деятельности подлежат нейтрализации путем страхования. По своей природе страхование – форма предварительного резервирования ресурсов, предназначенных для компенсации ущерба от ожидаемого проявления различных рисков. В принципе это также передача риска. Стороной, принимающей риски инвестиционной деятельности, в данном случае выступает страховая компания.

Страхование инвестиционных рисков представляет собой страхование (защиту) имущественных интересов субъекта экономики при наступлении страхового события специальными страховыми компаниями (страховщиками) за счет страховых (денежных) фондов, формируемых ими путем получения от страхователей страховых премий (страховых взносов), а также некоторых других дополнительных источников (в случае страхования политических рисков нередко за счет средств государственного бюджета), предусматривающее обязанности страховщика по страховым выплатам в размере полной или частичной компенсации, потерь доходов (дополнительных расходов) лица, в пользу которого заключен договор страхования.

Страховщик (страховая компания) является действительно коммерческим гарантом, так как предоставляет свои услуги за определенное вознаграждение (страховую премию, страховой взнос), причем в отличие от банка-гаранта не требует контргарантии или иного надежного обеспечения.

В процессе страхования субъекту экономики может обеспечиваться страховая защита по основным видам его инвестиционных рисков (систематических и несистематических). Объем возмещения негативных последствий инвестиционных рисков страховщиками определяется (без ограничения) реальной стоимостью объекта страхования (размером его страховой оценки), страховой суммой и размером уплачиваемой страховой премии.

Особую роль в активизации инвестиционной деятельности должно сыграть страхование инвестиций от некоммерческих рисков, суть которого состоит в передаче определенных рисков субъекта инвестиционной деятельности (страхователя) за определенную плату (страховой взнос) страховой компании (страховщику) – специализированной организации (страховой компании), занимающейся управлением страховыми резервами, сформированными из взносов страхователей. Распределение рисков по группам и по времени позволяет страховщику при правильном ведении дел обеспечивать эффективную защиту интересов страхователя по многим рискам.

По нашему мнению, учитывая, что инвестиционная деятельность представляет собой совокупность многих рисковых операций, относящихся к разным сферам (производственной, коммерческой, строительной, финансовой, научно-технической и т.д.), страховую защиту инвестиционной деятельности целесообразно осуществлять по следующим основным группам рисков:

- 1) коммерческие риски, в том числе риски невыполнения договоров поставок и неоплаты проектной продукции;
- 2) политические риски;
- 3) риски, связанные с изменением рыночной конъюнктуры, надежностью партнеров по проекту и тому подобные, включая всевозможные кредитные риски, в том числе риски

неплатежа при кредитовании внешней торговли, формой страхования которых должен стать инвестиционный форфейтинг;

4) риски, вероятность наступления которых поддается определению;

5) все виды природно-экологических рисков, связанных со стихийными бедствиями (классические типы рисков);

6) специфические риски, связанные с осуществлением определенных видов деятельности, например технологические риски (поломка оборудования) или риски, связанные с защитой авторских прав на изобретение, т.е. страхование гражданской и профессиональной ответственности;

7) риски потерь от преступной небрежности и халатности служащих при исполнении своих обязанностей;

8) риски понижения доходов в связи с прерыванием деятельности из-за аварий или других проблем;

9) риски остановки производства или сокращения объема производства в результате оговоренных в договоре событий;

10) риск, связанный с нематериальными активами субъекта экономики;

11) риск банкротства;

12) риск непредвиденных расходов;

13) риск неисполнения (ненадлежащего исполнения) договорных обязательств контрагентом застрахованного лица, являющегося кредитором при сделке;

14) риск инновационных продуктов (услуг) и технологий;

15) риск понесенных застрахованным лицом судебных издержек;

16) кредитный риск (страхование заемщиком своих обязательств в пользу кредитора становится все более распространенной формой обеспечения возвратности ссуд и является обязательным условием, например при предоставлении ипотечных кредитов) и др.

При страховании инвестиционных проектов все страховые операции можно разделить по фазам проектирования:

1) **страхование рисков деятельности на прединвестиционной фазе** (например, страхование профессиональной ответственности разработчиков проектно-сметной документации);

2) **страхование рисков деятельности на инвестиционной фазе** (страхование грузов, страхование разнообразных строительных рисков, страхование рисков неплатежа по контракту и т.д.);

3) **страхование рисков деятельности на производственной фазе** (разные виды имущественного страхования, страхование экологических рисков и другие виды страхования ответственности, страхование от простоя производства, прерывания производственной деятельности и т.д.);

4) **страхование рисков деятельности на фазе закрытия проекта** (например, страхование рисков демонтажа платформ при добыче нефти на морском шельфе). На отдельных этапах в рамках той или иной фазы проектного цикла могут применяться специфические виды страхования. Например, в рамках производственной фазы на протяжении 1–2 лет после пуска объекта может применяться страхование послепусковых гарантийных обязательств подрядчика.

Страхование нацелено преимущественно на возмещение материального ущерба от проявления рисков. В результате страхование предполагает использование детерминистского подхода к возможным рискам, которые рассматриваются как данность, которой очень сложно управлять. Этот подход лежит в основе регулирования рисков субъектов экономической (предпринимательской) деятельности в реальном секторе. В то же время страхование рисков обязательно предполагает проведение определенных мероприятий по снижению

вероятности наступления страховых событий, которые однако далеко не всегда достигают желаемой цели.

Нами предлагается развивать титульное страхование (страхование вещных прав). Это связано с тем, что одним из существенных факторов риска, связанных с осуществлением инвестиций, является риск утраты вещных прав инвестора на объект инвестиций или недвижимости, приобретаемой при осуществлении инвестиций, а также утраты вещных прав по договорам, связанным с пользованием, владением или распоряжением недвижимостью. Ущерб, причиненный имущественным интересам инвестора, может составлять стоимость самого объекта инвестиций, упущенную выгоду, связанную с утратой объекта инвестиций и делающую невозможной дальнейшую реализацию инвестиционного проекта. Оценка такого ущерба осуществляется на основании решения суда, если действующим законодательством не установлены иные способы оценки ущерба, причиненного имущественным интересам собственника или законного (титульного) владельца недвижимости.

Такой вид страхования является достаточно новым для российского страхового рынка. Однако недооценивать его значение для развития инвестиционной деятельности в России, особенно при участии иностранных инвесторов, нельзя.

Страховой риск при проведении титульного страхования существенно отличается от всех иных видов страхования. Такое отличие связано прежде всего с различной природой страхового риска в титульном и иных видах страхования. Для обычного страхования при оценке риска наступления страхового случая (вероятности наступления события, которое может повлечь причинение ущерба имущественным интересам страхователя) страховщик основывается на предыдущем опыте наступления рисков, включенных в объем страховой ответственности, и прогнозирует вероятность наступления таких рисков в период действия договора страхования. При этом точность оценки риска при прочих равных условиях тем выше, чем более широка статистическая выборка объектов и ранее нанесенных ущербов.

Иное дело – титульное страхование. Цель такого страхования – защитить имущественные интересы страхователя (собственника или владельца объекта недвижимости) на случай утраты вещных прав при обнаружении «ущербности титула» после заключения договора купли-продажи объекта недвижимости и регистрации прав титульного владельца. Поэтому необходимым условием развития и применения титульного страхования является регламентация в законодательном порядке условий совершения сделок с недвижимостью и регистрации вещных прав титульного владельца.

Риск в титульном страховании связан не с событиями, которые могут произойти в будущем, а с ненадлежащим образом оформленными сделками по переходу прав на имущество в прошлом.

Определение условий страхования, т.е. перечень рисков, принимаемых на страхование, при проведении титульного страхования существенно отличается от иных видов имущественного страхования. Анализ риска может быть осуществлен только на основе данных реестра ведения сделок с недвижимостью за обозримый период времени существования объекта недвижимости. В США, например, законодательство требует проведения анализа «титульного дерева» по объекту недвижимости минимум за 25 лет. Среди факторов риска, подлежащих обязательному анализу и оценке, выделяют:

- 1) наложение ареста на имущество за долги;
- 2) ползучий (скрытый) захват или вторжение;
- 3) договорные обязательства в отношении объекта недвижимости (сдача в аренду, залог и т.п.);
- 4) сервитут (специальные права пользования в отношении объекта недвижимости, такие как право проезда или прохода для общественных трасс или транспортных средств).

Хотя ряд инвестиционных рисков в соответствии с условиями государственного регулирования хозяйственной деятельности субъекта экономики подлежит обязательному страхованию, и по таким рискам у субъекта экономики нет альтернативных управленческих решений в части их состава и несмотря на то, что законодательство не препятствует страхованию значительной части видов инвестиционных рисков субъекта экономики, рынок страховых услуг по этим рискам в определенной мере ограничен.

В проведенном исследовании развития региональных рынков страхования было показано, что рынок страховых услуг по рискам инвестиционной деятельности практически ограничивается имущественными рисками.

Очевидно, что уровень развития региональных подсистем национальной системы страхования в различных субъектах Российской Федерации заметно различается, как, впрочем, и экономическое состояние регионов, входящих в состав федерального округа.

Показатели развития страхового рынка России.

В 2006 г. произошло резкое сокращение поступлений по страхованию жизни, но по остальным видам страхования российским страховщикам в январе – сентябре 2006 г. удалось сохранить объем премии, полученной годом ранее, и даже немного ее преумножить. Так, по мнению главы Росстрахнадзора, «стагнации страхового рынка нет, а полученные данные свидетельствуют о том, что происходит сокращение нерыночной доли рынка и рост классического страхования».⁴²

В едином государственном реестре субъектов страхового дела на 30 сентября 2006 г. зарегистрирована 921 страховая организация. Росстрахнадзор получил данные от 874 страховщиков. В 2006 г. 12 страховых компаний не проводили страховых операций.

Общая сумма страховой премии (взносов) и страховых выплат по всем видам страхования за 9 месяцев 2006 г. составила соответственно 443,6 и 238,9 млрд руб., или 116,4 и 105,3% по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. По итогам 9 месяцев 2006 г. российские страховые компании собрали премию без учета обязательного медицинского страхования (ОМС) в размере 300,982 млрд руб., что на 6,5% больше, чем за аналогичный период 2005 г. (282,558 млрд руб.). Выплаты компаний (без ОМС) составили 107,874 млрд руб., что на 20,8% меньше соответствующего результата годом ранее. Структура премии в рассматриваемом периоде изменилась незначительно, за исключением резкого сокращения доли поступлений по страхованию жизни. У 350 компаний уровень выплат ниже 20%. В то же время коэффициент выплат по ОСАГО у некоторых компаний выше 100%, хотя несколько месяцев назад средний уровень выплат по всем страховым компаниям составлял 40%.

По данным Росстрахнадзора, премия российских компаний по договорам перестрахования за первые девять месяцев 2006 г. достигла 61,507 млрд руб. Выплаты по перестрахованию составили 11,208 млрд руб., или 10,39% прямых выплат. В структуре входящей премии преобладают поступления по имущественным рискам (71,51%, или 43,984 млрд руб.); 11,62% и 10,17% пришлось соответственно на личное страхование (7,145 млрд руб.) и страхование ответственности (6,257 млрд руб.). Сборы по перестрахованию жизни (2,273 млрд руб.) составляют 3,7% всей премии, по перестрахованию ОСАГО – 3,0% (1,841 млрд руб.). Значительная часть совокупной премии по перестрахованию жизни приходится на одну компанию – «КапиталЪ Перестрахование». В отчетном периоде договоры входящего перестрахования заключили 309 компаний. На долю десяти первых по объему собранной премии компаний приходится 40,18% (или 24,712 млрд руб.) поступлений по входящему перестрахованию. В тройке лидеров российского рынка перестрахования за январь-сентябрь 2006 г.

⁴² http://rating.rbc.ru/articles/2006/11/10/31250002_tbl.shtml?2006/11/09/31248229.

находятся «КапиталЪ Страхование», «Русский щит» и «Ингосстрах». Примечательно, что по итогам первого квартала 2006 г. лидировали компании «АПК Ре» (7,3% всей премии), «Озерская страховая компания» (6,53%) и РАСО (4,44%), а за I полугодие – «АПК Ре» (7,64%), «КапиталЪ Перестрахование» (7,4%) и «Русский щит» (6,17%).⁴³ В третьем квартале 2006 г. лидировали «КапиталЪ Перестрахование» и «Русский щит».

По нашему мнению, можно утверждать, что в отношении большинства прямых инвестиций, связанных с основными и оборотными средствами, строительными-монтажными работами, иными материальными ценностями в связи с возможным ущербом, наносимым техническими рисками, наиболее эффективной формой организации страховой защиты является страхование. В указанной классификации к этой категории рисков относятся: страхование от огня, страхование строительными-монтажными рисками, страхование оборудования и тому подобные риски, связанные с причинением ущерба имущественным интересам страхователя в результате физического повреждения или уничтожения объекта, включая и риск перерыва в производстве и потерю прибыли по указанным причинам. К этой группе рисков следует отнести также и риски, связанные с возникновением обязательств страхователя по возмещению вреда третьим лицам при проведении строительными-монтажными работами, проведении пусконаладочных испытаний оборудования, а также финансовые риски самого страхователя, наступление которых может быть связано с остановкой производства строительными-монтажными работами, например в результате пожара или другого чрезвычайного события, непоставки в установленные сроки оборудования на строительную площадку и по иным непредвиденным причинам.

Однако в имущественном страховании понятие «страхование технических рисков», сформированное не так давно, имеет более узкое понимание и включает следующие виды страхования:

- 1) страхование строительными-монтажными работами, включая страхование ответственности за причинение вреда третьим лицам;
- 2) страхование оборудования от поломок;
- 3) страхование специального оборудования;
- 4) страхование специальных сооружений (буровых установок, ирригационных сооружений и т.п.).

Что касается таких форм инвестиций, как приобретение акций и паев, имущественных прав и так называемой интеллектуальной собственности, то инвестора вряд ли может интересовать их физическая сохранность, хотя в отношении такого рода особого вида имущества также могут заключаться договоры страхования. Очевидно, в случае владения акциями и паями инвестора интересуют их доходность и возможность реализации права требования по ценной бумаге к эмитенту, что является риском хозяйственной деятельности, и доходность по акциям не может гарантироваться ничем иным, как организацией и результатами собственно производственной деятельности. При этом реализация права требования гарантируется законодательством Российской Федерации и связана скорее не с невозможностью юридического предъявления требования, а с фактически полученной прибылью эмитента и правовыми условиями вывоза полученной прибыли.

Защита имущественных вещных прав инвестора связана с возможностью утраты таких прав, что может стать следствием как действий государственных органов (национализация или конфискация объекта инвестиций), так и ненадлежаще оформленных сделок, связанных с приобретением имущества, оформлением аренды или залога. Зачастую такие сделки именуются титульными, поскольку в англосаксонском праве, под влиянием которого в основном

⁴³ См.: www.allinsurance.ru

складывается российское законодательство об инвестициях, субъекты вещных прав именуется титульными владельцами имущества.

Что касается специальных рисков и такого объекта инвестиций, как долгосрочные и среднесрочные кредиты, привлеченные для целей инвестиций, то применение страхования ограничено, во-первых, размерами кредитов и, соответственно, возникающими обязательствами по их возврату и, во-вторых, сложностью оценки вероятности наступления такого риска. Более того, большинство специалистов в области страхования кредитов сходны во мнении о том, что главным образом данный риск относится к сфере предпринимательского риска банковской деятельности.

Роль страхования банковских кредитов и его влияние на общеэкономическую ситуацию в нашей стране трудно переоценить. В условиях постоянной нехватки оборотных средств и инвестиционных резервов практически все предприятия прибегают к краткосрочному или среднесрочному кредитованию.

Высокие процентные ставки Центрального банка РФ по рефинансированию способствуют повышению ставок и коммерческих банков. Как следствие, банки, проводящие экспертизы платежеспособности кредитозаемщиков, требуют достаточного обеспечения кредитов (поручительства, залога недвижимости и т.п.) со стороны заемщиков для обеспечения гарантий возврата кредитных вложений. Однако немногие предприятия и организации имеют такие возможности по предоставлению убедительных гарантий. В этом случае они прибегают к гарантиям со стороны страховых компаний, которые за определенную плату (страховой взнос) со стороны кредитозаемщика берут на себя всю полноту ответственности за возврат кредита и процентов.

Все большее распространение в отечественном страховании получает страхование финансовых рисков, связанных с неисполнением обязательств клиентами (контрагентами) страхователя. К данному виду страхования относится и страхование риска инвестиционной деятельности банка. Чаще всего это бывает финансовый риск, связанный с невозвратом кредитных средств (в том числе и по договорам межбанковского кредита), с неоплатой купленных банком векселей.

Рассмотрим более подробно договор страхования финансового риска банка на примере **договора страхования финансового риска по кредитному договору (кредитным договорам)**. Банк может застраховать финансовый риск по отдельному кредитному договору либо по группе кредитных договоров (так называемое портфельное страхование). Портфельным страхованием могут быть охвачены кредитные договоры:

- 1) с определенными заемщиками;
- 2) на определенные, часто небольшие кредитные суммы;
- 3) о кредитах, выдаваемых на определенные цели либо под определенное обеспечение и т.п.

Конкретный предел ответственности страховщика определяется страховой суммой, устанавливаемой соглашением сторон, и не может превышать суммы выдаваемого кредита с процентами за пользование кредитом. Банк может застраховать свой финансовый риск по всей сумме выданного кредита с процентами за пользование им (или без процентов) либо на меньшую сумму. При страховании риска невозврата кредита по всем заемщикам определенного периода страховая сумма также не должна превышать сумму кредитов (включая проценты), выдаваемых данным заемщикам. Страховые компании охотнее заключают договоры страхования с банками не на всю сумму выданного кредита с процентами, а на 80–90% этой суммы. Предусмотренная таким образом доля участия банка в возмещении убытка повышает его ответственность и заинтересованность в возврате кредита, дисциплинирует банк, заставляет его проверять целевое использование кредита и т.д. Банки же предпочитают заключать договор страхования на полную сумму кредита и процентов. Перед заключением

договора страхования страховая компания оценивает степень риска по информации, предоставленной банком-страхователем (это документы, свидетельствующие о финансовом положении заемщика, технико-экономическое обоснование кредитруемых мероприятий, копии контрактов, под которые предоставляется кредит, и т.п.). Размер страховой премии зависит от степени риска, суммы кредита и процентной ставки, срока пользования кредитом и вида обеспечения кредитного обязательства.

Срок, когда возникает обязанность страховщика по страховой выплате, определяется конкретными условиями страхования. Страховым случаем при страховании финансового риска банка признается невозврат заемщиком кредитных средств и процентов за пользование ими по истечении определенного срока. Причины невозврата кредитных средств и неуплаты процентов заемщиком могут быть самыми различными: несостоятельность (банкротство) заемщика, умышленное неисполнение (ненадлежащее исполнение) им своих обязанностей по кредитному договору, невозможность исполнения обязательств заемщиком вследствие форс-мажорных обстоятельств и т.д.

Страхователь обязан сообщить страховщику о наступлении страхового случая в установленный договором срок. Страховщик должен провести выяснение обстоятельств наступления страхового случая, в установленные договором сроки составить страховой акт и выплатить страховое возмещение или письменно отказать в выплате. Неисполнение обязанности страхователя сообщать о невозврате кредита в срок может привести к отказу в выплате страхового возмещения (ст. 961 ГК РФ). Страховое возмещение выплачивается в размере невозвращенных кредитных средств и суммы процентов за пользование кредитом. В случае, когда страховая сумма, установленная договором страхования, меньше выданного кредита (с процентами или без процентов), размер страхового возмещения сокращается пропорционально отношению страховой суммы к сумме кредита (с процентами или без процентов), если конкретным договором страхования не предусмотрено иное.

Следует отметить, что в договоре страхования, по которому страховщик обязуется возместить страхователю не только неполученный доход (неполученную прибыль), но и возместить ущерб, нанесенный имуществу (как в рассматриваемом выше страховании финансового риска банка возмещается обычно сумма невозвращенного кредита, а также неполученные за пользование кредитными средствами проценты), **сочетаются сразу два вида страхования: страхование финансовое** – компенсация потерь доходов (неполученные проценты), и **страхование имущества** (в этом случае объектом страхования является имущество: сумма выданных и не возвращенных банку кредитных средств, которую нельзя признать неполученным доходом). Однако такого рода договоры страховыми компаниями именуется чаще всего договорами страхования финансового риска. При заключении подобных договоров следует обращать внимание на то, чтобы в условиях договора была предусмотрена обязанность страховщика произвести страховую выплату в размере полного убытка банка – ущерба, нанесенного имуществу (невозвращенный кредит), и неполученного дохода (проценты).

Если же в договоре страхования финансового риска указывается обязанность страховщика «по страховым выплатам в размере полной (или частичной) компенсации потерь доходов» страхователя, то страхователь вправе рассчитывать только на возмещение страховщиком не полученных банком процентов (потери дохода). Отметим, что страховые компании обычно дополняют страхование финансового риска, включая в правила страхования обязанности страховщика возмещать не только потери доходов страхователя, но и утраченное им имущество (в тех случаях, когда финансовый риск неразрывно связан с риском утраты имущества). Введенное Гражданским кодексом Российской Федерации **страхование предпринимательского риска** включает как риск утраты имущества, так и риск неполучения ожидаемых доходов. Банки заинтересованы в страховых продуктах, снижающих именно риск

банка и прежде всего обеспечивающих защиту их кредитных ресурсов. Изначально страховые компании предложили страхование непосредственно риска непогашения кредита. Однако при этом они занимались несвойственным им делом – зачастую вынуждены были страховать не случайные, непредвиденные события, а преднамеренные действия заемщиков по невозврату кредитов. Вследствие этого количество претензий к страховым компаниям по подобным рискам было огромно, а их урегулирование растягивалось на годы. К тому же в случае страхования риска непогашения кредита, погасив задолженность заемщика перед банком, страховщик предъявлял регрессный иск к заемщику. Таким образом, заемщик во всех случаях оставался незащищенным в финансовом плане независимо от причин, помешавших ему выполнить обязательства перед банком. Это не устраивало ни одну из сторон, поэтому подобные виды страхования постепенно стали заменяться продуктами, более адекватными существующему риску, основанному на факторах объективного характера, и предоставляющими равную защиту как банку, так и заемщику.

В процессе сотрудничества банков и страховых компаний выработался целый комплекс страховых услуг, обеспечивающих реальную защиту одновременно кредитных ресурсов банка и имущественных интересов заемщика.

Российскими коммерческими банками применяется страхование от потери прибыли вследствие вынужденного перерыва (его называют также страхованием от простоя, страхованием от потери прибыли). Имущество страхователя может быть уничтожено (либо повреждено) в результате пожара, аварии систем водоснабжения, стихийных бедствий, кражи, грабежа и т.п. Договором страхования может быть предусмотрено, что, если из-за уничтожения (повреждения) определенного имущества страхователя (техники, производственного оборудования, зданий, сооружений и т.п.) вследствие обусловленных событий (пожара, затопления и т.д.) обычная финансовая деятельность страхователя прекратится (или ее объемы сократятся), страховщик возмещает страхователю потерю прибыли (неполученную прибыль), которую тот мог бы получить при нормальном функционировании банка. Неполученная прибыль страхователя – прибыль, которую получил бы страхователь за срок, равный периоду вынужденного перерыва. Размер страхового возмещения при наступлении страхового случая обычно определяется на основании отчетных документов страхователя и специальных расчетов. Для этого устанавливается средний размер прибыли за некоторый период, предшествующий заключению страхового договора (либо предшествующий вынужденному перерыву в финансовой деятельности). Чаще всего такой период (его иногда именуют контрольным либо стандартным) равен 12 месяцам. При установлении суммы страхового возмещения учитываются также все факторы, которые неизбежно повлияли бы на результаты финансовой деятельности банка, если бы она не была прервана по указанным причинам. Многие страховщики включают в правила страхования условие: если выяснится, что в контрольный (стандартный) период страхователь не получал никакой прибыли, то страховщик вправе отказать в выплате страхового возмещения, так как потери прибыли как таковой не было.

Для выяснения причин перерыва и установления размера неполученной прибыли страховщик вправе запросить у страхователя данные бухгалтерского учета, бухгалтерские книги, иную документацию, а также получить любую информацию, необходимую для определения размера страхового возмещения.

Договорами страхования от перерыва в финансовой деятельности может быть предусмотрено, что страховщиком возмещаются не только неполученная прибыль, но и расходы страхователя, необходимые для скорейшего восстановления нормального функционирования банка (дополнительные расходы). К таким расходам могут относиться: заработная плата работников, привлеченных для восстановления поврежденных (уничтоженных) систем, оборудования, расходы по восстановлению оборудования и другие дополнительные расходы.

В зарубежной практике страхования кредитное страхование часто затрагивает различные сферы деятельности и переплетается с другими видами страхования. В зависимости от места и причин возникновения кредитного риска можно выделить следующие виды кредитного страхования:

- 1) страхование потребительского кредита;
- 2) страхование коммерческого (товарного, торгового) кредита;
- 3) страхование банковского кредита;
- 4) страхование экспортного кредита;
- 5) страхование финансового кредита;
- 6) страхование вексельного кредита.

Анализируя иностранные инвестиции, следует иметь в виду их главную особенность, состоящую в том, что инвестор или субъект инвестиционного процесса расположен на территории одного государства, а объект инвестиций (создаваемое предприятие, приобретение доли в капитале уже действующего предприятия и т.п.) – другого. Это предопределяет некоторую противоречивость инвестиционного процесса, связанную с несовпадениями и различиями в национальных законодательствах двух стран как в части общего, так и специального законодательства.

Иностранные инвестиции разделяют на государственные и частные. Под государственными инвестициями понимают главным образом займы, кредиты, которые одно государство (группа государств) или международная организация предоставляют другому государству. В этом случае применяются нормы международного публичного права, содержание которого установлено межгосударственными соглашениями или уставами международных организаций, членами которых являются государства.

Под частными понимают инвестиции, осуществляемые частными предприятиями, гражданами одной страны в объекты инвестиций, расположенные на территории другой страны.

Право собственности иностранного инвестора на имущество и вещные права на соответствующее имущество, расположенное на территории другого государства, регулируется национальным законодательством страны, на территории которой находится такое имущество. Юридические и физические лица располагают правом владеть, распоряжаться и пользоваться таким имуществом в объеме, установленном требованиями и правилами местного законодательства. Такое право безусловно в отношении недвижимого имущества. Что касается движимого имущества, к которому, как правило, относятся права требования, транспортные средства, ценные бумаги и другое, то вопрос об объеме прав собственника, в том числе и иностранного инвестора, определяется также законом местонахождения вещи. Следовательно, перемещение таких предметов собственности из одного государства в другое изменяет и содержание прав собственности.

В соответствии с действующим законодательством Российской Федерации иностранные инвесторы на территории России обеспечиваются полной и безусловной правовой защитой. Законодательство предоставляет гарантии от принудительных изъятий, а также от незаконных действий государственных органов и их должностных лиц, предполагая предоставление компенсации в размере нанесенного ущерба, в том числе и в части упущенной выгоды. Право собственности иностранного инвестора на осуществленные инвестиции закреплено Федеральным законом № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации», введенным в действие 9 июля 1999 г. Установлено, что иностранные инвестиции могут вкладываться на территории страны в любые объекты, не запрещенные для таких инвестиций законодательством.

В статье 8 Закона «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» содержится положение о том, что «иностранные инвестиции в Российской Федерации не подле-

жат принудительному изъятию, в том числе национализации, реквизиции...» за исключением специально установленных законом РФ или международными договорами случаев. Такая правовая двойственность придает упомянутым ранее гарантиям размытый статус.

Одновременно законодательство предусматривает, что в случае национализации или реквизиции, которые должны носить недискриминационный характер, иностранный инвестор имеет право на получение компенсации в той валюте, в которой были проведены инвестиции, в размере реальной стоимости инвестиций непосредственно до того момента, когда стало официально известно о национализации или предстоящей национализации либо о реквизиции. Однако реального механизма оценки реальной стоимости инвестиций, в том числе и установление того, в чьей компетенции находится обеспечение проведения соответствующих работ и осуществление соответствующих выплат, действующее законодательство не устанавливает.

Одной из действенных форм предоставления гарантий иностранным инвесторам (помимо соответствующих правовых норм и обязательств, установленных национальным законодательством страны – реципиента иностранных инвестиций) является заключение двусторонних межгосударственных договоров о поощрении и взаимной защите капиталовложений (инвестиций). Значимость таких договоров связана с приматом применения международного права над национальным законодательством, которое подвержено, особенно на этапе экономического реформирования, существенному и быстрому изменению. Общими положениями Конституции Российской Федерации предусмотрено, что общепризнанные принципы и нормы международного права и международные договоры Российской Федерации являются частью ее правовой системы. «Если международным договором Российской Федерации установлены иные правила, чем предусмотренные законом, то применяются правила международного договора» (п. 4 ст. 15 Конституции РФ).

Содержание двусторонних межгосударственных соглашений о поощрении и защите капиталовложений направлено на создание наиболее благоприятных условий (выбор режима наибольшего благоприятствования или национального режима в отношении деятельности иностранного оператора на национальной территории государства) для притока иностранного капитала, принятие государствами-сторонами обязательств по неухудшению законодательства, регулирующего деятельность иностранного инвестора на территории страны-реципиента инвестиций, и созданию гарантий защиты прав иностранного инвестора на случай национализации, экспроприации и иных действий в отношении иностранного инвестора.

Число такого рода соглашений, заключенных при участии Российской Федерации, более 25, причем 14 из них по праву преемственности унаследованы от СССР. В их числе – соглашения, подписанные с Австрией, Бельгией, Люксембургом, Великобританией, Ирландией, Германией, Испанией, Италией, Канадой, Китаем, Кореей, Нидерландами, Францией, Финляндией, Швейцарией, США, Польшей, Болгарией, Грецией, Кубой, Румынией, Данией, Словакией, Чехией, Вьетнамом, Португалией (часть из них однако пока не ратифицирована Федеральным Собранием Российской Федерации).

Такие соглашения могут распространяться на режим всех инвестиций или только инвестиций в определенные отрасли экономики, являясь механизмом регулирования притока иностранных инвестиций с учетом интересов государства-реципиента.

Однако проблема защиты интересов и прав инвесторов при осуществлении инвестиций за рубежом требует своего решения не только на уровне двусторонних межгосударственных соглашений, но и на многосторонней основе, главным образом в части, касающейся разрешения межгосударственных споров, возникающих в связи с толкованием предмета соглашений и исполнения странами-сторонами обязательств по ним.

Это явилось причиной и основанием для подписания в 1965 г. Вашингтонской конвенции, в которой участвует более 100 государств. Целью Конвенции явилось учреждение Международного центра по разрешению инвестиционных споров, в компетенцию которого входит рассмотрение инвестиционных споров, возникающих в связи с прямыми зарубежными инвестициями. Правовой механизм разрешения межгосударственных споров потребовал создания действенной экономической системы защиты имущественных интересов инвесторов при осуществлении трансграничных операций, связанных с движением капитала.

В качестве примеров конкретной реализации межгосударственных гарантий, связанных с иностранными инвестициями, можно привести Сеульскую конвенцию 1985 г. об учреждении Многостороннего Агентства по гарантиям инвестиций (*MIGA*) по инициативе Мирового банка. По нашему мнению, важным шагом стало присоединение России к *MIGA*, осуществляющему страхование от политических и других некоммерческих рисков. Участие государства в страховании и гарантировании кредитных и инвестиционных рисков в нынешних условиях крайне полезно, в том числе в рамках Агентства по страхованию и гарантированию инвестиционных рисков (*РГА*), которое должно стать посредником между западными финансовыми организациями и российскими фирмами-экспортерами, заключающими кредитные соглашения. Очевидно, в будущих соглашениях *РГА* могло бы выступать гарантом возврата продукции, действуя от имени Правительства России.

В Многостороннем агентстве по гарантиям иностранных инвестиций участвуют 147 государств, в том числе и Российская Федерация, подписавшая Конвенцию 15 сентября 1992 г. В функции Агентства входит заключение договоров страхования и перестрахования в отношении некоммерческих рисков, включая национализацию инвестиций, а также рисков введения ограничений на перевод прибылей и капиталов за границу, которым могут быть подвергнуты на территории стран-реципиентов инвестиции, осуществляемые частными лицами или государствами – участниками Конвенции.

MIGA принимает на страхование только новые инвестиционные проекты, включая расширение уже существующих предприятий, приватизацию и реконструкцию в случаях, когда капиталовложения принимают форму прямых инвестиций, займов, предоставленных некоторыми финансовыми институтами, и некоторые другие виды инвестиций. Страховое покрытие не превышает 90% стоимости проекта в пределах 50 млн долл. Стандартный срок страхования – 15–20 лет.

Стороной в договоре такого страхования выступает Международное агентство по страхованию инвестиций, являющееся международной организацией, но выступающее как страховщик и инвестор. Причем непременным условием возможности заключения договора между ними является членство в *MIGA* как страны, в которой расположен инвестор, так и страны – реципиента инвестиций.

При наступлении страхового случая к Международному агентству по праву суброгации переходят все права и требования частного инвестора к государству – реципиенту инвестиций (ст. 17 Сеульской конвенции). С момента перехода прав разрешение спора переходит из сферы применения частного международного права в международное публичное, сторонами в котором выступают два субъекта международного права (международная организация и государство).

Целью деятельности Агентства является стимулирование инвестиций в производительных целях между странами-членами, и особенно в развивающиеся страны. Для достижения поставленной цели Агентство:

- 1) предоставляет гарантии, включая страхование и перестрахование от некоммерческих рисков, которые связаны с инвестициями из одной страны-участницы в другую;
- 2) проводит соответствующую дополнительную деятельность по оказанию содействия предоставления инвестиций в развивающиеся страны-участницы;

3) выполняет другие функции, необходимые или желательные для претворения в жизнь его целей.

Основной акцент в работе Агентства в соответствии с Конвенцией должен делаться на страхование и перестрахование квалифицированных инвестиций от некоммерческих рисков. Тем самым оно призвано дополнять национальные и региональные программы гарантий инвестиций, а также деятельность частных страховых компаний, предоставляющих гарантии от некоммерческих рисков.

Некоммерческими, или политическими, рисками (общими рисками) по смыслу положений Конвенции (ст. 11) являются:

1) введение принимающим государством ограничений, препятствующих переводу национальной валюты в свободно конвертируемую валюту, включая и неоправданную задержку в подобном переводе;

2) экспроприация и аналогичные меры, т.е. любое законодательное или административное действие или бездействие принимающего государства, в результате которого инвестор-страхователь лишается права собственности над своим капиталовложением, контроля за ним или существенного дохода от такого капиталовложения за исключением общепринятых мер недискриминационного характера;

3) любое нарушение или расторжение договора принимающим государством с инвестором-страхователем, если:

а) он не имеет возможности обратиться к судебному или арбитражному органу для вынесения решения по иску об отказе от договора или его нарушении;

б) такой орган не принимает решение в течение разумного периода времени, как это предусмотрено в договорах о гарантии;

в) подобное решение не может быть осуществлено принудительно в судебном порядке;

4) любые военные действия или гражданские беспорядки на любой части принимающего государства;

5) иные риски, содержащиеся в совместном заявлении инвестора и принимающего государства и одобренные квалифицированным большинством совета директоров Агентства.

Не являются некоммерческими рисками девальвации, или обесценивания, валюты; риски, связанные с действиями или бездействием принимающей страны, на которые инвестор дал свое согласие; а также риски, связанные с любыми действиями правительства, которые имели место до оформления договора страхования.

Наряду с определением принимаемых на страхование рисков Конвенция также устанавливает перечень инвестиций, которые могут выступать объектом страховой защиты со стороны Агентства. Это акционерное участие, в том числе среднесрочные и долгосрочные займы, предоставляемые владельцами акций заинтересованному предприятию, а также другие формы прямых капиталовложений, которые могут быть определены советом директоров. Инвестор, имеющий право на заключение договора страхования, должен быть юридическим или физическим лицом, которое занимается коммерческой деятельностью, не является гражданином принимающей страны, или, если это юридическое лицо, оно должно быть сформировано и расположено не на территории принимающего государства. Исключение в отношении последнего требования может быть сделано Советом директоров при наличии совместного заявления инвестора и принимающей страны.

Подобная концепция страхования и перестрахования некоммерческих рисков появилась как средство улучшения инвестиционного климата и дополнительный фактор, стимулирующий инвестиционный поток. В полной мере она была реализована при создании Агентства. Хотя его капитал формируется за счет взносов государств-членов, голосование при избрании в Совет директоров осуществляется пропорционально количеству акций,

находящихся в распоряжении государств-членов, а государства-учредители предусмотрели для него ряд привилегий и иммунитетов (иммунитет имущества, активов, архивов Агентства, освобождение от налогов и т.д.), что подчеркивает правительственный характер данной международной организации. Можно отметить и некоторые моменты, характерные больше для работы частных страховщиков и перестраховщиков. Таковыми являются меры, направленные на ограничение совокупной суммы страховых обязательств, которые могут быть взяты на себя Агентством, на уровне 150% суммы полного подписного акционерного капитала Агентства, деятельность совета директоров по пересмотру структуры рисков в портфеле Агентства и т.п. Отличительной чертой функционирования данной организации является процедура согласования с принимающим государством, предшествующая предоставлению гарантии.

Роль Агентства в формировании более благоприятного климата в странах переходного периода и формирующихся рынках трудно переоценить. В условиях высокого инвестиционного риска и отсутствия альтернативного страхования инвестиций у частных страховщиков *MIGA* оказалось единственным субъектом, способным предоставить надлежащую страховую защиту и обеспечить приток капитала, необходимого для проведения рыночных реформ в указанных странах. Из общей суммы 1,25 млрд долл. по заключенным и действующим договорам страхования в 1994 г. около 8% приходилось на Чехию, 7% – на Польшу, 4% – на Узбекистан, около 14% – на другие страны переходного периода, среди которых Казахстан, Россия, Венгрия, Болгария.

Страховая защита имущественных интересов инвесторов при осуществлении иностранных инвестиций предоставляется не только государственными и международными организациями, но и частными страховыми компаниями, такими как «Ллойд», *American International Group* и некоторыми другими. До середины 1990-х гг. такое страхование было существенно ограничено финансовыми возможностями частных страховщиков и отсутствием необходимого опыта в проведении подобного страхования, что объясняло проводимую этими компаниями политику жесткой селекции рисков, принимаемых на страхование, ограничение максимального размера обязательств по договорам страхования и объема страховой ответственности, особенно в части уничтожения или повреждения имущества в результате военных действий.

Начиная с середины 1990-х гг. международный рынок частного страхования инвестиций претерпел существенные изменения. В известной мере начало таким изменениям было положено значительным увеличением в 1996 г. капитала специально учрежденного страховщика для проведения операций по страхованию инвестиций от политических рисков *AIG Global Trade and Political Risk*, что позволило заключать договоры страхования на страховые суммы до 120,0 млн долл. Принятое в 1997 г. решение «Ллойд» о включении в перечень принимаемых на страхование рисков военных действий на суше, являющихся причиной уничтожения или повреждения объекта инвестиций, сделало предлагаемые частным рынком условия страхования сравнимыми с теми, что являются обычными для государственных агентств по страхованию экспортных кредитов и инвестиций и Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций.

Основные причины изменения конкуренции на мировом рынке страхования инвестиций связаны со следующими обстоятельствами:

- 1) накоплением необходимой статистики по страхованию инвестиций и выработкой принципов отбора рисков на страхование;
- 2) учреждением новых специализированных страховщиков, главным образом в офшорных экономических зонах;

3) увеличением платежеспособного спроса на страхование инвестиций со стороны международных инвесторов в связи с рыночными преобразованиями в странах Центральной и Восточной Европы, странах СНГ;

4) относительным высвобождением капитала крупнейших международных страховщиков как результатом благоприятного соотношения между страховыми полученными премиями и оплаченными страховыми убытками (так называемый эффект мягкого рынка) в период 1990–1995 гг.;

5) появлением новых форм и методов перераспределения риска на основе использования финансового, или альтернативного, перестрахования и последующей секьютизации страховых обязательств.

Действительно, по данным Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций к 1999 г. объем инвестиций в страны переходного периода и развивающиеся страны превысил 70,0 млрд долл., практически удвоившись в объеме за последние 6 лет. Естественно, дальнейшее расширение объема инвестиций неизбежно порождает спрос на страховую защиту и необходимость предоставления покрытия на случай наступления политических рисков в указанных странах.

Естественно, что наличие платежеспособного спроса породило и предложение со стороны крупнейших страховщиков мирового рынка. Некоторые явления мы уже отметили выше. Кроме того, на Бермудах появились специально учрежденные в целях предоставления страхования инвестиций страховые общества, такие как *Sovereign Risk Insurance*, способные предоставить страховое покрытие на сумму до 50,0 млн долл. по каждому риску при совокупном страховом лимите в 100,0 млн долл.

Страхование инвестиций от политических рисков. Традиционно к политическим рискам (в нашей классификации это общие риски) включают риски, относящиеся к событиям непреодолимой силы, не зависящим от воли сторон сделки, но наносящие имущественный ущерб интересам одной из них. В обычном договоре страхования этот перечень рисков указан в так называемой форс-мажорной оговорке, означающей, что причинение ущерба имущественным интересам страхователя при наступлении перечисленных форс-мажорных событий не влечет за собой возникновения обязанности страховщика по компенсации причиненного ущерба. В российском гражданском праве установлено, что страховщик освобождается от обязанности произвести страховую выплату, если наступление ущерба было связано с воздействиями ядерного взрыва или последствиями воздействия радиации, с военными действиями, гражданской войной, народными волнениями, а также действиями государственных органов по конфискации, реквизиции, аресту застрахованного имущества. Иное дело – договор страхования, заключаемый на специальных условиях и распространяющийся на страхование от политических рисков.

К таким политическим рискам в практике мирового страхования принято относить:

1) конфискацию, национализацию или экспроприацию собственности инвестора;

2) военные действия, гражданские волнения и социальные беспорядки, повлекшие за собой причинение ущерба имущественным интересам инвестора;

3) прекращение инвестиционного контракта с правительством страны – реципиента инвестиций и невозможность для инвестора получить компенсацию в судебном порядке;

4) введение законодательных мер, ограничивающих конвертируемость национальной валюты, и режима вывоза капитала и прибыли.

Рассмотрим страховую программу деятельности ОПИК. В соответствии с законодательством США право на получение страхового покрытия от ОПИК имеют граждане США, юридические лица, созданные в соответствии с законодательством США, или иностранные юридические лица, в которых участие американских граждан или юридических лиц превышает 95% в уставном капитале, осуществляющие инвестиции в зарубежные страны.

Под риском неконвертируемости валюты понимается невозможность конвертации капитала или прибыли в твердую валюту вследствие принятия решения национальным правительством о блокаде вывоза капитала или установления неблагоприятного или дискриминационного обменного курса. Однако страховое покрытие не распространяется на девальвацию национальной валюты или рыночное колебание курса, так как эти потери относятся к спекулятивному риску и могут принести не только потери, но и прибыль.

Риск экспроприации или национализации инвестиций предполагает предоставление инвестору страховой защиты в случаях, когда подобные действия осуществлены национальным правительством без выплаты предусмотренной компенсации.

Объектом страхования могут быть следующие виды инвестиций:

- 1) акции и другие ценные бумаги и права участия;
- 2) прямые инвестиции, в том числе связанные с проведением строительно-монтажных работ, модернизацией производства и др.;
- 3) имущественные права, связанные с лицензированием, международным лизингом и др.;
- 4) связанные кредиты и другие виды инвестиций.

Срок, на который может быть заключен договор страхования, – от 12 до 20 лет. Размер страхового покрытия (страховая сумма) может составлять до 150,0 млн долл. на один проект и до 350,0 млн долл. в расчете на одну страну. Страховая сумма составляет не более 90% общего объема инвестиций, оставляя разницу на риске инвестора, которая может быть застрахована или гарантирована иным образом. Страховые взносы составляют от 0,3% страховой суммы при страховании от «неконвертируемости валюты», до 0,6% при страховании на случай экспроприации инвестиций и дифференцируются в зависимости от степени страхового риска.

Одно из необходимых условий предоставления страхового покрытия со стороны ОПИК – одобрение правительством страны-реципиента будущих инвестиций. Кроме того, предлагаемый к страхованию проект должен быть связан с инвестициями в страну, в которой ВВП не превышает 2850 долл. в расчете на душу населения, и не оказывать отрицательного влияния (сокращение рабочих мест и т.п.) на американскую экономику. При этом необходимо отметить, что гарантии, которые могут быть предоставлены со стороны ОПИК, тем не менее известным образом ограничены. Согласно оценкам за все время деятельности были застрахованы капиталовложения в объеме 9 млрд долл. США при общем объеме американских инвестиций за рубеж в 800–900 млрд долл.

Государственные агентства, подобные ОПИК, активно функционируют и в других странах: в Великобритании – департамент страхования экспортных кредитов, в Германии – «Гермес», в Канаде – Корпорация поддержки национального экспорта и др.

Государственные агентства по страхованию экспортных операций, в том числе инвестиций, являются более привлекательными с точки зрения сроков страхования и принимаемых на страхование сумм страховых рисков. Однако их консервативность в ограничении совокупного страхового риска, принятие на страхование рисков только национальных инвесторов и только после получения одобрения со стороны правительства страны – реципиента инвестиционного проекта предполагают более длительную и достаточно бюрократическую процедуру принятия рисков на страхование. Кроме того, конкуренция в предложении нового для частного страхового рынка покрытия, связанного со страхованием инвестиций от политических рисков, без сомнения, внесет свои изменения в условия страхования, предлагаемые частными страховщиками, в сторону их большего соответствия срокам инвестиционных проектов и суммам покрытия. Во всяком случае, современный уровень развития мирового рынка страхования инвестиций позволяет рассматривать такой вид страховой защиты как

естественный элемент системы риск-менеджмента инвестора, осуществляющего операции на новом, недостаточно известном ему, или недостаточно стабильном национальном рынке.

Несомненную сложность андеррайтинга страхования инвестиций представляет оценка риска, принимаемого на страхование. Даже накопленный в течение последних 10–15 лет опыт страхования таких рисков не может являться статистически достоверным, поскольку мера риска связана не с объективными, независимыми от воли человека событиями, а с проявлением субъективных факторов, таких как государственное устройство, система государственного управления, государственная экономическая политика и т.п.

Таким образом, можно выделить следующее: 1) предлагаются дополнительные критерии страхуемости инвестиционной деятельности – идентификация возможных благоприятных, а не только неблагоприятных случайных событий по инвестиционному страхованию жизни; соответствие стоимости риска финансам страховых компаний с учетом возможностей организации двойного страхования, сострахования, перестрахования и ретроцессии; одновременная приемлемость передачи риска на страхование для принимающего его страховщика и передающего его страхователя;

2) может быть предложена классификация видов нестрахуемых рисков инвестиционной деятельности для частного коммерческого страхования, к которым относятся: катастрофические риски, которые возмещаются государством или полугосударственными структурами; приемлемые риски, которые возмещаются самострахованием; спекулятивные риски, которые компенсируются диверсификацией, секьюритизацией и хеджированием; крупные систематические риски, которые нейтрализуются благоприятным климатом через государственное регулирование; редкие риски, которые из-за низкой вероятности трудно идентифицировать в достаточной для страхования степени; успешно диверсифицируемые и хеджируемые риски; политические, военные, террористические, социальные и экологические риски; полностью неидентифицируемые риски (физическая идентификация без экономической); неуправляемые риски для страховщиков с учетом их объединения; трудные риски из-за финансовых и организационных проблем недостаточного развития страхового риск-менеджмента; новые риски, только включаемые в процесс управления; часть высокодинамичных рисков из-за запаздывания с их переидентификацией;

3) в отношении катастрофического риска инвестиционной деятельности активно рекомендовано использовать финансовое страхование и перестрахование за счет секьюритизирования финансирования через фондовые рынки части страховых обязательств страховой компании или группы страховщиков, объединенных в страховые синдикаты и пулы в рамках инвестиционных консорциумов, при выполнении жесткого условия, что этот риск будет катастрофичен для инвестора или реципиента как страхователя, но не для объединения страховщиков.

4.3. Развитие комбинации внутренних и внешних методов управления рисками

В целях более эффективного управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности мы предлагаем осуществлять комбинированное использование различных методов управления инвестиционной деятельностью, а именно параллельное сочетание методов страхования, самострахования, хеджирования, диверсификации на основе портфельных стратегий по регулированию интегрального риска всей фирмы в целом. Только комплексное использование или сочетание приведенных выше методов, механизмов и инструментов обеспечения экономической безопасности инвестиционной деятельности позволяет обеспечить эффективное управление программами инвестиционного развития предприятия, повышения экономической безопасности реализации рискованных инвестиционных проектов, а также достижения и последующего поддержания приемлемого уровня риска хозяйственной и инвестиционной деятельности предприятия.

Параллельность использования этих методов обусловлена, с нашей точки зрения, сложной природой интегрального риска субъекта инвестиционной деятельности, части которого могут быть компенсированы разными методами при его распределении или размещении. Часть риска до приемлемого уровня может остаться у предприятия на его самострахование, а другая часть – сверх приемлемого уровня – распределиться между контрагентами внутри бизнес-группы в порядке кэптивного или взаимного страхования, переместиться в страховую компанию или группу страховых компаний для двойного страхования, сострахования, перестрахования. Самая большая и наиболее опасная часть риска должна финансироваться в перестраховании через рынок при секьюритизации страховых обязательств страховщиков и перестраховщиков.

При низких уровнях потерь (небольшая тяжесть и высокая частота) субъекты инвестиционной деятельности должны прибегать к самострахованию и, возможно, к какой-либо форме ограниченного страхования риска. При более тяжелых потерях основную роль будут по-прежнему играть традиционное страхование или программа перестрахования, если перенос риска осуществляется через компанию кэптивного или взаимного страхования. Секьюритизация страховых обязательств страховщиков и перестраховщиков должна обеспечивать компенсацию потерь наибольшей степени тяжести, образуя эффект финансового страхования и перестрахования, что особенно важно для защиты инвестиционной деятельности от крупных социальных и политических рисков.

Финансирование более полной компенсации интегрального риска субъекта инвестиционной деятельности предлагается осуществлять только через его одновременное самострахование, страхование и перестрахование. При этом внутренние источники финансирования при самостраховании комбинируются с внешними. При недостатке резервов страховых и перестраховочных обществ, участвующих в защите инвестиционной деятельности, для компенсации критических и катастрофических рисков активно используются финансовые рынки, с которых осуществляется заимствование средств.

В целом финансирование компенсации можно представить, по мнению автора, как основанное на распределении потенциальных потерь по размеру рисков (минимальные, приемлемые, критические, катастрофические), на которые приходится один интегральный риск определенного субъекта инвестиционной деятельности.

Все система многоканального финансирования более полной компенсации интегрального риска базируется на том, что, кроме самострахования внутри бизнес-группы, осуществляемого кэптивными страховыми компаниями и обществами взаимного страхования, существуют 3 альтернативных способа переноса частей интегрального риска: ограниченное

страхование риска (перестрахование); производные страховые инструменты (деривативы); секьюритизация страховых рисков с прямым их переносом на рынки капитала.

В 1990-е гг. компаниям в ведущих странах были предложены новые способы финансирования страховых рисков, которые получили общее название альтернативного переноса риска (*alternative risk transfer, ART*). На развитие *ART* повлияли несколько факторов: периодически возникающий недостаток возможностей для покрытия крупных рисков из-за дисбаланса предложения и спроса на страхование, попытки прогрессивных страховщиков и брокеров вывести на рынок новые типы продуктов для корпоративного сектора; желание инвестиционных банков выйти на рынок страхования, с тем чтобы использовать свои возможности разработки новых продуктов в области деривативов и секьюритизации.

Ограниченное страхование риска и финансовое перестрахование являются продолжением традиционных типов страхования. Их отличие от традиционного страхования заключается в том, что срок действия страховых контрактов в них увеличен (обычно до 3–5 лет), и в том, что они часто сочетают в себе несколько видов страхования, в том числе страхования трудноразмещаемых рисков инвестиционной деятельности.

Кроме того, ограниченное страхование риска обычно предусматривает разделение прибыли, т.е. в случае, если страховые возмещения корпорации изменяются непредсказуемо, есть возможность по факту скорректировать страховую премию. Из-за своего индивидуализированного характера ограниченное страхование рисков стало попыткой страховых компаний установить более долгосрочные отношения по разделению риска с корпорациями. В программах ограниченного страхования риска существуют пределы переноса риска, поэтому они образуют некий промежуточный слой финансирования риска, находящийся между самострахованием и традиционными типами страхования.

Второй тип *ART* – страховые деривативы – появился в середине 1990-х гг. В течение долгого времени страхование воспринималось как потенциальная область разработки новых деривативов, отчасти из-за того, что традиционный страховой контракт теоретически может считаться путопционом, продаваемым страховой компанией.

Однако есть две причины, которые ограничивают применение деривативов в России в качестве механизмов финансирования страховых рисков инвестиционной деятельности. Во-первых, не существует подходящих индексов, на которых могут основываться деривативы. Во-вторых, деривативы требуют относительной однородности лежащей в их основе экономической переменной. В применении к страховым рискам инвестиционной деятельности это требование часто нарушается, так как эти риски разнородны, а многие из них свойственны только определенной отрасли.

В 2000 г. единственным рынком, где активно продавались деривативы, был рынок опционов на случай катастроф, наносящих ущерб собственности, существующий на Чикагской товарной бирже (*The Chicago Board of Trade, CBOT*), которая была основана в 1992 г. Нью-йоркская биржа рисков катастроф (*The Catastrophe Risk Exchange, CATEX*) была основана в 1996 г. как рынок обмена потерями для страховщиков, но она больше напоминает страховую биржу, а не рынок деривативов. Основной целью создания этих рынков было помочь американским страховым компаниям в управлении требованиями страхового возмещения в случае катастрофически крупных потерь. Использование таких инструментов американскими корпорациями и даже кэптивными страховыми компаниями было ограничено.

На данный момент выработаны два механизма секьюритизации: в основе первого лежат облигационные инструменты, в основе второго – долевы. Страховщики и брокеры в сотрудничестве с инвестиционными банками разработали индивидуализированные продукты, позволяющие корпорациям переносить свои риски на рынки капитала.

Секьюритизация через облигации предназначена для моделирования базовых потерь портфеля страховых рисков корпорации. По своей сути это низкосортные облигации с

неопределенной нормой доходности. Привлекательность этих облигаций состоит в высоких ожидаемых процентных ставках и низком систематическом, или рыночном, риске. Базовые страховые потери в основном произвольны по своей природе, что облегчает эффективную диверсификацию.

Такие механизмы, как страхование и самострахование, направлены прежде всего на компенсацию последствий неблагоприятных событий. Сравнение их между собой по степени эффективности управления риском возможно, если в качестве критерия выбран определенный финансовый параметр, например предельный размер убытков, ведущий к разорению предприятия от рискованных инвестиций.

Предприятие может получить экономическую выгоду за счет повышения уровня безопасности своей инвестиционной деятельности. В этом случае различные варианты организации мероприятий по управлению риском оцениваются по тому же принципу, что и инвестиционные проекты: вначале определяют затраты, а затем – абсолютную прибыль или норму прибыли на единицу затрат. При этом уровень безопасности определяется выбранным наиболее экономически выгодным вариантом инвестиционной деятельности.

Мы предлагаем основной способ сравнительной оценки эффективности двух наиболее употребительных механизмов управления риском – страхования и самострахования с позиции предприятия-страхователя, а не страховой компании-страховщика, который получил в западной литературе название метода Хаустона. Суть его заключается в оценке влияния различных способов управления риском на «стоимость предприятия» (*value of organization*). Стоимость предприятия можно определить через стоимость его свободных активов. Свободные (или чистые) активы предприятия – это разность между величиной всех его активов и обязательств. Решения по страхованию или самострахованию риска изменяют стоимость предприятия, поскольку затраты на эти мероприятия уменьшают денежные средства или активы, которые организация могла бы направить на инвестиции и получить прибыль. В данной модели учитывается также возникновение убытков в будущем от рассматриваемых рисков.

Предполагается также, что оба механизма в равной степени покрывают рассматриваемый риск, т.е. обеспечивают одинаковый уровень компенсации будущих убытков.

При **страховании** предприятие уплачивает в начале финансового периода страховую премию и гарантирует себе компенсацию убытков в будущем. Стоимость предприятия в конце финансового периода при осуществлении страхования выразим следующей формулой:

$$S_1 = S - P + r(S - P),$$

где S_1 – стоимость предприятия в конце финансового периода при страховании;

S – стоимость предприятия в начале финансового периода;

P – размер страховой премии;

r – средняя доходность работающих активов.

Величина убытков не влияет на стоимость предприятия, поскольку они, как предполагается, полностью компенсируются за счет выплаченных страховых возмещений.

При самостраховании предприятие полностью сохраняет собственный риск и формирует специальный резервный фонд – фонд риска. Влияние на величину свободных активов полностью сохраненного риска можно оценить следующей формулой:

$$S_R = S - L + r(S - L - F) + iF,$$

где S_R – стоимость предприятия в конце финансового периода при полностью сохраненном риске;

L – ожидаемые потери от рассматриваемых рисков;

F – величина резервного фонда риска;

i – средняя доходность активов фонда риска.

При самостраховании предприятие терпит два вида убытков – прямые и косвенные. Прямые убытки выражаются в виде ожидаемых годовых потерь L . Кроме ожидаемых потерь L , определенные средства должны быть направлены в резервный фонд F , чтобы обеспечить компенсацию ожидаемых потерь, причем с некоторым запасом. Предполагается, что активы хранятся в резервном фонде в более ликвидной форме, чем активы, инвестированные в производство, поэтому они приносят меньший доход. И уменьшение инвестиционной доходности из-за необходимости формирования резервного фонда риска составит косвенный убыток при самостраховании для страхователя.

Сравнение значений S_1 и S_R позволяет судить о сравнительной экономической эффективности страхования и самострахования.

Следует отметить, что для большей точности расчетов необходимо учитывать дисконтирование денежных потоков вследствие распределения убытков во времени, задержек в выплате страхового возмещения, связанных с оформлением и предъявлением претензий, и наличия инфляции.

Оба механизма – самострахование и страхование, с нашей точки зрения, в реальной действительности не могут в равной степени покрывать интегральный риск предприятия-страхователя, т.е. не могут обеспечивать одинаковый уровень компенсации будущих убытков. В российских условиях неопределенности у большинства отечественных предприятий, особенно промышленной сферы, осуществляющих реальные проектные инвестиции, интегральный риск предприятия является недопустимо крупным, он неприемлем для самострахования из-за низкой возможности компенсации при дефиците ликвидных средств для резервирования.

В то же время этот интегральный риск у таких предприятий, по нашему мнению, не может быть полностью компенсирован полным страхованием из-за неразвитости отечественного страхового бизнеса, слабости объединений страховых компаний, которые не имеют достаточных объемов страховых резервов для компенсации этих крупных рисков. Тогда из-за особенностей российских интегральных рисков необходимо развивать самострахование и страхование в рамках их комбинации по защите реальных проектных инвестиций. При страховании предприятие уплачивает в начале финансового периода страховую премию и гарантирует себе компенсацию убытков в будущем. При самостраховании предприятие полностью сохраняет собственный риск и формирует специальный резервный фонд – фонд риска.

Преимущества самострахования можно подразделить на группы экономические и управленческие. Экономические преимущества:

- 1) экономия на страховых премиях, позволяющая снизить затраты и увеличить прибыль;
- 2) получение дополнительного дохода на капитал при отказе от уплаты страховых премий за счет инвестирования сохраненных средств;
- 3) экономия за счет более тщательного анализа прошлых убытков.

Экономия, которую можно получить при отказе от уплаты страховых премий, не так уж мала. Особенно ощутима такая выгода при страховании небольших, но частых убытков, которые достаточно хорошо прогнозируемы за разумный промежуток времени.

С точки зрения управления эффективность самострахования связана с увеличением гибкости управления риском, сохранением контроля над денежными средствами и большим контролем за качеством дополнительного сервиса.

К недостаткам самострахования следует отнести дополнительные организационные затраты, недооценку уровня возможного риска, воздействие инфляции на фонд риска.

При сохранении риска и самостраховании организация должна быть готова нести расходы на создание дополнительных внутренних служб ведения регистрационных записей, дел по искам, сбора и анализа данных по прошлым убыткам. Эти работы могут быть организованы не только внутри предприятия в рамках отдела по управлению риском, но и поручены независимым исполнителям. В любом случае экономия на страховых премиях должна быть сопоставима с затратами на такие работы.

При планировании фонда самострахования всегда есть угроза, что его будет недостаточно для компенсации убытков. Это может произойти либо по причине недооценки существующего уровня риска, либо из-за постепенного характера его накопления. Максимальные убытки могут наступить у субъекта инвестиционной деятельности до того, как фонд достигнет запланированных размеров. Воздействие инфляции приводит к тому, что эффективный размер фонда риска уменьшается.

Предельно высокой эффективности защиты хозяйственной деятельности и инвестиций с помощью самострахования можно достичь за счет кэптивного страхования в том случае, если страховой рынок не может удовлетворить потребности предприятия в защите от собственных рисков. Тогда создание компании кэптивного страхования сулит определенные экономические преимущества, которые особенно значительны, если неразвитость страхового рынка связана с:

- 1) малым размером страхового капитала компаний, не позволяющим застраховать крупные риски;
- 2) недостаточной надежностью и низкой платежеспособностью страховых компаний;
- 3) неадекватной или неприемлемой структурой предлагаемых страховых тарифов;
- 4) отсутствием необходимого страхового покрытия;
- 5) неудовлетворительной организацией страхового сервиса.

В этих условиях к выгодам, получаемым от учреждения кэптивной компании, можно отнести возможность экономии на стоимости страхования, разделение рисков, дополнение к обычному страхованию, выход на рынок перестрахования, выгоды, связанные с налогообложением и офшорным местоположением, возможность реализации глобальной стратегии финансирования риска и развитие кэптивной компании как предприятия, приносящего прибыль.

Однако самострахование в форме организации кэптивной страховой компании связано с определенными проблемами, в числе которых следующие:

- 1) ограниченность портфеля страховых договоров;
- 2) затраты на учреждение и функционирование;
- 3) необходимость использования услуг страхового рынка;
- 4) ограничения местного законодательства;
- 5) давление внутренних управляющих структур;
- 6) чувствительность к недостаточной статистике ущербов и затрат на управление.

В свою очередь преимущества использования страхования как механизма управления интегральным риском инвестиционной деятельности сводятся к:

- 1) привлечению страхового капитала для компенсации убытков предприятия;

2) снижению неопределенности в инвестиционном проектировании деятельности предприятия;

3) высвобождению денежных средств для более эффективного использования;

4) сокращению затрат на управление риском путем использования опыта страховых экспертов для оценки и управления риском.

Использование механизма страхования как инструмента для покрытия интегрального риска инвестиционной деятельности связано и с определенными проблемами, основная из которых заключается в том, что практически никогда страхование не может обеспечить полную компенсацию всех убытков. Проблема заключается в том, что очень часто данных о частоте наступления страховых событий и диапазоне распределения степени тяжести убытков недостаточно для выбора оптимальной с точки зрения страхователя величины страховой премии.

Очень часто страховщик не имеет опыта в страховании конкретных рисков, интересующих предприятие, а большинство российских страховщиков – в страховании реальных инвестиционных проектов, особенно рисков инвестиционной деятельности. В этом случае он вынужден прибегать либо к информации об аналогичных сделках других страховщиков, либо произвести актуарные расчеты для определения интересующих его данных. В России аналогичных сделок очень мало, а собственные актуарные расчеты осуществляют единицы из отечественных страховщиков. Большинство из них работают со стабильными, универсальными и массовыми рисками, которые в инвестиционной деятельности встречаются мало.

Особенно сильно эти обстоятельства проявляются при страховании инвестиций в уникальные объекты. Такими объектами могут быть крупные и технически сложные сооружения, например крупные теплоэлектростанции, морские буровые платформы, высотные здания, промышленные комплексы и другие объекты, обладающие нестандартными характеристиками. Уникальность условиям страхования могут также придавать нестандартные условия функционирования объектов, в результате чего образуются специфические риски.

Любой крупный промышленный объект обладает чертами уникальности, и это обстоятельство следует иметь в виду при обсуждении условий страхования. Проблемы, связанные с уникальностью объектов страхования, можно разделить условно на несколько категорий:

1) невозможность определить адекватное страховое покрытие. Предлагаемое в рамках договора страховое покрытие может быть неполным либо в части перечня охватываемых событий, либо в части проведения оценки, т.е. максимально возможной величины убытка для данного риска. Ошибка в ту или иную сторону приведет к недострахованию либо к чрезмерному страхованию;

2) отсутствие страхового покрытия для специфических рисков. Уникальность объектов страхования или нестандартность их функционирования могут привести к тому, что предприятие не сможет найти даже частичное страховое покрытие некоторых своих рисков в силу отсутствия рыночной практики их страхования;

3) неадекватный размер страховой премии. Неопределенность относительно будущих убытков заставляет страховщика «подстраховываться» самому и завышать размер страховой премии, что, разумеется, невыгодно страхователю. Как показывает опыт, подобное завышение может быть двух-трехкратным и более против разумной величины страховой премии;

4) трудности сравнения условий конкурирующих страховых компаний. Как правило, крупный риск побуждает страхователя организовывать своеобразный тендер среди страховщиков для получения максимально выгодных для себя условий страхования. Однако сравнить условия различных страховых компаний для сложного и уникального объекта часто очень непросто, и минимальный размер страхового тарифа здесь не является главным кри-

териум. В подобных случаях факторами, определяющими выбор, являются, как правило, надежность и опыт работы страховщика в данной отрасли промышленности.

Недостаточный опыт предприятия в области страхования своих рисков может привести к следующим последствиям:

1) неадекватному выбору метода страхования (например, когда принято ошибочное решение о том, что небольшая франшиза даст значительную экономию на уменьшении страховых премий);

2) неверному определению объема ответственности страховщика;

3) недострахованию;

4) чрезмерному страхованию.

Эти проблемы усиливаются внутренними недостатками, присущими страхованию, которые невозможно устранить даже при использовании лучшего менеджмента, а также при наличии более полной информации об объекте страхования и рисков, с ним связанных, и большого опыта в заключении страховых договоров. К таким недостаткам страхования можно было бы отнести следующие:

1) вынужденное финансирование управленческих расходов и прибыли страховщика;

2) издержки, связанные с перераспределением ущерба среди страхователей;

3) внутренние риски страховщика;

4) временной фактор.

В связи с этим часть риска до приемлемого уровня может остаться у предприятия на его самострахование, а другая часть – сверх приемлемого уровня – распределиться между контрагентами внутри бизнес-группы в порядке кэптивного или взаимного страхования, переместиться в страховую компанию или группу страховых компаний для двойного страхования, сострахования, перестрахования. Самая большая и наиболее опасная часть риска должна финансироваться в перестраховании через рынок при секьюритизации страховых обязательств страховщиков и перестраховщиков.

4.4. Применение многоступенчатого хеджирования рисков инвестиционной деятельности

Последнее десятилетие XX в. характеризовалось кардинальными изменениями в мировой хозяйственной деятельности: усилилась экономическая интеграция на национальном и международном уровнях, существенно возросла роль процессов перелива капитала в развитии национальных хозяйств, все большее влияние на развитие мирового хозяйства стала оказывать глобализация мировых финансовых рынков, сопровождаемая интенсивным развитием и изменением их институциональной структуры.

Нынешний этап развития мировых финансовых рынков связан с возникновением новых производных финансовых инструментов, предоставляющих возможности, ранее не доступные на рынке наличных активов, позволяющих эффективно регулировать рыночные риски, создавать желаемый профиль риска. Это весьма актуально для России, где проблемы хеджирования рисков традиционно стоят особенно остро.

До начала 1990-х гг. использование производных финансовых инструментов было направлено преимущественно на страхование рыночных рисков. Однако масштабные кризисные явления, произошедшие в последние годы на мировых финансовых рынках, заставляют задуматься о возможности эффективного хеджирования не только рыночных, но и кредитных рисков. Известно, что финансовые инструменты несут в себе целый ряд рисков. Например, заем с плавающей процентной ставкой в иенах, предоставленный американским банком японскому банку, содержит 3 основных вида рисков для американской стороны: валютный риск (один тип рыночного риска); процентный риск – риск изменения процентной ставки (второй тип рыночного риска); риск того, что японский банк не сможет исполнить свои обязательства по займу (кредитный риск).

Существуют также и другие риски: ликвидности, операционные, изменения законодательства, урегулирования расчетов. Они менее очевидные, чем рыночный или кредитный риски, но не менее важные. Одна из сторон договора может быть не готова нести все риски, связанные с этим соглашением. Например, американский банк может не захотеть нести валютный или кредитный риски.

Рынки производных финансовых инструментов как раз и позволяют каждому контрагенту независимо от другой стороны в сделке перегруппировать или устранить риски. Например, чтобы устранить валютный риск, американский банк может заключить соглашение типа «своп», которое позволяет обменять платежи в иенах на доллары по заранее фиксированному курсу. Для устранения процентного риска американский банк может заключить процентный «своп», по которому платежи по плавающей ставке (например, *LIBOR*) заменяются платежами по фиксированной процентной ставке. А для устранения кредитного риска американский банк может заключить контракт на рынке деривативов, который переносит риск дефолта на контрагента в сделке.

В действительности одновременное осуществление всех трех операций могло бы превратить эту иеновую ссуду с плавающей процентной ставкой в безрисковую ссуду в долларах и с фиксированной процентной ставкой. Перенос риска наиболее явно проявляется в операциях типа «своп», но эту же роль играют и другие деривативы (фьючерсы, форварды, опционы) и даже первичные ценные бумаги с элементами производных (конвертируемые облигации, warrants).

Хеджирование – новый способ компенсации возможных потерь от наступления финансовых рисков, который появился в России с развитием рыночных отношений. В общем виде хеджирование можно определить как страхование цены товара от риска либо нежелательного для продавца падения, либо невыгодного покупателю увеличения, путем создания

встречных валютных, коммерческих, кредитных и иных требований и обязательств. Таким образом, хеджирование используется предпринимательской фирмой с целью страхования прогнозируемого уровня доходов путем передачи риска другой стороне. В зависимости от вида используемых производных ценных бумаг выделяют несколько видов хеджирования финансовых рисков.

1. Хеджирование с использованием опционов, которое позволяет нейтрализовать финансовые риски по операциям с ценными бумагами, с валютой, реальными активами. В данном случае используется сделка с премией (опционом), которая уплачивается за право продать или купить в течение предусмотренного опционом срока ценную бумагу, валюту в обусловленном количестве и по оговоренной цене. Существуют 3 возможных способа хеджирования с использованием опционов:

1) хеджирование на основе опциона на покупку, который предоставляет право покупки по оговоренной цене;

2) хеджирование на основе опциона на продажу, который предоставляет право продажи по согласованной цене;

3) хеджирование на основе двойного опциона, который предоставляет одновременно право покупки или продажи соответствующего финансового инструмента по оговоренной цене.

2. Хеджирование с использованием фьючерсных контрактов. Фьючерсные контракты – это срочные, заключаемые на биржах сделки купли-продажи сырьевых товаров, золота, валюты, ценных бумаг по ценам, действующим в момент заключения сделки, с поставкой купленного товара и его оплатой в будущем. Принцип механизма хеджирования с использованием фьючерсных контрактов основан на том, что если предпринимательская фирма несет финансовые потери из-за изменения цен к моменту поставки как продавец валюты или ценных бумаг, то она выигрывает в тех же размерах как покупатель фьючерсных контрактов на такое же количество валюты или ценных бумаг, и наоборот.

3. Хеджирование с использованием операции своп. Своп – торгово-финансовая обменная операция, в которой заключение сделки о купле (продаже) ценных бумаг, валюты сопровождается заключением контрсделки, сделки об обратной продаже (купле) того же финансового инструмента через определенный срок на тех же или иных условиях. Существуют несколько видов своп-операций:

1) своп с целью продления сроков действия ценных бумаг представляет собой продажу ценных бумаг и одновременную покупку такого же вида ценных бумаг с более длительным сроком действия;

2) валютная своп-операция заключается в покупке иностранной валюты с немедленной оплатой в национальной валюте с условием последующего обратного выкупа;

3) своп-операция с процентами состоит в том, что одна сторона (кредитор) обязуется выплатить другой проценты, получаемые от заемщика по ставке «либор» (ставка по краткосрочным кредитам, предоставляемым лондонскими банками другим первоклассным банкам в обмен на обратную выплату по фиксированной в договоре ставке).

Хеджирование как метод нейтрализации финансовых рисков в отечественной практике получает все большее применение в процессе управления финансовыми рисками по причине достаточно высокой его результативности.

Коммерческий банк, выдающий кредиты под фиксированную процентную ставку, подвержен процентному риску, если сроки выплат по кредитам и обязательствам не сбалансированы. Распространенным способом управления процентным риском за рубежом является использование производных финансовых инструментов: форвардных, фьючерсных, опционных контрактов, а также свопов и многопериодных опционных контрактов (флоров, кэпов и др.) При этом банк-кредитор действует на рынке производных финансовых инструментов

в качестве хеджера. Он использует данный рынок для управления риском и не ставит задачу получения основной прибыли от работы на нем.

Вместе с тем следует отметить, что использование указанных финансовых инструментов имеет ряд недостатков, в том числе следующие:

1) банк, применяя фьючерсные и форвардные контракты, не только страхуется от риска возможных потерь из-за изменения процентной ставки, но и ограничивает свою прибыль в случае благоприятного развития ситуации на рынке;

2) наличие открытой фьючерсной позиции требует от банка постоянного контроля за состоянием рынка производных финансовых инструментов и при необходимости своевременного внесения дополнительных денежных средств для поддержания позиции (внесения вариационной маржи).

При использовании опционов для хеджирования процентного риска не возникают проблемы, присущие фьючерсам и форвардам: при неблагоприятной конъюнктуре рынка потери банка ограничены величиной уплаченной продавцу опциона премии; не требуются дополнительные затраты после приобретения опциона (нет необходимости вносить вариационную маржу).

Но и использование опционов имеет свои недостатки:

1) приобретение опционов требует первоначальных затрат (необходимо платить продавцу контракта премию);

2) хеджирование риска на долгосрочный период с помощью опционов, представляющих собой, как правило, краткосрочные финансовые инструменты, является дорогостоящим делом. Кроме того, в требуемый момент в будущем ликвидность опционов с необходимой спецификацией может оказаться низкой.

Управление процентным риском в течение длительного временного интервала можно осуществить с помощью свопов и многопериодных опционов, являющихся перспективными финансовыми инструментами для зарубежных и отечественного рынков.

Схема управления процентным риском с помощью кэпа предусматривает наличие на рынке трех основных участников. Во-первых, это коммерческий банк, выдающий долгосрочные кредиты под фиксированную процентную ставку и финансирующий эти кредиты за счет средств, непрерывно принимаемых на краткосрочный депозит под плавающую процентную ставку (например, привязанную к ставке *LIBOR*). Во-вторых, это вкладчики банка, за счет средств которых осуществляется финансирование ипотечных кредитов. В-третьих, это дилер по кэпам (многопериодным опционам «КОЛЛ»). Дилер за определенную плату (премию) может продать кэп нужной спецификации банку и обслуживать его в течение всего ипотечного периода в соответствии с заключенным договором.

В спецификации договора по кэпу указываются следующие основные параметры:

1) ставка-ориентир (*reference rate*) – ставка по депозитам (например, *LIBOR*);

2) ставка-потолок (*ceiling rate*) – какая-то фиксированная процентная ставка, например 6,86%;

3) условная основная сумма, которую страхует банк (*national principal – NP*) – сумма долгосрочных кредитов;

4) относительная длина расчетного периода (*LPP*).

Значение *LPP* зависит от выбора ставки-ориентира и частоты выплат. Например, для месячной ставки *LIBOR*, которая котируется в годовых процентах и на основе 360 дней в году, *LPP* представляет собой число в диапазоне от 28/360 до 31/360. При этом выплаты по кэпу будут осуществляться 1 раз в месяц, что обычно соответствует периодичности выплат по долгосрочному кредиту).

В соответствии с договором при наступлении даты расчета (например, 1 раз в месяц) дилер по кэпам выплачивает банку сумму CF (*cash flow* – денежный поток), если контрактная ставка-ориентир (например, *LIBOR*) превышает ставку-потолок:

$$CF = \max [LIBOR - \text{ставка-потолок}, 0] \times NP \times LPP.$$

Таким образом, банк может застраховать себя от процентного риска, связанного с возможностью превышения процентной ставки по депозитам некоторой фиксированной величины. В качестве платы за переданный риск банк должен заплатить дилеру премию в момент покупки кэпа. Факторы, влияющие на стоимость кэпа, – те же, что и факторы, определяющие премию по обычному опциону: текущий уровень и волатильность ставки-ориентира, значение ставки-потолка (цена исполнения кэпа), величина рыночной процентной ставки, период расчетов по кэпу. Кроме того, на премию влияет срок кэпа (период ипотечного кредитования). Чем больше срок, тем ценнее кэп.

Схема управления процентным риском с помощью свопа.

Данная схема также предусматривает наличие на рынке трех основных участников: коммерческого банка, выдающего долгосрочные кредиты под фиксированную процентную ставку и финансирующего эти кредиты за счет средств, непрерывно принимаемых на краткосрочный депозит под плавающую процентную ставку (например, привязанную к ставке *LIBOR*); вкладчиков банка; дилера по свопам. В соответствии со схемой банк обменивает ставку *LIBOR* на постоянную ставку i . При этом прибыль банка фиксируется на уровне $m - i$. Недостатком этой схемы является отсутствие возможности у эмитента получить дополнительный доход в случае снижения ставки *LIBOR*.

Схема управления процентным риском с помощью процентно-флорового свопа.

Данная схема предусматривает наличие четырех основных участников: коммерческого банка, выдающего долгосрочные ипотечные кредиты под фиксированную процентную ставку и финансирующего эти кредиты за счет средств, непрерывно принимаемых на краткосрочный депозит под плавающую процентную ставку (например, привязанную к ставке *LIBOR*); вкладчиков банка; дилеров по флорам; дилеров по свопам. Дилер по флорам (многопериодным опционам Put) за определенную плату (премию) может продать флор нужной спецификации банку и обслуживать его в течение всего долгосрочного периода в соответствии с заключенным договором. В отличие от продавца кэпа продавец флора платит покупателю, когда ставка-ориентир опускается ниже контрактной ставки, называемой ставкой-флор (*floor*). При этом:

$$CF = \max [\text{ставка-флор} - LIBOR, 0] \times NP \times LPP.$$

Схема управления процентным риском с помощью процентного коллара предусматривает наличие четырех основных участников: коммерческого банка, выдающего долгосрочные кредиты под фиксированную процентную ставку и финансирующего эти кредиты за счет средств, непрерывно принимаемых на краткосрочный депозит под плавающую процентную ставку (например, привязанную к ставке *LIBOR*); вкладчиков банка; дилеров по флорам; дилеров по кэпам. Банк для хеджирования процентного риска покупает коллар (*collar*), т.е. одновременно покупает кэп (*prime cap*) и продает флор (*prime floor*). В результате покупки коллара происходит «запирание» (*locking into a band*) плавающей процентной ставки в интервале, ограниченном сверху и снизу.

Необходимо отметить, что применение многопериодных опционов для хеджирования процентных рисков на рынке долгосрочного кредитования сопряжено со следующей трудностью. Как правило, долгосрочные кредиты предусматривают не только периодические выплаты процентов по ним, но и выплаты в счет погашения основной суммы долга. Это приводит к тому, что сумма основного долга ежемесячно уменьшается и в конце концов становится равной нулю. Вместе с тем один из параметров многопериодного процентного опциона (условная основная сумма) на протяжении всего срока действия данного инструмента не меняется. Такое несоответствие приводит к дополнительному усложнению схем страхования.

Если же банку удастся на практике реализовать одну из рассмотренных в данном разделе схем хеджирования, например схему управления процентным риском с помощью процентных свопов, то процентный риск в значительной степени перейдет к соответствующему дилеру.

Среди различных инструментов управления рисками на финансовых рынках деривативы прочно заняли первое место. Теория управления рисками с помощью опционов и фьючерсов превратилась в важнейший раздел финансовой науки. В.Т. Мусатов предложил интересное название этим ценным бумагам – «фиктивный капитал второго или третьего порядка».

Как отмечает лауреат Нобелевской премии по экономике за 1997 г. Р. Мертон (*R. Merton*), появление деривативов способствовало резкому снижению транзакционных издержек (*transaction costs*) – в этом и заключается причина феноменального роста этого рынка. По его словам, реализация финансовых стратегий для финансовых институтов с использованием деривативов в 10–20 раз дешевле, чем при использовании базисных активов (*underlying securities*).

В последние годы появляются новые инструменты управления рисками. Среди новых продуктов, предназначенных для дробления рисков, наиболее быстро развивающимися являются кредитные деривативы (*credit derivatives*). Только за один 1997 г. номинальная стоимость кредитных деривативов, держателями которых выступают американские коммерческие банки и отделения иностранных банков в США, увеличилась с 41 млрд долл. до 97 млрд долл. Мировой объем рынка кредитных деривативов оценивался в середине 1998 г. в 150–200 млрд долл. и около 900 млрд в конце 2000 г.

Рынок кредитных деривативов представлен в основном четырьмя видами продуктов: *credit default swaps*; *total rate of return (TROR) swaps*; *credit-linked notes*; *credit spread options*.

Все кредитные деривативы за определенную плату переносят кредитный риск с одного контрагента в сделке на другого. Из четырех основных видов *TROR swaps* и *credit spread options* наиболее часто используются на рынке долга возникающих рынков (примерно половина всего рынка кредитных деривативов). *Credit default swaps* и *credit-linked notes* чаще всего используются при торговле банковскими займами. Именно этот сегмент рынка растет наиболее быстрыми темпами.

Необходимость применения кредитных деривативов обусловливается следующими причинами. Во-первых, проблема эффективного самострахования кредитного риска тесно связана с проблемой задолженности. Во-вторых, к началу 1990-х гг. существовавшие способы хеджирования кредитного риска уже не отвечали потребностям мирового финансового рынка. Финансовый кризис 1998 г. выявил острую необходимость в новых эффективных способах страхования кредитного риска. В-третьих, кредитные деривативы, являя собой логичное расширение рынка производных продуктов, дают возможность эффективнее и с меньшими затратами управлять кредитным риском, отделяя его от базовых активов. Круг потенциальных участников рынка чрезвычайно широк – от коммерческих банков до хеджевых фондов и крупных торговых компаний, что представляет особое значение для функ-

ционирования мирового финансового рынка и мировой экономики в целом. В-четвертых, продолжающийся процесс секьюритизации долговых рынков, являющийся характерным признаком нынешнего этапа развития мировых финансовых рынков, предоставляет дополнительные объекты для детального исследования и анализа способов применения деривативов для управления кредитным риском. Устоявшиеся формы, методы и инструменты кредитования замещаются новыми, более специфическими и усложненными их разновидностями, позволяющими «упаковывать» долговые инструменты вторичного рынка в портфели ценных бумаг, выпускать на их основе новые долговые инструменты, являющиеся аналогами кредитных деривативов и открывающие для пользователей ранее не достижимые возможности страхования рисков.

В западной литературе не сформировалось единое толкование понятия кредитных деривативов, на этот счет существует несколько точек зрения.

Следуя одной из них, под кредитными деривативами понимаются инструменты, «в основе которых лежит изменение кредитных характеристик какого-либо актива или группы активов, чувствительных к изменению уровня кредитного риска. Изменение кредитных характеристик, как правило, измеряется спрэдом к цене-эталону или к доходности актива, выступающего в роли эталона, а также кредитным рейтингом или дефолт-статусом».

Согласно другой точке зрения кредитные деривативы – это «внебиржевые производные инструменты, созданные для передачи кредитного риска от одной стороны к другой». Похожих взглядов придерживаются и ведущие операторы рынка, формально определяющие указанные инструменты как «двусторонние финансовые контракты, отделяющие некоторые стороны кредитного риска от базового актива и перераспределяющие их между сторонами».

Приведенные определения не обладают необходимой точностью: первое позволяет отнести к кредитным деривативам процентные свопы и другие инструменты рынка капиталов, второе ограничивает сферу обращения кредитных деривативов рамками внебиржевой деятельности, а третье неточно отражает суть производных финансовых инструментов.

Более точное определение дают специалисты одной из ведущих аудиторских фирм мира, называя кредитными деривативами частным образом торгуемые контракты, стоимость которых основывается на кредитном риске по облигации, банковскому кредиту или другому кредитному инструменту. Однако данное определение не отражает возможности возникновения обезличенного рынка кредитных деривативов (РКД) и не принимает в расчет существование организованной биржевой торговли кредитными деривативами.

На наш взгляд, стоит придерживаться точки зрения специалистов Федеральной резервной системы США, поскольку их определение кредитных деривативов представляется наиболее точным, учитывающим самые важные признаки. Итак, кредитные деривативы – это забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической продаже актива.

В отечественной литературе кредитные деривативы определяются как производные инструменты, предназначенные для управления кредитными рисками. А.В. Кавкин полагает, что такое определение не позволяет провести четкого разграничения между инструментами, относящимися к различным сегментам рынка деривативов.

По его мнению, в понятие кредитных деривативов необходимо включить группу секьюритизированных активов, позволяющих перераспределять кредитный риск между участниками рынка.

Таким образом, на текущем этапе развития мировых финансовых рынков кредитные деривативы представляют собой структурированные финансовые инструменты, отделяющие кредитный риск от актива для последующей его передачи другой стороне.

Представляется верной точка зрения А.В. Кавкина, считающего главным отличительным признаком кредитных деривативов то, что они отделяют обладание и управление кредитным риском от других количественных и качественных аспектов владения финансовыми активами. Таким образом они дают возможность участникам рынка торговать риском и активом по отдельности.

Инструменты РКД можно сгруппировать в основном по двум признакам: по активу, лежащему в основе контракта, и по типу используемого инструмента.

В зависимости от лежащего в основе контракта актива (рисковая классификация) А.В. Кавкиным выделяются следующие группы кредитных деривативов:

1) деривативы, выписанные на суверенные долги (*derivatives based on sovereign credits*). Например, деривативы на облигации «брэди» позволяют инвесторам ставить на сужение спредов по суверенным долгам или разницу между двумя оценками кредитного риска одного и того же заемщика;

2) деривативы, выписанные на корпоративные кредиты (*derivatives based on corporate credits*). Они часто используются для управления пассивами, принятия специфических инвестиционных решений или проведения структурного арбитража (*capital structure arbitrage*);

3) деривативы, выписанные на банковские долги (*derivatives based on bank loans*). Например, деривативы на один или несколько кредитов банки используют для диверсификации или нейтрализации концентрации риска по одному конкретному заемщику, а также для выработки благоприятного профиля риска – соотношения риск / отдача.

Главными параметрами, определяющими структуру инструмента, в данном случае выступают базовый актив, т.е. долговое обязательство с присущими ему особенностями обращения, и принцип, определяющий размер и срок выплат по инструменту, будь то событие, обуславливающее проведение выплат, или пороговое значение кредитного спреда. При четко определенном соотношении этих параметров уже несложно подобрать наиболее приемлемый тип инструмента для окончательного оформления передачи кредитного риска.

В зависимости от типа инструмента (типовая классификация) кредитные деривативы можно разделить на две большие группы:

1) забалансовые инструменты, или собственно кредитные деривативы:

а) форварды;

б) свопы;

в) опционы;

г) индексные инструменты;

2) инструменты, учитываемые на балансе и являющиеся балансовыми аналогами и заменителями кредитных деривативов:

а) ноты;

б) секьюритизированные активы.

Ноты (*notes*) представляют собой краткосрочные и среднесрочные долговые обязательства, эмитентом которых могут выступать как банки, так и корпоративные участники рынка. Ноты, обращающиеся на РКД, отличаются привязкой к кредитным характеристикам базового актива. На настоящий момент представляется необходимым выделить следующие виды кредитных нот:

1) простые связанные кредитные ноты (*credit-linked notes, CLNs*);

2) переупакованные ноты (*repackaged notes*);

3) ноты типа «ноль – один» (*zero-one structures*).

Одним из самых интересных и динамично развивающихся является рынок секьюритизированных активов. Данные инструменты – это практическое отражение тенденции к секьюритизации, заключающейся в более активном использовании в качестве инструмента получения заемных средств ценных бумаг (в том числе и эмитируемых фирмами) по сравне-

нию с практикой прямого заимствования у банков. На РКД представлены следующие секьюритизированные активы:

- 1) обеспеченные облигационные обязательства (*collateralized bond obligations, CBOs*);
- 2) обеспеченные кредитные облигации (*collateralized loan obligations, CLOs*).

Очень важно провести тщательный анализ, который позволит охарактеризовать иные отличительные черты кредитных деривативов. Первоначально задуманные как средство страхования от неблагоприятного воздействия кредитного риска, кредитные деривативы на современном этапе развития отличаются многофункциональностью. Сфера их применения не ограничена банковской деятельностью или рамками одного рынка. Множество целей и способов их использования обусловлено гибкостью структуры и ранее не известным подходом к управлению издавна известным риском. Возможность отделения риска от порождающего его актива и последующей передачи этого риска привела к возникновению новых областей применения производных финансовых инструментов, в которых они могут выступать в качестве достойной альтернативы традиционным инструментам страхования.

Основные цели использования кредитных деривативов:

- 1) построение эффективных банковских портфелей с точки зрения конечного пользователя;
- 2) построение эффективных банковских портфелей с точки зрения клиентских отношений;
- 3) анализ рыночного видения будущей вероятности дефолта;
- 4) страхование от риска банкротства основных клиентов;
- 5) обеспечение более эффективного проектного финансирования.

Заключение сделки с кредитными деривативами по сути дела, означает занятие сторонами определенной синтетической позиции по базовому активу, поэтому их использование открывает для портфельных менеджеров возможность осуществления «непокрытых» продаж кредитов или облигаций. Результатом этих действий является освобождение части капитала для вложения в более доходные активы.

Уникальность кредитных деривативов заключается в том, что они позволяют совершать непокрытую продажу кредитных инструментов при приемлемом уровне ликвидности и незначительном уровне риска, что в обычных условиях практически невозможно. Это дает возможность пользователю «перевернуть» профиль кредитного риска (получить небольшую премию в обмен на риск больших убытков) и в итоге платить небольшую премию за получение большого выигрыша при возникновении проблем с кредитом. Данная технология позволяет продать не только отдельный кредит, но целую корзину кредитов, а также получить прибыль от негативной кредитной оценки.

Кроме того, осуществление непокрытых продаж дает простор для арбитражных сделок. Для глобальных кредитных рынков в настоящее время характерны существенные расхождения в оценке одного и того же кредитного риска посредством разных классов активов, сроков обращения, рейтинговых групп, временных зон, валют и т.д. Эти расхождения объясняются тем, что ранее участники, проводившие арбитраж, не могли покупать дешевые облигации, занимая короткие позиции по дорогим бумагам, и тем самым получать арбитражную прибыль. С улучшением ликвидности РКД банки, заемщики и другие игроки будут в полной мере использовать такие возможности. Естественным следствием станет постепенное уменьшение, а потом и исчезновение указанных расхождений по мере того, как кредитные рынки будут становиться все более эффективными.

Как отмечает А.В. Кавкин, кредитные деривативы – менее дорогостоящий способ сокращения риска по отдельным кредитам по сравнению с непосредственной продажей активов на наличном рынке, продажей долей участия или цессией. Банк, продающий кредитный риск по принадлежащим ему активам, в итоге несет меньшие административные

обязанности: для продажи кредитного риска через деривативы не требуется вносить существенные изменения в кредитную документацию и получать согласие всех участников кредитного процесса на совершение сделки. Совершение же операций с долями участия в кредите может оказаться для инвестора менее привлекательным, поскольку предполагает более глубокое вовлечение в управление кредитом и контроль над ним и не открывает широких финансовых возможностей.

Для банков с узкоспециализированной сферой кредитования кредитные деривативы представляют собой способ снижения риска концентрации. Это достигается путем приобретения защиты от дефолта конкретного заемщика или посредством дополнительного хеджирования риска ухудшения кредитных характеристик конкретного актива. Вместе с тем, приобретая кредитный риск с помощью деривативов, банки могут диверсифицировать собственный кредитный портфель. Кроме того, путем добавления в портфель кредитного риска, имеющего низкую корреляцию с общим портфельным риском, банки могут повысить общий уровень доходности своего портфеля. На текущий момент наибольших успехов в этой области достигли крупнейшие инвестиционные банки, например *J.P. Morgan, Deutsche Bank*.

Будучи одним из старейших участников рынка, *J. Morgan* эффективно использовал кредитные деривативы для реконструирования своего кредитного портфеля. В декабре 1997 г. руководство банка официально объявило о намерении к концу 2000 г. на 50 сократить объем капитала, используемого для формирования кредитного портфеля. Это объяснялось тем, что значительная часть капитала была задействована в малодоходных для банка сферах и приносила доход на собственный капитал в размере 5%. Это, естественно, не отвечало целям акционеров банка, видевших приемлемый уровень доходности на собственный капитал на уровне 15–20%. Решив не прибегать к уменьшению кредитования, банк считал необходимым сменить подход к формированию кредитного портфеля и ведению кредитного бизнеса. Это выразилось в переходе от практики выдачи и удержания кредитов до момента погашения к модели, основанной на андеррайтинге, последующем дроблении и реформировании портфеля и его распределении между другими участниками рынка. Благодаря использованию кредитных деривативов поставленная цель была достигнута с 18-месячным опережением: на конец 2-го квартала 1999 г. из 123 млрд долл. условной основной суммы по сделкам с кредитными деривативами около 40 млрд долл. приходилось на сделки, заключенные банком в качестве конечного пользователя.

Для сравнительно небольших по размерам синдицированных займов кредитные деривативы для участников рынка являются способом приобретения кредитного риска с более выгодным спрэдом, чем это доступно на наличном рынке. Для многих участников рынка использование данных производных инструментов позволяет проводить операции с ранее недоступными классами активов (синтетическими кредитами), а также открывает возможности для применения финансового рычага по кредитным или облигационным позициям. Пользователь может определить для себя приемлемый уровень рычага по кредитным инвестициям. Привлекательность соотношения между рисками вне баланса и на балансе будет зависеть от самого пользователя: чем больше валюта баланса, тем более привлекателен забалансовый альтернативный вариант.

Так, банковские кредиты традиционно не были привлекательным активом для хеджевых фондов и других небанковских институциональных инвесторов по двум причинам: из-за административного бремени принятия и обслуживания данных кредитов и отсутствия рынка «репо» по данным активам. Без возможности финансовых инвестиций в банковские кредиты на обеспеченной основе через рынок «репо» доходность на капитал, предлагаемая банковскими кредитами, не была особо привлекательной для учреждений, не занимающихся необеспеченным финансированием. Однако, принимая на себя риск по банковским кредитам посредством свопа на совокупный доход и получая по свопу чистые поступления от кредита,

хеджевый фонд может синтетически произвести финансирование позиции. Одновременно он уходит от административных издержек, связанных с прямым владением актива, который по условиям свопа находится у контрагента. Однако наибольший интерес у портфельных менеджеров кредитные деривативы вызывают, пожалуй, в связи с возможностью построения уникальных синтетических активов, не доступных участникам рынка иным способом (например, в результате принятия или продажи кредитного риска по выбранным 10 годам из 30-летнего срока обращения конкретной облигации). При этом инвесторы избегают принимать на себя процентный риск, связанный с непосредственным владением долгами заемщика.

Таким образом, кредитные деривативы в силу своей природной гибкости и особенностей обращения предоставляют портфельным менеджерам уникальные возможности для построения эффективных банковских портфелей. Они позволяют банкам занимать синтетические позиции, сокращая тем самым транзакционные издержки, снижая риск концентрации, диверсифицируя банковский портфель и повышая общий уровень доходности. Кроме того, они дают возможность совершать не доступные ранее операции, среди которых стоит отметить непокрытую продажу кредитов и построение исключительно гибких синтетических активов.

При проведении диверсификации своего портфеля путем продажи неблагоприятных кредитов банк нередко сталкивается с двумя противоречивыми целями: избавиться от излишнего кредитного риска, но сохранить плодотворные отношения с заемщиками. Использование кредитных деривативов призвано разрешить данную проблему и построить эффективные банковские портфели для клиентских отношений. Кредитные деривативы являют собой способ передачи кредитного риска без передачи самого актива, поэтому их применение позволит банкам достичь одновременно двух целей.

Во-первых, продав кредитный риск, банки смогут разгрузить свой кредитный портфель для приведения его в соответствие внутренним нормативам и осуществления более эффективной кредитной политики. Использование кредитных деривативов позволит банкам очистить свой баланс от неблагоприятных кредитов посредством их выведения на специальные забалансовые счета. Прибегая к помощи данных инструментов, банк с позиции бухгалтерского учета и риск-менеджмента может считать застрахованный таким образом актив гарантированным, не информируя корпоративного клиента о списании кредита со своего баланса.

Во-вторых, признание актива гарантированным открывает банкам дорогу к предоставлению новых кредитов, в то же время они оставляют за собой право владения активом и могут сохранить благоприятные и плодотворные отношения с прежними клиентами-должниками. Это крайне выгодно банкам, делающим особый акцент на сохранение и развитие клиентской базы и стремящимся поддерживать и расширять открытые кредитные линии. Кроме того, у банков появится возможность предложить своим клиентам новый вид услуг, обеспечив им доступ к рискам по кредитам из банковского портфеля и соответствующим уровням доходности.

Практика страхования от риска банкротства основных клиентов с помощью кредитных деривативов весьма схожа с политикой банков, направленной на расчистку своего баланса от излишних кредитов и снижение кредитного риска в расчете на конкретного заемщика.

Следует также выявить отличия самострахования с помощью кредитных деривативов от простого страхования кредитов.

1. Указанные способы страхования риска несут в себе разную документарную основу. Еще до того как *ISDA* в 1997 г. представила первый выпуск стандартизированной документации по кредитным деривативам, все участники этого рынка в качестве основы при заключении сделок использовали генеральное соглашение *ISDA (ISDA Master Agreement)*. А наи-

более активные участники рынка процентных свопов смогли быстро и легко приспособить уже существующие стандартные соглашения под схожие по характеристикам новые инструменты. Что касается обычного страхования, то оно, как правило, оформляется соответствующим страховым договором между страховщиком и клиентом.

2. Кредитные деривативы в подавляющем большинстве случаев являются расчетными инструментами. При достижении определенного уровня цены или при наступлении определенного события продавец данного инструмента выплачивает покупателю определенную денежную сумму. Следовательно, в большинстве случаев продавец не должен вступать в какие-либо отношения и заключать сделки со стороной, объявившей дефолт.

В случае с простым страхованием наблюдается противоположная картина. Если страховая компания предоставляет страховую защиту по кредиту, то она, несомненно, намерена принять активное участие в процессе реструктуризации задолженности или в процедуре банкротства, дабы обеспечить возврат как можно большей части основной суммы долга. Отсюда вытекает еще одно отличие и одновременно преимущество кредитных деривативов.

3. Данное преимущество заключается в том, что кредитные деривативы, в отличие от обычных схем страхования не оказывают существенного влияния на характер отношений банка с клиентурой. Банк, выдавший кредит, сталкивается с непростым риском. При неблагоприятном развитии событий он будет вести переговоры о сроках и размерах выплаты задолженности по кредиту с относительно слабым в финансовом отношении заемщиком, с которым банк тем не менее хочет развивать взаимовыгодные долгосрочные отношения. Польза для деловой репутации банка, договорившегося с клиентом об обоюдно приемлемой схеме реструктуризации задолженности, должна с лихвой покрыть краткосрочные убытки.

Страховая компания, не проявляющая особого интереса к долгосрочным отношениям банка с его заемщиком, напротив, будет настаивать на более жестких условиях погашения долгов и может довести дело до процедуры ликвидации предприятия. Логика страховой компании весьма проста: она заинтересована быстрее вернуть себе выплаченные по договору страхования деньги, нежели пойти на согласование выгодных для банка условий реструктуризации.

4. Кредитные деривативы в отличие от простого страхования кредитов предполагают не прямое, а опосредованное хеджирование риска. В данном случае это означает, что указанное в контракте предприятие не обязано быть стороной по контракту и вообще знать о самом факте страхования кредитного риска, а банкам не нужно уведомлять заемщика о продаже предоставленного ему кредита на вторичном рынке (если банк выступает продавцом) или о принятии на себя полного объема кредитного риска (если банк выступает покупателем) от продающего кредит банка. Такого рода конфиденциальность позволяет банкам и корпорациям эффективно и взвешенно управлять кредитным риском, не смешивая клиентские отношения с риск-менеджментом. Заметим, что простое страхование кредитов требует непосредственного участия заемщика.

5. Кредитные деривативы по сравнению с обычным страхованием обладают преимуществом во времени. В зависимости от того, насколько структурирована вся документация, кредитные деривативы могут обеспечить коммерческому банку выплаты уже спустя неделю после приостановки платежей со стороны заемщика. Практически сразу получив деньги, банк предпочтет занять более лояльную позицию по отношению к своему клиенту, чем втягиваться в процесс выставления требований страховой компанией, последующих переговоров о финансовой несостоятельности заемщика, предваряющих получение полагающихся ему по праву средств.

Иное документальное оформление, расчетный и опосредованный механизм страхования риска, принципиально иной состав сторон при заключении контракта позволяют отде-

лить кредитные деривативы от инструментов страхового рынка и считать их составной частью иного рынка.

От кредитного рынка кредитные деривативы отделяют производный характер и принципиально иное функциональное предназначение, поэтому правомерно внести их в состав инструментов мирового рынка деривативов. Кроме того, как и все производные финансовые инструменты, кредитные деривативы обладают рядом преимуществ по сравнению с базовым активом, предоставляя участникам рынка более широкие возможности в вопросе передачи кредитного риска, нежели наличный рынок.

Инвестор может застраховать себя от риска дефолта на любой желаемый период в течение всего срока обращения базового актива. Иными словами, он может купить кредитные деривативы, покрывающие лишь интересующий его участок кривой доходности. В свою очередь продавец кредитных деривативов получает возможность занять синтетическую позицию по активу с не существующим на наличном рынке сроком обращения.

С начала 2000 г. в России организовано несколько площадок по торговле фьючерсами на акции российских предприятий, оживает внебиржевой рынок срочных контрактов, разморожена часть проектов с участием иностранных партнеров. Ведущая российская биржевая площадка ММВБ совместно с австрийской биржей развивает проект по развитию инфраструктуры срочного рынка на российские активы с одновременным и равноправным доступом российских и австрийских инвесторов.

В свете этих тенденций весьма возможно появление проектов, направленных на развитие в России рынка кредитных деривативов. Интерес, проявляемый к данным инструментам со стороны российских банков и инвестиционных компаний, пока еще невелик, но уже вполне очевиден. Это подтвердил прошедший в Москве в марте 2000 г. рабочий семинар, посвященный будущему кредитных деривативов на российском рынке, организованный *Price Waterhouse Coopers*, одной из ведущих международных аудиторских фирм.

Реализация подобных проектов посредством применения прогрессивных коммуникационных технологий и оказания финансовой поддержки со стороны заинтересованных участников рынка, сопровождаемая разработкой необходимой законодательной базы, позволит говорить о становлении полноценного российского РКД. В этом направлении объективно имеется значительный потенциал роста. Рассмотрим перспективы использования кредитных деривативов в российской практике и основные точки роста российского РКД. Потребности участников российского финансового рынка в новых способах снижения кредитного риска на данный момент остаются неудовлетворенными в силу отсутствия необходимой рыночной инфраструктуры и законодательной базы. В России кредитные деривативы не получили широкого распространения из-за нерыночных ограничений: жесткого валютного контроля, недостаточного разнообразия ликвидных финансовых инструментов, негибкой налоговой системы, отсутствия достаточного количества кредитоспособных участников финансового рынка. На отечественном рынке минимизация кредитных рисков традиционно осуществляется с помощью банковских гарантий и синдицированных кредитов. В схемах привлечения иностранных инвестиций на рынки высокодоходных государственных ценных бумаг использовались привязанные к кредитным рискам ноты. Однако сделки с кредитными деривативами пока не являются субъектом специализированного российского законодательства. Более того, с юридической точки зрения они рассматриваются как сделки «пари». Еще одним препятствием при использовании этих финансовых инструментов является отсутствие унифицированной документации для оформления подобных операций. Немалые трудности возникают при их налогообложении и учете.

Все более привлекательными в такой ситуации становятся опционы на кредитные дефолты и свопы с полной компенсацией, имеющие много способов применения для решения различных проблем. Кредитные деривативы позволяют увеличить ликвидность путем

обналичивания финансовых инструментов и путем обеспечения способности открывать короткие позиции на рынке. В настоящее время ежемесячно совершается больше сделок с дефолтными свопами, чем с традиционными (на активы), что свидетельствует о растущей зрелости рынка. Возрастает интерес и к структурированным нотам, привязанным к кредитной базе, и к новейшим производным инструментам (опционам на кредитные спрэды или другие структурированные деривативы, привязанные к корзинам финансовых активов). Дефолтные свопы стали относительно простым рыночным производным продуктом (так называемыми *plain vanilla*), и некоторые банки используют их для хеджирования более сложных структурированных кредитных сделок. Однако с точки зрения ликвидности дефолтные свопы остаются наиболее популярными.

Используемые в российской действительности способы минимизации и распределения кредитного риска имеют некоторые черты кредитных деривативов. Стандартный договор кредитного свопа (применяемый на развитых финансовых рынках) в отечественной практике может быть нецелесообразным, потому что иногда может вызвать негативные налоговые последствия и не приведет к желаемому результату, например в связи с тем, что в России выплаты по кредитному дефолтному свопу будут облагаться налогом на добавленную стоимость. При этом налогообложение будет асимметрично: несомненно, премия будет облагаться налогом, а выплата другой стороне в случае дефолта не будет выведена из-под налогообложения прибыли. В соответствии с банковским регулированием коммерческий банк, принимающий на себя риск заемщика, должен отразить его при расчете банковских нормативов, а в случае неудачи банк, передающий риск, не сможет заменить риск заемщика риском контрагента по свопу. В случае заключения свопа с иностранным юридическим лицом в соответствии с нормами валютного контроля будет очень сложно определить природу выплат по свопу. Поэтому передача кредитного риска в России совершается с помощью других сделок (опционов на продажу ценных бумаг по номиналу, сделок «репо» и др.).

На первом этапе наибольшее распространение получают дефолтные свопы и свопы на совокупный доход. Именно эти инструменты отличаются простой и понятной структурой, позволяя эффективно управлять кредитными рисками. По ним накоплен достаточно обширный мировой опыт, к тому же по дефолтным свопам уже выработан пакет стандартной документации, что заметно облегчает их использование в российской практике.

Многие российские банки желают списать с баланса неблагоприятные кредиты, не прибегая в то же время к их прямой продаже и не ухудшая отношений с заемщиком. Это позволит им кардинальным образом менять структуру кредитных портфелей, снижая риск региональной или отраслевой концентрации. Выступая в качестве продавцов кредитной защиты, российские банки смогут эффективно диверсифицировать свои кредитные портфели, не загружая баланс излишней дебиторской задолженностью и не боясь нарушить установленные ЦБ нормативы банковской деятельности.

Первоначально на российском РКД, на взгляд А.В. Кавкина, который совпадает и с нашим мнением, будут обращаться инструменты, выписанные на риски по первоклассным кредитам. Это объясняется тем, что именно по таким кредитам легче всего найти полный пакет необходимой информации, что существенно облегчает процесс оценки кредитного риска. К тому же отрабатывать непосредственно технологию страхования кредитных рисков с помощью деривативов лучше и безопасней всего на наиболее ликвидных активах.

Кроме того, необходимо учесть возможное несоответствие интересов потенциальных покупателей и продавцов кредитной защиты – в этом отношении кредиты с высокими характеристиками могут сыграть роль обоюдно привлекательного актива.

С точки зрения технологии эффективное функционирование российского РКД можно обеспечить на базе уже существующих внебиржевых торговых платформ. Это представляется наиболее быстрым и наименее дорогостоящим способом создания центра торговли

новыми инструментами. Использование биржевых площадок также возможно, однако не является самым выгодным вариантом в силу высокой степени индивидуализации кредитных деривативов по сравнению с другими инструментами финансового рынка.

Реализация подобного проекта возможна путем создания на базе уже функционирующей площадки специального терминала, где потенциальные участники РКД могли бы обозначать имеющиеся интересы и помещать индикативные котировки. Посильную помощь мог бы оказать имеющийся западный опыт организации торговли кредитными деривативами через Всемирную компьютерную сеть *Internet* (открытие торговых платформ на специально созданных сайтах – *Credit Trade, Creditex, EnronCredit* и др.).

Становлению полноценной рыночной инфраструктуры также будет способствовать организация специальных брокерских фирм, оказывающих различного рода информационные услуги фирмам и банкам – участникам РКД.

В процессе адаптации одного из наиболее простых и часто используемых кредитных деривативов – кредитного дефолтного свопа к российским условиям с помощью изменений юридической формы контракта этот инструмент утрачивает некоторые качества исходного дериватива и превращается в производную ценную бумагу с другими характеристиками. Возможно, по мере актуализации ч. 2 Налогового кодекса РФ использование кредитного свопа будет эффективным и с налоговой точки зрения.

При расчете нормативов кредитный риск по активам будет рассматриваться независимо от владения активом и метода его учета (на балансе или вне его). В этом случае использование кредитных деривативов коммерческими банками будет экономически эффективно.

Производить управление процентным риском в Российской Федерации на долгосрочную перспективу с помощью производных финансовых инструментов в настоящее время затруднительно. Это объясняется прежде всего нестабильностью финансового рынка, отсутствием в обращении долгосрочных государственных ценных бумаг, доходность которых могла бы служить ориентиром для определения процентных ставок, сложностью заимствований для российских банков на международных финансовых рынках (по ставке *LIBOR*).

Несмотря на то что в настоящее время имеется возможность продавать ценные бумаги на зарубежных рынках, доходность таких бумаг для западных инвесторов должна быть около 17% годовых в валюте. С учетом указанных трудностей для управления процентным риском в России наиболее реальным способом хеджирования в настоящее время остается использование опционных контрактов. Основной трудностью при таком хеджировании является то, что максимальный срок, на который можно заключить опционный контракт, не должен превышать 6 месяцев.

Это связано с тем, что в России пока не развит рынок долгосрочных депозитов, поэтому банк вынужден будет многократно заключать опционные контракты в течение срока действия долгосрочного кредита.

Заключение

Для России на современном этапе развития экономики характерен высокий уровень неопределенности при осуществлении коммерческой и инвестиционной деятельности по сравнению с развитыми странами, который вызван следующими причинами:

1) высокими процентными ставками по инвестиционным кредитам, устойчивыми инфляционными ожиданиями, постоянными колебаниями ставки рефинансирования, дефицитом рублевых средств, слабой ресурсной базой и низкой капитализацией организаций, малочисленностью первоклассных заемщиков, плохим качеством предлагаемых инвестиционных проектов;

2) слабым развитием инфраструктуры, обеспечивающей плодотворный симбиоз венчурного капитала с малым и средним инновационным бизнесом;

3) отсутствием российских источников венчурного капитала;

4) низкой ликвидностью рискованных капиталовложений, отсутствием необходимого для этого рыночного механизма (специального фондового рынка);

5) слабыми экономическими стимулами для привлечения венчурного капитала к реализации наукоемких проектов;

6) низким престижем предпринимательской деятельности в сфере малого наукоемкого бизнеса;

7) слабой информационной поддержкой венчурного бизнеса в России;

8) недостатком квалифицированных менеджеров инновационных проектов, в том числе осуществляемых с привлечением венчурного капитала;

9) проблемами с регистрацией венчурных фондов.

Необходимо помнить, что проявление сущности риска инвестиционной деятельности связано не только с ожидаемыми отрицательными результатами (убытками, издержками, дополнительными затратами), но и с повышенными положительными результатами, особенно с высокой прибылью как мощным стимулом осуществления рискованной инвестиционной деятельности, формирующей готовность предпринимателя к обоснованному риску.

Рискам коммерческой и инвестиционной деятельности присущи не только такие главные черты, как случайность одной из возможностей; вероятность распределения отрицательных, нейтральных и положительных результатов; нежелательность ожидаемых убытков; объективность из-за действия сил природы и общества по закону больших чисел, но и субъективность выбора человеком оцененных возможных альтернатив; недостаток определенной информации, приводящий к погрешностям в оценке степени вероятности в количестве альтернативных исходов; невозможность длительного избегания ожидаемых опасностей; необратимость последствий действий; возрастающий масштаб по мере социально-экономического прогресса из-за накопления регрессного потенциала; многовариантность и альтернативность ожидаемых убытков или доходов; противоречивость негативных и позитивных последствий действия.

Система управления инвестиционной деятельностью в условиях неопределенности на современном этапе воспринимается как необходимое условие стабильности работы в инвестиционной сфере, так как она оказывает управленческое воздействие не только на сами риски, но и формирует критерии модификации потенциала организации для целей повышения эффективности инвестиционной деятельности в целом и отдельных операций на основе предварительного анализа рисков. При этом потенциал субъекта инвестиционной деятельности должен восприниматься не как статическая данность, а как модифицируемый в соответствии с внешними изменениями. Происходит интеграция управления инвестиционной

деятельностью в условиях неопределенности в таких сферах, как стратегический менеджмент, оперативный менеджмент, финансовый менеджмент, логистика.

Создание службы риск-менеджмента желательно проводить в таком составе: информационно-аналитический отдел, включающий в себя подраздел оценки риска, подраздел перспективного развития; отдел планирования и управления рисками с подразделениями превентивных мероприятий, самострахования, страхования; отдел контроля и мониторинга с подразделениями контроля и мониторинга интегрального и остаточного рисков организации.

Среди основных изменений, которые необходимо проводить в организации, можно отметить следующие:

- 1) создание механизмов внутреннего управления риском;
- 2) разработка сложных систем управления риском, включающих информационные потоки и линии отчетности, начиная от правления и заканчивая подразделениями предприятия;
- 3) слияние внутреннего аудита и риск-менеджмента;
- 4) попытка повысить осознание риска через корпоративную культуру;
- 5) попытка переориентировать отделы риск-менеджмента в направлении внутренних служб консалтинга;
- 6) возросшая представленность лиц, ответственных за управление риском, непосредственно в правлении: в некоторых компаниях появилась должность риск-директора;
- 7) попытка интегрировать процедуры оценки и контроля риска в корпоративные финансы, коммерческие стратегии и операции.

Увеличивается как давление, направленное на предотвращение потерь, так и давление, имеющее целью исправить существующую ситуацию – улучшить корпоративные показатели и повысить стоимость компании. Можно утверждать, что понятие «неопределенность» стало неотъемлемой частью мировоззрения старших руководителей во всем мире. Если эти утверждения кажутся абстрактными, возьмем в качестве примера управление риском репутации. Утрата репутации стала страхом, преследующим членов правления компаний.

Защита брэндов – сохранение доли на рынке и приверженности клиентов, а также обеспечение социально ответственного поведения – представляет сейчас значительный интерес.

С этой точки зрения институционализация риск-менеджмента обусловлена не столько глобализацией, регулированием, стоимостью компании или новыми технологиями, ни даже темпами изменений (хотя все они, несомненно, важны), сколько сменой ответственности, ценностей и ожиданий менеджеров. Меняющиеся риск-установки и увеличенное давление в процессе принятия решений повышают потребность менеджеров в новых гарантиях относительно связанного с их решениями потенциала повышения или понижения. Таким образом, риск-менеджмент выступает в качестве развивающейся системы гарантий и контроля и способен привести компании к благоприятным бизнес-исходам. Институционализация риск-менеджмента фактически является ответом на последние тенденции.

Риск-менеджмент на современном этапе развития организаций представляет собой деятельность в рамках организации в целом. Осознание этого является очень важным фактором для построения корректной системы риск-менеджмента: риск-менеджмент должен восприниматься не только как деятельность, по управлению рисками, но и как активное управление операциями и организацией, его продуцирующими. Задача генерации параметров, внутрифирменной архитектуры субъекта инвестиционной деятельности также является задачей риск-менеджмента.

С этой точки зрения решение риск-менеджмента может быть только гарантированным результатом, т.е. будет не одно конкретное решение, а целая совокупность альтернатив, сжатая до некоего подмножества по принципу Паретто. Иначе говоря, результатом принятого решения будет генерирование некоего подмножества эффективных стратегий, так как невоз-

можно получить окончательный критерий отбора одного оптимального решения, но можно выбрать группу наиболее перспективных решений, отделив тем самым неконкурентоспособные решения. А вот задача конкретного выбора пути развития из предложенных решений – это уже задача стратегического менеджмента, т.е. риск-менеджмент представляет стратегическому менеджменту на рассмотрение некое множество конкурентоспособных программ действия, представленное совокупностью решений с наибольшей областью пересечений нечеткой цели, выраженной нечетким множеством, и предложенного решения.

Приложения

Приложение 1

Таблица 1. Ставка рефинансирования Центрального Банка России в период с 1 января 1992 года по апрель 2007 года

Период действия	%
29 января 2007 г. — 31 апреля 2007 г.	10,5
23 октября 2006 г. — 28 января 2007 г.	11
26 июня 2006 г. — 22 октября 2006 г.	11,5
26 декабря 2005 г. — 25 июня 2006 г.	12
15 июня 2004 г. — 25 декабря 2006 г.	13
15 января 2004 г. — 14 июня 2004 г.	14
21 июня 2003 г. — 14 января 2004 г.	16
17 февраля 2003 г. — 20 июня 2003 г.	18
7 августа 2002 г. — 16 февраля 2003 г.	21
9 апреля 2002 г. — 6 августа 2002 г.	23
4 ноября 2000 г. — 8 апреля 2002 г.	25
10 июля 2000 г. — 3 ноября 2000 г.	28
21 марта 2000 г. — 9 июля 2000 г.	33
7 марта 2000 г. — 20 марта 2000 г.	38
24 января 2000 г. — 6 марта 2000 г.	45
10 июня 1999 г. — 23 января 2000 г.	55
24 июля 1998 г. — 9 июня 1999 г.	60
29 июня 1998 г. — 23 июля 1998 г.	80
5 июня 1998 г. — 28 июня 1998 г.	60
27 мая 1998 г. — 4 июня 1998 г.	150
19 мая 1998 г. — 26 мая 1998 г.	50
16 марта 1998 г. — 18 мая 1998 г.	30
2 марта 1998 г. — 15 марта 1998 г.	36
17 февраля 1998 г. — 1 марта 1998 г.	39
2 февраля 1998 г. — 16 февраля 1998 г.	42
11 ноября 1997 г. — 1 февраля 1998 г.	28
6 октября 1997 г. — 10 ноября 1997 г.	21
16 июня 1997 г. — 5 октября 1997 г.	24
28 апреля 1997 г. — 15 июня 1997 г.	36

Окончание табл. 1

Период действия	%
10 февраля 1997 г. — 27 апреля 1997 г.	42
2 декабря 1996 г. — 9 февраля 1997 г.	48
21 октября 1996 г. — 1 декабря 1996 г.	60
19 августа 1996 г. — 20 октября 1996 г.	80
24 июля 1996 г. — 18 августа 1996 г.	110
10 февраля 1996 г. — 23 июля 1996 г.	120
1 декабря 1995 г. — 9 февраля 1996 г.	160
24 октября 1995 г. — 30 ноября 1995 г.	170
19 июня 1995 г. — 23 октября 1995 г.	180
16 мая 1995 г. — 18 июня 1995 г.	195
6 января 1995 г. — 15 мая 1995 г.	200
17 ноября 1994 г. — 5 января 1995 г.	180
12 октября 1994 г. — 16 ноября 1994 г.	170
23 августа 1994 г. — 11 октября 1994 г.	130
1 августа 1994 г. — 22 августа 1994 г.	150
30 июня 1994 г. — 31 июля 1994 г.	155
22 июня 1994 г. — 29 июня 1994 г.	170
2 июня 1994 г. — 21 июня 1994 г.	185
17 мая 1994 г. — 1 июня 1994 г.	200
29 апреля 1994 г. — 16 мая 1994 г.	205
15 октября 1993 г. — 28 апреля 1994 г.	210
23 сентября 1993 г. — 14 октября 1993 г.	180
15 июля 1993 г. — 22 сентября 1993 г.	170
9 июня 1993 г. — 14 июля 1993 г.	140
22 июня 1993 г. — 28 июня 1993 г.	120
2 июня 1993 г. — 21 июня 1993 г.	110
30 марта 1993 г. — 1 июня 1993 г.	100
23 мая 1992 г. — 29 марта 1993 г.	80
10 апреля 1992 г. — 22 мая 1992 г.	50
1 января 1992 г. — 9 апреля 1992 г.	20

Приложение 2.

Таблица 2. Инвестиции в основной капитал в отрасли, производящие товары и оказывающие рыночные и нерыночные услуги⁴⁴(в фактически действовавших ценах; миллионов рублей; до 1998 г. – млрд руб.)

Годы	Инвестиции в основной капитал – всего	в том числе в отрасли		В процентах от общего объема инвестиций — инвестиций в отрасли	
		производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги	производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги
1918–1928	5,5	1,2	4,3	21,8	78,2
1929–1932	11,9	6,5	5,4	54,6	45,4
1933–1937	27,2	13,1	14,1	48,2	51,8
1938–I полугодие 1941	28,0	12,8	15,2	45,7	54,3
II полугодие 1941–1945	29,3	16,0	13,3	54,6	45,4
1946–1950	57,9	30,4	27,5	52,5	47,5
1951–1955	115,2	66,3	48,9	57,6	42,4

Продолжение табл. 2

⁴⁴ Российский статистический ежегодник. М., 2004. С. 610.

Годы	Инвестиции в основной капитал – всего	в том числе в отрасли		В процентах от общего объема инвестиций — инвестиций в отрасли	
		производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги	производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги
1956–1960	211,2	108,3	102,9	51,3	48,7
в том числе 1960	51,2	25,5	25,7	49,8	50,2
1961–1965	290,8	152,2	138,6	52,3	47,7
в том числе 1965	65,8	35,3	30,5	53,6	46,4
1966–1970	407,1	218,4	188,7	53,6	46,4
в том числе 1970	94,9	51,8	43,1	54,6	45,4
1971–1975	587,9	335,7	252,2	57,1	42,9
в том числе 1975	136,4	78,7	57,7	57,7	42,3
1976–1980	769,9	443,5	326,4	57,6	42,4
в том числе 1980	163,1	93,5	69,6	57,3	42,7
1981–1985	906,7	508,4	398,3	56,1	43,9

Окончание табл. 2

Годы	Инвестиции в основной капитал – всего	в том числе в отрасли		В процентах от общего объема инвестиций — инвестиций в отрасли	
		производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги	производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги
в том числе 1985	192,0	107,4	84,6	55,9	44,1
1986–1990	1168,9	690,3	478,6	59,1	40,9
в том числе 1990	249,1	141,0	108,1	56,6	43,4
1991	210,5	120,1	90,4	57,1	42,9
1992	2670,2	1468,0	1202,2	55,0	45,0
1993	27125	12865	14260	47,4	52,6
1994	108810	44369	64441	40,8	59,2
1995	266974	110598	156376	41,4	58,6

Приложение 3

Таблица 3. Индексы физического объема инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах; в процентах к предыдущему году)

Показатели Годы	Инвестиции в основной капитал	Из них в отрасли:	
		производящие товары	оказывающие рыночные и нерыночные услуги
1970	112,1	111,5	112,9
1975	110,2	110,4	109,8
1980	102,9	103,3	102,3
1985	103,4	105,7	100,7
1990	100,1	95,1	107,3
1995	89,9	83,0	92,8
1996	81,9	82,2	83,9
1997	95,0	96,6	92,6
1998	88,0	82,1	92,4
1999	105,3	109,1	102,7
2000	117,4	116,8	117,8
2001	110,0	114,2	106,6
2002	102,8	102,0	103,5
2003	111,1	113,7	108,6

Приложение 4

Таблица 4. Объем инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов, по видам

Виды инвестиций	2000		2003		2004		2005	
	Млн долл. США	В % к итогу	Млн долл. США	В % к итогу	Млн долл. США	В % к итогу	Млн долл. США	В % к итогу
Всего инвестиций	10958	100	29699	100	40509	100	53651	100
в том числе:								
прямые инвестиции	4429	40,4	6781	22,8	9420	23,3	13072	24,4
из них:								
взносы в капитал	1060	9,7	2243	7,5	7307	18,0	10360	19,3
кредиты, полученные от зарубежных совладельцев организаций	2738	25,0	2106	7,1	1695	4,2	2165	4,0
прочие прямые инвестиции	631	5,7	2432	8,2	418	1,1	547	1,1
портфельные инвестиции	145	1,3	401	1,4	333	0,8	453	0,8
из них:								
акции и паи	72	0,7	369	1,3	302	0,7	328	0,6
долговые ценные бумаги организаций	72	0,6	32	0,1	31	0,1	125	0,2
из них векселя	1	0,0	32	0,1	31	0,1	121	0,2

Окончание табл. 4

Виды инвестиций	2000		2003		2004		2005	
	Млн долл. США	В % к итогу	Млн долл. США	В % к итогу	Млн долл. США	В % к итогу	Млн долл. США	В % к итогу
прочие инвестиции	6384	58,3	22517	75,8	30756	75,9	40126	74,8
из них:								
торговые кредиты	1544	14,1	2973	10,0	3848	9,5	6025	11,2
прочие кредиты	4735	43,2	19220	64,7	26416	65,2	33745	62,9
в том числе на срок:								
до 180 дней	2042	18,6	3991	13,4	3790	9,3	2656	4,9
свыше 180 дней	2693	24,6	15229	51,3	22626	55,9	31089	58,0
прочее	105	1,0	324	1,1	492	1,2	356	0,7

Приложение 5

Таблица 5. Инвестирование в основной капитал из собственных средств

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
					федеральный бюджет	бюджеты субъектов РФ	
Российская Федерация	45,4	54,6	7,9	17,9	5,3	11,6	2485439
Центральный федеральный округ	36,3	63,7	11,0	24,4	4,2	19,7	102886
Белгородская область	43,1	56,9	12,3	14,1	1,2	11,5	25382
Брянская область	52,0	48,0	7,4	19,7	8,0	10,7	5732
Владимирская область	56,1	43,9	11,2	12,0	7,0	3,3	1404
Воронежская область	43,4	56,6	10,7	13,3	8,5	4,2	3777
Ивановская область	54,2	45,8	13,1	10,3	4,5	5,2	511
Калужская область	45,1	54,9	4,8	23,0	14,2	5,0	2772
Костромская область	32,0	68,0	30,9	6,6	3,5	2,8	504
Курская область	33,8	66,2	14,2	10,6	3,2	6,7	9375
Липецкая область	64,3	35,7	10,6	10,7	1,5	5,1	74111
Московская область	35,5	64,5	17,9	9,4	5,1	3,5	49969
Орловская область	44,9	55,1	18,5	9,3	5,3	3,4	3936

Продолжение табл. 5

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
					федеральный бюджет	бюджеты субъектов РФ	
Рязанская область	52,8	47,2	4,1	18,5	7,4	10,5	2193
Смоленская область	42,4	57,6	8,6	5,9	2,8	3,0	1075
Тамбовская область	40,1	59,9	15,5	16,8	9,4	6,2	704
Тверская область	18,5	81,5	2,2	4,6	3,1	1,3	1570
Тульская область	63,2	36,8	4,3	14,2	8,7	4,9	5823
Ярославская область	42,1	57,9	8,6	9,3	3,1	5,5	5831
г. Москва	31,5	68,5	9,0	38,2	3,6	34,6	826217
Северо-Западный федеральный округ	48,0	52,0	10,1	13,9	8,0	5,0	188798
Республика Карелия	33,2	66,8	30,8	13,3	5,7	6,1	1755
Республика Коми	44,9	55,1	5,5	5,5	1,4	3,6	17109
Архангельская область	47,0	53,0	6,2	5,7	3,2	1,9	7986
в том числе Ненецкий автономный округ	39,7	60,3	6,1	2,1	1,2	1,0	6276
Вологодская область	47,8	52,2	10,5	5,6	3,3	1,4	60737
Калининградская область	39,0	61,0	17,8	11,7	8,7	2,6	5741
Ленинградская область	52,6	47,4	9,0	9,6	7,6	1,9	18332

Продолжение табл. 5

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
					федеральный бюджет	бюджеты субъектов РФ	
Мурманская область	63,8	36,2	1,4	16,7	7,1	4,0	16630
Новгородская область	64,5	35,5	1,6	6,1	4,2	1,7	4070
Псковская область	41,2	58,8	2,9	37,3	30,5	5,8	788
Санкт-Петербург	47,0	53,0	11,6	24,5	13,3	10,4	55650
Южный федеральный округ	44,7	55,3	8,6	18,7	10,9	13,1	53443
Республика Адыгея	28,7	71,3	17,2	32,1	27,5	4,5	-135
Республика Дагестан	26,9	73,1	0,3	36,4	18,9	16,4	1143
Республика Ингушетия	0,7	99,3	0,0	86,6	60,4	26,1	-301
Кабардино-Балкарская Республика	11,8	88,2	0,4	34,6	21,8	12,7	-910
Республика Калмыкия	22,6	77,4	0,5	45,3	31,4	13,9	1
Карачаево-Черкесская Республика	20,4	79,6	18,1	43,6	24,7	18,7	-328
Республика Северная Осетия — Алания	19,1	80,9	12,5	35,6	24,2	5,3	-1681
Чеченская Республика	10,9	89,1	0,0	73,8	56,9	16,9	
Краснодарский край	51,9	48,1	8,7	13,7	6,8	6,2	27533

Продолжение табл. 5

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
федеральный бюджет	бюджеты субъектов РФ						
Ставропольский край	51,0	49,0	10,2	12,9	6,4	5,7	8220
Астраханская область	53,7	46,3	9,4	8,9	5,3	2,7	3004
Волгоградская область	46,8	53,2	7,0	7,1	3,3	3,2	11084
Ростовская область	43,9	56,1	12,0	19,6	10,8	8,2	5813
Приволжский федеральный округ	55,7	44,3	6,9	17,4	6,8	9,4	270669
Республика Башкортостан	57,1	42,9	4,3	21,4	3,7	16,3	39424
Республика Марий Эл	31,9	68,1	13,6	29,0	19,5	8,6	394
Республика Мордовия	38,3	61,7	11,8	31,9	8,1	23,7	2697
Республика Татарстан	48,5	51,5	8,4	26,3	13,0	12,5	86090
Удмуртская Республика	66,7	33,3	4,6	13,8	3,9	9,5	6035
Чувашская Республика	42,7	57,3	8,5	24,6	7,8	15,9	2666
Кировская область	56,3	43,7	8,2	14,3	7,1	5,4	2799
Нижегородская область	59,9	40,1	9,0	10,7	6,4	3,0	26454
Оренбургская область	60,2	39,8	2,7	6,0	1,8	3,9	19175
Пензенская область	41,2	58,8	5,1	33,7	12,5	16,2	1240
Пермская область	53,1	46,9	5,1	15,2	6,0	7,2	43580

Продолжение табл. 5

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
		федеральный бюджет			бюджеты субъектов РФ		
в том числе Коми-Пермяцкий автономный округ	16,4	83,6	0,3	81,7	71,4	8,5	-11
Самарская область	69,0	31,0	6,3	10,8	2,0	7,1	32873
Саратовская область	57,0	43,0	5,2	11,2	8,2	2,8	7348
Ульяновская область	50,6	49,4	19,7	10,6	7,3	3,0	-106
Уральский федеральный округ	49,0	51,0	4,3	13,8	1,3	10,6	593542
Курганская область	41,3	58,7	8,3	27,9	18,6	7,4	724
Свердловская область	52,7	47,3	12,5	10,1	3,0	4,5	55062
Тюменская область	46,7	53,3	1,9	13,8	0,2	11,6	480373
в том числе Ханты-Мансийский автономный округ — Югра	63,1	36,9	0,6	16,2	0,1	13,6	317208
Ямало-Ненецкий автономный округ	27,7	72,3	3,5	8,3	0,0	6,5	46717
Челябинская область	61,8	38,2	11,3	16,6	5,0	11,5	57383
Сибирский федеральный округ	57,3	42,7	7,1	14,5	5,1	8,3	251244

Продолжение табл. 5

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
					федеральный бюджет	бюджеты субъектов РФ	
Республика Алтай	11,8	88,2	0,5	76,7	54,7	21,1	136
Республика Бурятия	61,5	38,5	5,9	18,7	10,7	7,4	554
Республика Тыва	3,4	96,6	0,3	86,2	31,4	54,7	-208
Республика Хакасия	49,5	50,5	18,6	7,8	3,6	3,1	2042
Алтайский край	53,2	46,8	5,4	15,3	9,4	4,2	1162
Красноярский край	64,6	35,4	7,1	11,1	2,2	8,3	94290
в том числе: Таймырский (Долгано-Ненецкий) автономный округ	6,5	93,5	0,0	10,2	2,0	8,2	70149
Эвенкийский автономный округ	1,1	98,9	0,0	37,8	0,4	37,4	208
Иркутская область	74,3	25,7	4,9	11,8	4,3	5,7	10953
в том числе Усть-Ордынский Бурятский а/о	42,2	57,8	0,0	48,9	27,4	21,4	31
Кемеровская область	61,5	38,5	9,4	9,4	2,4	5,4	50668
Новосибирская область	59,0	41,0	4,9	18,4	9,9	8,4	8964
Омская область	49,1	50,9	6,6	23,6	2,8	19,2	67277

Окончание табл. 5

Субъекты РФ	2004 г.						Финрезультат организаций (млрд руб.)
	Собственные средства	Привлеченные средства	из них				
			кредиты банков	бюджетные средства	из них		
					федеральный бюджет	бюджеты субъектов РФ	
Томская область	49,3	50,7	4,3	7,8	2,7	4,6	14018
Читинская область	28,9	71,1	9,7	22,8	9,5	12,6	1388
в том числе Агинский Бурятский авт. округ	5,3	94,7	0,2	93,1	10,6	82,6	-15
Дальневосточный федеральный округ	28,9	71,1	4,1	15,9	5,9	9,6	106857
Республика Саха (Якутия)	58,0	42,0	3,3	21,0	2,8	18,1	27672
Приморский край	53,3	46,7	7,3	22,6	12,8	8,5	9915
Хабаровский край	46,3	53,7	4,4	24,1	5,9	17,3	9342
Амурская область	20,8	79,2	10,5	13,9	9,9	3,6	231
Камчатская область	38,6	61,4	7,9	34,3	23,8	9,1	4060
в том числе Корякский авт. округ	23,1	76,9	5,3	69,5	57,1	10,0	95
Магаданская область	25,7	74,3	15,1	30,6	28,2	2,3	2
Сахалинская область	5,8	94,2	1,1	2,4	1,1	1,3	1238
Еврейская авт. область	6,5	93,5	0,02	18,5	12,3	5,4	-195
Чукотский авт. округ	11,0	89,0	0,0	37,7	5,1	32,6	54592

Приложение 6

Таблица 6. Исходные показатели инновационно-инвестиционного климата субъектов РФ

Субъекты РФ	Доля в структуре источников инвестиционного финансирования организаций (%):				Доходы годового бюджета (млн руб. / год):			Количество заявок на регистрацию:			Население субъекта РФ (тыс. чел.)
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков	
Центральный федеральный округ											
Белгородская обл.	50,8	12,6	3,0	8,2	8367,7	479,9	614,5	87	25	109	1513
Брянская обл.	48,3	3,1	10,5	9,1	4717,2	446,4	3914	53	18	36	1361
Владимирская обл.	52,5	18,2	7,8	4,9	7581,8	604	1884,3	147	73	89	1504
Воронежская обл.	44,1	12,2	7,3	7,5	10015,2	1023,4	5365	517	117	112	2353
Ивановская обл.	44,1	10,1	21,9	6,3	3915,2	348,8	3923,1	118	35	39	1130
Калужская обл.	41,5	4,9	14,7	8,3	574,7	379,9	3539,6	159	141	116	1029
Костромская обл.	33,4	4,9	15,6	5,7	3636,3	271,7	2171	42	18	32	726
Курская обл.	37,8	40,7	6,6	4,6	5637,1	300,3	1559,3	148	49	35	1214
Липецкая обл.	62,5	10,2	2,6	3,1	12950,2	435,9	791,4	139	20	90	1201
Московская обл.	42,8	9,3	6,2	4,2	59859,8	5973,5	41,4	2232	463	1505	6622
Орловская обл.	47,1	5,9	8,4	4,0	4940,6	208,3	2003,1	173	40	51	850
Рязанская обл.	49,9	5,2	11,3	9,2	7598,1	675	1872,9	215	76	53	1208

Продолжение табл. 6

Субъекты РФ	Доля в структуре источников инвестиционного финансирования организаций (%):				Доходы годового бюджета (млн руб. / год):			Количество заявок на регистрацию:			Население субъекта РФ (тыс. чел.)
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков	
Смоленская обл.	39,0	8,6	1,8	3,0	5409,3	324,5	1520,6	71	16	78	1032
Тамбовская обл.	42,9	8,1	14,0	8,5	4091,5	380,3	3749,3	85	8	33	1159
Тверская обл.	20,7	4,8	3,8	3,0	7661,6	657	3194,1	165	82	74	1444
Тульская обл.	60,5	5,6	9,5	5,1	8590	518,7	2630,8	301	77	102	1645
Ярославская обл.	52,9	14,5	3,2	5,0	12931	560,6	1836,3	197	101	131	1351
г. Москва	29,2	4,9	8,9	34,0	263854,9	51750,8	30122,2	6869	1767	9999	10391
Северо-Западный федеральный округ											
Респ. Карелия	37,0	13,5	13,7	7,4	4622,5	670,1	2194,1	15	9	34	709
Респ. Коми	41,6	16,7	1,5	2,3	14278,3	769,1	177,5	48	8	17	1005
Архангельская обл.	30,7	14,1	3,2	3,2	11710,4	1081	4009,1	63	16	32	1318
Вологодская обл.	68,3	10,0	4,3	2,7	14099,2	702,8	484,3	126	11	34	1255
Калининградская обл.	41,2	4,8	10,5	2,3	6061,6	975	1824,8	67	28	85	950
Ленинградская обл.	48,6	16,5	7,3	1,7	14125,8	1247,2	1394,5	143	65	161	1660
Мурманская обл.	58,3	8,0	8,2	4,4	9194,1	819,1	1184,2	36	14	45	880
Новгородская обл.	43,1	9,5	2,8	2,5	3859	435,9	1366,6	40	10	45	683
Псковская обл.	45,6	0,8	9,3	8,0	3385,8	236,2	2879,5	19	21	16	748
Санкт-Петербург	51,7	5,9	12,0	9,0	58643,2	9106,8	267,6	1600	754	1939	4624

Продолжение табл. 6

Субъекты РФ	Доля в структуре источников инвестиционного финансирования организаций (%):				Доходы годового бюджета (млн руб. / год):			Количество заявок на регистрацию:			Население субъекта РФ (тыс. чел.)
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков	
Южный федеральный округ											
Респ. Адыгея	18,8	13,2	36,8	15,9	1853,2	99,3	2027,3	3	0	2	445
Респ. Дагестан	17,3	0,1	20,6	23,9	336,2	179,9	13332,2	109	19	37	2602
Респ. Ингушетия	1,2	0,0	44,2	37,4	392,8	11,6	3622,2	3	0	0	476
Кабардино-Балкарская Респ.	12,0	4,9	22,8	12,1	1458,6	34	3991,3	49	3	26	899
Респ. Калмыкия	14,2	0,7	26,0	9,3	2224	62,1	1128,5	6	1	24	291
Карачаево-Черкесская Респ.	25,7	16,2	22,9	6,0	906,1	41,7	2425,7	3	0	41	437
Респ. Северная Осетия — Алания	44,2	4,4	21,9	9,2	1750,4	99,7	4468,3	72	8	80	707
Чеченская Респ.	0,0	0,0	76,2	0,0	1120,9	6,4	7988,3	1	1	1	1121
Краснодарский край	51,4	13,2	6,7	4,9	29795,3	3630,9	9880,8	1091	147	286	5106
Ставропольский край	43,7	9,4	8,4	6,5	11900,6	828,4	6024,4	216	24	151	2726
Астраханская обл.	32,7	2,2	6,3	2,6	5966,1	418,3	1240,4	78	5	16	1001
Волгоградская обл.	55,2	11,0	3,8	4,8	14726,7	1217,7	3480	346	48	158	2673
Ростовская обл.	45,3	5,8	9,3	11,8	19160,2	1827,9	9575,6	615	124	196	4366

Продолжение табл. 6

Субъекты РФ	Доля в структуре источников инвестиционного финансирования организаций (%):				Доходы годового бюджета (млн руб. / год):			Количество заявок на регистрацию:			Население субъекта РФ (тыс. чел.)
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков	
Приволжский федеральный округ											
Респ. Башкортостан	56,9	1,2	4,0	22,1	37807,5	2751,2	9706,5	563	102	112	4092
Респ. Марий Эл	41,0	5,1	12,5	11,9	2537,2	160,3	2925,6	123	25	25	722
Респ. Мордовия	34,7	9,3	12,5	27,3	7922,3	414,5	3745,6	35	9	20	876
Респ. Татарстан	52,4	8,5	9,1	13,2	34863,4	4584,7	10055,7	600	283	210	3773
Удмуртская Респ.	61,4	6,4	6,1	16,1	11680,1	563	2043,9	170	57	112	1560
Чувашская Респ.	44,1	34,0	9,8	23,1	5492,5	739,2	4383,2	94	60	75	1305
Кировская обл.	58,2	8,2	11,2	6,2	6655,6	974,1	3802,5	113	63	159	1479
Нижегородская обл.	60,2	65,0	7,8	43,0	20649,4	1916,6	3683,7	583	224	382	3479
Оренбургская обл.	64,9	1,8	2,6	6,9	15034,3	956,2	1789,4	114	35	55	2163
Пензенская обл.	45,2	5,7	19,0	11,2	4373,1	306,8	5005,2	142	25	69	1436
Пермская обл.	56,4	6,1	4,7	6,9	24767,9	1817,9	1172,6	491	138	247	2791
Самарская обл.	63,2	3,7	4,0	8,0	28469,3	2295,9	1783	602	336	397	3218
Саратовская обл.	57,9	3,6	18,2	5,9	14949,3	726,7	5039,3	254	147	96	2644
Ульяновская обл.	65,7	2,4	9,7	5,8	5531,3	375,3	767,6	346	63	62	1364
Уральский федеральный округ											
Курганская обл.	42,4	0,6	25,2	4,1	3703,9	354,2	4011,4	92	28	22	1004
Свердловская обл.	57,4	7,9	5,3	7,3	31261,1	2733,3	2778	587	246	542	4448

Продолжение табл. 6

Субъекты РФ	Доля в структуре источников инвестиционного финансирования организаций (%):				Доходы годового бюджета (млн руб. / год):			Количество заявок на регистрацию:			Население субъекта РФ (тыс. чел.)
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков	
Тюменская обл.	43,2	2,0	0,3	11,7	151576,4	7438,5	6694,6	181	109	77	3290
Ямало-Ненецкий авт. округ	25,3	0,5	0,1	6,1	43036,8	2548,7	4181,2	21	15	8	515
Челябинская обл.	63,8	7,3	7,7	8,1	25281,6	1821,8	3496,6	425	270	238	3574
Сибирский федеральный округ											
Респ. Алтай	16,1	26,0	38,5	30,7	1277,4	68,3	2849,7	0	0	41	203
Респ. Бурятия	70,7	1,9	6,5	12,2	5003,2	366,7	6913,2	45	6	5	974
Респ. Тыва	7,5	0,5	27,0	58,3	795,2	70,5	4290,5	2	0	2	306
Респ. Хакасия	55,3	5,1	9,8	6,6	3631,5	294,6	1138,9	11	1	3	543
Алтайский край	50,2	7,4	9,5	8,1	8005,4	733,3	10766,8	175	70	172	2583
Красноярский край	68,1	3,0	3,4	6,9	39303,1	3051,9	5141,1	380	73	140	2942
Эвенкийский авт. округ	0,4	0,0	0,1	14,8	917,2	201	579,2	0	0	0	18
Иркутская обл.	63,7	3,7	7,3	9,2	20307,5	1823,5	3968,5	276	16	76	2561
Кемеровская обл.	54,6	12,7	4,9	5,6	21489,3	2578,5	2529,4	252	91	103	2872
Новосибирская обл.	56,7	3,0	8,8	9,9	16369,1	2414	5068,9	632	154	457	2673
Омская обл.	48,1	6,0	4,3	11,3	13495,8	1118,1	4993,4	222	127	113	2059
Томская обл.	35,6	2,0	2,5	4,2	10206	835,9	1551,8	368	76	161	1041
Читинская обл.	28,1	11,4	33,0	12,1	9257,9	526,8	6346,6	35	1	17	1144

Окончание табл. 6

Субъекты РФ	Доля в структуре источников инвестиционного финансирования организаций (%):				Доходы годового бюджета (млн руб. / год):			Количество заявок на регистрацию:			Население субъекта РФ (тыс. чел.)
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков	
Дальневосточный федеральный округ											
Респ. Саха (Якутия)	61,8	5,8	3,9	16,5	15810,6	11520,3	11665,9	60	3	17	949
Приморский край	54,7	7,8	9,6	7,7	13959,2	2482,8	6981,4	152	49	156	2051
Хабаровский край	44,2	6,3	6,6	15,1	15459,3	2076,9	5598,3	217	39	70	1427
Амурская обл.	14,3	8,5	18,9	3,4	6506,7	394,9	5386,7	79	3	23	894
Камчатская обл.	17,6	30,1	15,0	5,3	4075,3	1253,1	5257,8	13	1	13	355
Магаданская обл.	24,8	19,8	35,7	2,9	3183,4	732,9	3634,5	7	1	4	178
Сахалинская обл.	12,2	1,8	2,6	2,2	7173,5	1676,6	2719,2	3	0	16	538
Еврейская авт. обл.	24,1	3,1	26,5	4,1	834,7	63,3	1772,6	3	0	4	190
Чукотский авт. округ	1,4	0,0	4,7	6,7	4492,1	814,6	3240,2	1	0	7	52

Таблица 7. Относительные показатели инновационно-инвестиционного климата субъектов РФ

Субъекты РФ	Доли в структуре источников инвестиционного финансирования организаций				Душевые доходы годового бюджета (руб. / чел. в год):			Количество заявок на регистрацию (шт / 100 тыс.чел. в год):		
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков
Центральный федеральный округ										
Белгородская обл.	0,508	0,126	0,030	0,082	5531	317	406	5,750	1,652	7,204
Брянская обл.	0,483	0,031	0,105	0,091	3466	328	2876	3,894	1,323	2,645
Владимирская обл.	0,525	0,182	0,078	0,049	5041	402	1253	9,774	4,854	5,918
Воронежская обл.	0,441	0,122	0,073	0,075	4256	435	2280	21,972	4,972	4,760
Ивановская обл.	0,441	0,101	0,219	0,063	3465	309	3472	10,442	3,097	3,451
Калужская обл.	0,415	0,049	0,147	0,083	5622	369	3440	15,452	13,703	11,273
Костромская обл.	0,334	0,049	0,156	0,057	5009	374	2990	5,785	2,479	4,408
Курская обл.	0,378	0,407	0,066	0,046	4643	247	1284	12,191	4,036	2,883
Липецкая обл.	0,625	0,102	0,026	0,031	10783	363	659	11,74	1,665	7,494
Московская обл.	0,428	0,093	0,062	0,042	9040	902	6	33,706	6,992	22,727
Орловская обл.	0,471	0,059	0,084	0,040	5812	245	2357	20,353	4,706	6,000
Рязанская обл.	0,499	0,052	0,113	0,092	6290	559	1550	17,798	6,291	4,387
Смоленская обл.	0,390	0,086	0,018	0,030	5242	314	1473	6,880	1,550	7,558
Тамбовская обл.	0,429	0,081	0,140	0,085	3530	328	2325	7,334	0,690	2,847
Тверская обл.	0,207	0,048	0,038	0,030	5306	455	2212	11,427	5,679	5,125
Тульская обл.	0,605	0,056	0,095	0,051	5222	315	1599	18,298	4,681	6,201
Ярославская обл.	0,529	0,145	0,032	0,050	9571	415	1359	14,582	7,476	9,697

Продолжение табл. 7

Субъекты РФ	Доли в структуре источников инвестиционного финансирования организаций				Душевые доходы годового бюджета (руб. / чел. в год):			Количество заявок на регистрацию (шт / 100 тыс. чел. в год):		
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	Полезных моделей	товарных знаков
г. Москва	0,292	0,049	0,089	0,340	25393	4980	2899	66,105	17,005	96,228
Северо-Западный федеральный округ										
Респ. Карелия	0,370	0,135	0,137	0,074	6520	945	3095	2,116	1,269	4,795
Респ. Коми	0,416	0,167	0,015	0,023	14207	765	177	4,776	0,796	1,692
Архангельская обл.	0,307	0,141	0,032	0,032	8885	820	3042	4,780	1,214	2,428
Вологодская обл.	0,683	0,100	0,043	0,027	11234	560	386	10,040	0,876	2,709
Калининградская обл.	0,412	0,048	0,105	0,023	6381	1026	1921	7,053	2,947	8,947
Ленинградская обл.	0,486	0,165	0,073	0,017	8510	751	840	8,614	3,916	9,699
Мурманская обл.	0,583	0,080	0,082	0,044	10448	931	1346	4,091	1,591	5,114
Новгородская обл.	0,431	0,095	0,028	0,025	5650	638	2001	5,857	1,464	6,589
Псковская обл.	0,456	0,008	0,093	0,080	4526	316	3850	2,540	2,807	2,139
Санкт-Петербург	0,517	0,059	0,120	0,090	12682	1969	58	34,602	16,306	41,933
Южный федеральный округ										
Респ. Адыгея	0,188	0,132	0,368	0,159	4164	223	4556	0,674	0,000	0,449
Респ. Дагестан	0,173	0,001	0,206	0,239	1294	69	5124	4,189	0,730	1,422
Респ. Ингушетия	0,012	0,000	0,442	0,374	825	24	7610	0,630	0,000	0,000
Кабардино-Балкарская Респ.	0,120	0,049	0,228	0,121	1622	38	4440	5,451	0,334	2,892

Продолжение табл. 7

Субъекты РФ	Доли в структуре источников инвестиционного финансирования организаций				Душевые доходы годового бюджета (руб. / чел. в год):			Количество заявок на регистрацию (шт / 100 тыс.чел. в год):		
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	Полезных моделей	товарных знаков
Респ. Калмыкия	0,142	0,007	0,260	0,093	7643	213	3878	2,062	0,344	8,247
Карачаево-Черкесская Респ.	0,257	0,162	0,229	0,060	2073	95	5551	0,686	0,000	9,382
Респ. Северная Осетия — Алания	0,442	0,044	0,219	0,092	2476	141	6320	10,184	1,132	11,315
Чеченская Респ.	0,000	0,000	0,762	0,000	1000	6	7126	0,089	0,089	0,089
Краснодарский край	0,514	0,132	0,067	0,049	5835	711	1935	21,367	2,879	5,601
Ставропольский край	0,437	0,094	0,084	0,065	4366	304	2210	7,924	0,880	5,539
Астраханская обл.	0,327	0,022	0,063	0,026	5960	418	1239	7,792	0,500	1,598
Волгоградская обл.	0,552	0,110	0,038	0,048	5509	456	1302	12,944	1,796	5,911
Ростовская обл.	0,453	0,058	0,093	0,118	4389	419	2193	14,086	2,840	4,489
Приволжский федеральный округ										
Респ. Башкортостан	0,569	0,012	0,040	0,221	9239	672	2372	13,759	2,493	2,737
Респ. Марий Эл	0,410	0,051	0,125	0,119	3514	222	4052	17,036	3,463	3,463
Респ. Мордовия	0,347	0,093	0,125	0,273	9044	473	4276	3,995	1,027	2,283

Продолжение табл. 7

Субъекты РФ	Доли в структуре источников инвестиционного финансирования организаций				Душевые доходы годового бюджета (руб. / чел. в год):			Количество заявок на регистрацию (шт / 100 тыс.чел. в год):		
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков
Респ. Татарстан	0,524	0,085	0,091	0,132	9240	1215	2665	15,902	7,501	5,566
Удмуртская Респ.	0,614	0,064	0,061	0,161	7487	361	1310	10,897	3,654	7,179
Чувашская Респ.	0,441	0,340	0,098	0,231	4209	566	3359	7,203	4,598	5,747
Кировская обл.	0,582	0,082	0,112	0,062	4500	659	2571	7,640	4,260	10,751
Нижегородская обл.	0,602	0,650	0,078	0,430	5935	551	1059	16,758	6,439	10,980
Оренбургская обл.	0,649	0,018	0,026	0,069	6951	442	827	5,270	1,618	2,543
Пензенская обл.	0,452	0,057	0,190	0,112	3045	214	3486	9,889	1,741	4,805
Пермская обл.	0,564	0,061	0,047	0,069	8874	651	420	17,592	4,944	8,850
Самарская обл.	0,632	0,037	0,040	0,080	8847	713	554	18,707	10,441	12,337
Саратовская обл.	0,579	0,036	0,182	0,059	5654	275	1906	9,607	5,560	3,631
Ульяновская обл.	0,657	0,024	0,097	0,058	4055	275	563	25,367	4,619	4,545
Уральский федеральный округ										
Курганская обл.	0,424	0,006	0,252	0,041	3689	353	3995	9,163	2,789	2,191
Свердловская обл.	0,574	0,079	0,053	0,073	7028	615	625	13,197	5,531	12,185
Тюменская обл.	0,432	0,020	0,003	0,117	46072	2261	2035	5,502	3,313	2,340
Ямало-Ненецкий авт. округ	0,253	0,005	0,001	0,061	83567	4949	8119	4,078	2,913	1,553
Челябинская обл.	0,638	0,073	0,077	0,081	7074	510	978	11,891	7,555	6,659

Продолжение табл. 7

Субъекты РФ	Доли в структуре источников инвестиционного финансирования организаций				Душевые доходы годового бюджета (руб. / чел. в год):			Количество заявок на регистрацию (шт / 100 тыс.чел. в год):		
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков
Сибирский федеральный округ										
Респ. Алтай	0,161	0,260	0,385	0,307	6293	336	14038	0,000	0,000	20,197
Респ. Бурятия	0,707	0,019	0,065	0,122	5137	376	7098	4,620	0,616	0,513
Респ. Тыва	0,075	0,005	0,270	0,583	2599	230	14021	0,654	0,000	0,654
Респ. Хакасия	0,553	0,051	0,098	0,066	6688	543	2097	2,026	0,184	0,552
Алтайский край	0,502	0,074	0,095	0,081	3099	284	4168	6,775	2,710	6,659
Красноярский край	0,681	0,030	0,034	0,069	13359	1037	1747	12,916	2,481	4,759
Эвенкийский авт. округ	0,004	0,000	0,001	0,148	50956	11167	32178	0,000	0,000	0,000
Иркутская обл.	0,637	0,037	0,073	0,092	7930	712	1550	10,777	0,625	2,968
Кемеровская обл.	0,546	0,127	0,049	0,056	7482	898	881	8,774	3,169	3,586
Новосибирская обл.	0,567	0,030	0,088	0,099	6124	903	1896	23,644	5,761	17,097
Омская обл.	0,481	0,060	0,043	0,113	6555	543	2425	10,782	6,168	5,488
Томская обл.	0,356	0,020	0,025	0,042	9804	803	1491	35,351	7,301	15,466
Читинская обл.	0,281	0,114	0,330	0,121	8093	460	5548	3,059	0,087	1,486
Дальневосточный федеральный округ										
Респ. Саха (Якутия)	0,618	0,058	0,039	0,165	16660	12139	12293	6,322	0,316	1,791
Приморский край	0,547	0,078	0,096	0,077	6806	1211	3404	7,411	2,389	7,606
Хабаровский край	0,442	0,063	0,066	0,151	10833	1455	3923	15,207	2,733	4,905
Амурская обл.	0,143	0,085	0,189	0,034	7278	442	6025	8,837	0,336	2,573

Окончание табл. 7

Субъекты РФ	Доли в структуре источников инвестиционного финансирования организаций				Душевые доходы годового бюджета (руб. / чел. в год):			Количество заявок на регистрацию (шт / 100 тыс.чел. в год):		
	собственных средств	кредитов банков	федерального бюджета	бюджета субъекта РФ	налоговые	неналоговые	безвозмездные перечисления	изобретений	полезных моделей	товарных знаков
Камчатская обл.	0,176	0,301	0,150	0,053	11480	3530	14811	3,662	0,282	3,662
Магаданская обл.	0,248	0,198	0,357	0,029	17884	4117	20419	3,933	0,562	2,247
Сахалинская обл.	0,122	0,018	0,026	0,022	13334	3116	5054	0,558	0,000	2,974
Еврейская авт. обл.	0,241	0,031	0,265	0,041	4393	333	9329	1,579	0,000	2,105
Чукотский авт. округ	0,014	0,000	0,047	0,067	86387	15665	62312	1,923	0,000	13,462

Приложение 7

Таблица 8. Размер и структура просроченной кредиторской задолженности по видам экономической деятельности в декабре 2006 года

Вид экономической деятельности	Млрд рублей	В % к		
		декабрю 2005 г.	ноябрю 2006 г.	итогу
Всего	821,3	85,9	92,0	100
в том числе: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	62,1	73,1	95,6	7,6
рыболовство, рыбоводство	3,7	91,8	93,4	0,4
добыча полезных ископаемых	97,8	67,8	81,5	11,9
в том числе: добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	87,0	66,5	79,9	10,6
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	10,8	80,2	96,5	1,3
обрабатывающие производства	231,4	86,6	91,6	28,2
из них: производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	17,6	83,9	107,7	2,1
текстильное и швейное производство	6,3	69,5	94,8	0,8
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	0,9	61,2	101,0	0,1
обработка древесины и производство изделий из дерева	4,3	63,6	97,8	0,5
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	2,9	101,2	102,6	0,4
производство кокса и нефтепродуктов	27,8	125,6	69,4	3,4
химическое производство	17,6	79,4	97,4	2,1
производство резиновых и пластмассовых изделий	3,9	76,8	85,9	0,5
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	14,0	82,5	95,2	1,7
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	27,9	85,3	93,3	3,4
в том числе: металлургическое производство	19,4	78,7	89,4	2,4

Продолжение табл. 8

Вид экономической деятельности	Млрд рублей	В % к		
		декабрю 2005 г.	ноябрю 2006 г.	итогу
производство готовых металлических изделий	8,5	105,4	103,8	1,0
производство машин и оборудования	16,0	72,0	94,9	1,9
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	20,0	92,7	96,1	2,4
производство транспортных средств и оборудования	45,5	88,2	94,9	5,5
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	129,1	97,0	96,4	15,7
из них: производство, передача и распределение электроэнергии, газа, пара и горячей воды	112,0	99,8	96,2	13,6
из них: производство, передача и распределение электроэнергии	31,9	78,4	91,1	3,9
производство и распределение газообразного топлива	25,1	161,6	103,9	3,1
строительство	62,4	93,8	99,8	7,6
оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	79,2	104,5	85,1	9,6
в том числе: торговля автотранспортными средствами и мотоциклами, их техническое обслуживание и ремонт	1,4	100,0	98,9	0,2
оптовая торговля, включая торговлю через агентов, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	75,2	104,8	84,1	9,1
розничная торговля, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами; ремонт бытовых изделий и предметов личного пользования	2,6	98,1	111,7	0,3
гостиницы и рестораны	1,3	65,1	74,6	0,2
транспорт и связь	53,0	76,8	95,3	6,5
из них: деятельность железнодорожного транспорта	1,1	32,4	80,0	0,1
транспортирование по трубопроводам	21,8	64,3	88,5	2,7
связь	3,7	80,6	122,7	0,4

Окончание табл. 8

Вид экономической деятельности	Млрд рублей	В % к		
		декабрю 2005 г.	ноябрю 2006 г.	итогу
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	91,6	94,2	97,6	11,1
из них: управление эксплуатацией жилого фонда	42,8	84,9	100,0	5,2
научные исследования и разработки	12,8	108,1	93,6	1,6
государственное управление и обеспе- чение военной безопасности; обяза- тельное социальное обеспечение	1,0	46,0	91,0	0,1
образование	0,2	68,3	104,2	0,0
здравоохранение и предоставление социальных услуг	0,4	78,0	102,3	0,1
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	8,1	87,6	96,8	1,0

Список использованной литературы

1. Вяткин В.Н, Гамза В.А., Екатеринославский Ю.Ю., Хэмп-тон Дж.Дж. Управление риском в рыночной экономике. М.: Экономика, 2002.
2. Галагуза Н.Ф. Страховые посредники. М.: ЮрИнфоР, 1998.
3. Галагуза Н.Ф., Ларичев В.Д. Преступления в страховании: предотвращение, выявление, расследование (отечественный и зарубежный опыт). М., 2000.
4. Гассенди П. Избранные произведения. М.: Наука. 1966.
5. Герасименко В.В. Общемировые тенденции концентрации банковского капитала и их проявления в банковской системе России // Финансы и кредит. 2003. № 21. С. 34–36.
6. Гиляровская Л.Т., Паневина С.Н. Комплексный анализ финансово-экономических результатов деятельности банка и его филиалов. М.: Питер, 2003.
7. Гитман Л. Дж., Джонс М.Д. Основы инвестирования. М.: Дело, 1997. С. 232.
8. Глущенко В.В. Управление рисками. Страхование. Железнодорожный, М.: ТОО НПЦ «Крылья», 1999.
9. Гвозденко А.А. Основы страхования: Учебник. М.: Финансы и статистика, 1998.
10. Гвозденко А.А. Финансово-экономические методы страхования: Учебник. М.: Финансы и статистика, 1998.
11. Гвозденко А.А. Основы страхования: Учебник. Изд. 2-е, перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2003.
12. Гиляровская Л.Т., Паневина С.Н. Комплексный анализ финансово-экономических результатов деятельности банка и его филиалов. М.: Питер, 2003.
13. Гинзбург А.И. Страхование. СПб.: Питер, 2002.
14. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. М.: Финстатинформ, 1997.
15. Гомелля В.Б., Туленты Д.С. Страховой маркетинг. Актуальные вопросы методологии, теории и практики. Изд. 2. М.: Анкил, 2000.
16. Гранатуров В.М. Экономический риск. Сущность, методы измерения, пути снижения: Учебное пособие. М.: Дело и Сервис, 1999.
17. Грачева М.В. Анализ проектных рисков: Учебное пособие. М.: Финстатинформ, 1999.
18. Грюнинг Х., Братанович С. Анализ банковских рисков. М.: Весь мир, 2003.
19. Данилевский Н.Я. Россия и Европа. СПб., 1989.
20. Денежное обращение и банки: Учебник. Изд. 2-е / Под ред. Г.Н. Белоглазовой и Г.В. Толоконцевой. М.: Финансы и статистика, 2000.
21. Деньги, кредит, банки: Учебник. Изд. 2-е / Под ред. О.И. Лаврушина. М.: Финансы и статистика, 2001.
22. Деньги должны работать! // Общественное мнение. 2003. № 3. С. 16–18.
23. Долан Э.Д., Линдсей Л. Микроэкономика. СПб.: Питер, 1994.
24. Дуванов Г. Создание и деятельность в России обществ взаимного страхования // Страховое ревю. 2000. № 6. С. 26–36.
25. Дубовик Е.С. Организация долгосрочного кредитования в коммерческом банке и пути ее совершенствования / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2002.
26. Жиц Г.И. Инновационный потенциал и экономический рост. Саратов: СГУ, 2000.
27. Залманова М.Е. Логистика: Учебное пособие. Саратов: СПИ, 1993.
28. Залманова М.Е. Закупочная и распределительная логистика. Саратов: СПИ, 1992.
29. Занг В.Б. Синергетическая экономика. Время и перемены в нелинейной экономической теории. Пер. с англ. М.: Мир, 1999.

30. *Зеленский Ю.Б., Баландин В.С.* Экономическое обоснование инвестиционных проектов на предприятиях Саратовской области. Типовая методика. Саратов: СГСЭУ, 1999.
31. *Зеленский Ю.Б., Баладин В.С.* Теория эффективности инвестиций. Саратов: СГСЭУ, 1999.
32. *Зеленский Ю.Б.* Банковская система России и реальный сектор экономики Саратов: СГСЭУ, 2002.
33. *Зражевский В.В.* Основные направления совершенствования системы управления рисками // *Банковское дело.* 2002. № 2.
34. *Зубец А.Н.* Маркетинговые исследования страхового рынка. М.: Центр экономики и маркетинга, 2001.
35. *Зубец А.Н.* Страховой маркетинг. М.: АНКЛ, 1998.
36. *Зубец А.Н.* Маркетинг на финансовых рынках. Поведение потребителей: Учебное пособие. М.: Приор-издат, 2000.
37. *Евраев М.В.* Совершенствование системы кредитования в коммерческих банках / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. СПб., 2000.
38. *Ендовицкий Д.А.* Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности. Методология и практика: М.: Финансы и статистика, 2001.
39. *Ендовицкий Д.А.* Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики. М. Финансы и статистика, 2003.
40. *Ендовицкий Д.А., Коменденко С.Н.* Организация анализа и контроля инновационной деятельности хозяйствующего субъекта. М.: Финансы и статистика, 2004.
41. *Ермасова Н.Б., Черкасов В.Е.* Риск-менеджмент. Саратов.: ПАГС, 2003.
42. *Ермасова Н.Б.* Управление банковскими рисками. Саратов.: ПАГС, 2004.
43. *Ермасова Н.Б.* Система управления банковскими рисками. М.: Высшая школа, 2004.
44. *Ермасова Н.Б.* Развитие региональных рынков страхования // *Финансы.* 2004. № 1.
45. *Ермасова Н.Б.* Инновационные подходы к управлению рисками инвестиционной деятельности. М.: Высшая школа, 2004.
46. *Ермасов С.В., Ермасова Н.Б.* Страхование. М.: ЮНИТИ, 2004.
47. *Иванов Г.И.* Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования. М.: Высшее образование, 2002. С. 23.
48. *Иванов И.А.* Инновационный менеджмент. Ростов-на-Дону: БАРО-ПРЕСС, 2001.
49. *Игошина Л.Л.* Инвестиции: Учебное пособие М.: Юрист, 2002.
50. *Игошин Н.В.* Организация производства: системный подход. М.: Знание, 1987.
51. *Игошин Н.В.* Инвестиции. М.: Финансы, 2000.
52. *Идрисов А.Б.* Планирование и анализ эффективности инвестиций. М.: Воениздат, 1995.
53. *Инвестиционный бизнес / Под ред. Ю.В. Яковца.* М.: РАГС, 2002.
54. *Инновационный менеджмент / Под ред. проф. А.И. Чуловка.* М.: УРАО, 2000.
55. *Инновационный менеджмент / Под ред. В.М. Аньшина, А.А. Дагаева.* М.: Дело, 2003.
56. *Инвестиции в России. Статистический сборник.* М.: Госкомстат, 2003.
57. *Инвестиционный бизнес / Под ред. Ю.В. Яковца.* М.: РАГС, 2002.
58. *Итоги социально-экономического развития России в 2000–2002 гг. и прогнозируемые параметры в 2003 г. // Деньги и кредит.* 2003. № 3.
59. *Итоги социально экономического развития Саратовской области за 2002 г. // Саратов. СП.* 2002. 14 февраля.
60. *Кавкин А.В.* Кредитные деривативы. М.: Экзамен, 2000.
61. *Кагаловская Э.Т., Попова А.А.* Страхование жизни: тарифы и резервы взносов (финансовые основы страхования жизни): Практическое пособие. М.: Анкил, 2000.

62. *Катица С.П., Курдюмов С.П., Малинецкий Г.Г.* Синергетика и прогнозы будущего. М.: Наука, 1997.
63. *Катасонов В.Ю., Морозов Д.С.* Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. М.: Анкил, 2000.
64. *Кашафетдинов Ш.В.* Формализованные оценки рисков в банковском менеджменте: Автореферат диссертации на соиск. учен. степ. канд. экон. наук // Рос. экон. акад. им. Г.В. Плеханова. М., 2003.
65. *Китаева А.В.* Кредитные отношения как фактор развития реального сектора экономики / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Ростов-на-Дону, 2001.
66. *Клейнер Г.Б., Тамбовцев В.Л., Качалов Р.М.* Предприятия в нестабильной экономической среде. М.: Экономика, 1997.
67. *Книг С., Клиланд Л.* Линейные карты распределения ответственности. М.: Прогресс, 1983.
68. *Кнорринг В.И.* Теория, практика и искусство управления. М.: НОРМА-ИНФРА, 1999.
69. *Ковалев В.В.* Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. Изд. 2-е. М.: Финансы и статистика, 1998.
70. *Ковалева А.М., Лапуста М.Г., Скамай Л.Г.* Финансы фирмы. М.: Инфра-М, 2001.
71. *Колб Р.У.* Финансовые деривативы. М.: Филинь, 1997.
72. Коммерческая оценка инвестиционного проекта. СПб.: Альт, 2000.
73. *Коробова Г.Г., Нестеренко Е.А.* Банковские риски: Учебное пособие. Саратов: СГЭА, 1996.
74. *Котлер Ф.* Основы маркетинга. Пер. с англ. / Под ред. Е.М. Пеньковой. М.: Прогресс, 1990.
75. *Красавина Л.Н.* Проблемы денег в экономической науке // Деньги и кредит. 2001. № 10. С. 23, 24.
76. *Крутик А.Б., Никольская Г.* Инвестиции и экономический рост предпринимательства. СПб.: Лань, 2000.
77. *Крутик А.Б., Никитина Т.В.* Страхование: Учебное пособие. СПб.: Издательство Михайлова В.А., 2001.
78. *Крылов Э.И., Журавкова И.В.* Анализ эффективности инвестиций и инновационной деятельности предприятия: Учебное пособие. М.: Финансы и статистика, 2000.
79. *Купчинский В.А., Улинич А.С.* Система управления ресурсами банка. М.: Экзамен, 2000.
80. *Курдюмов С.П.* Законы эволюции и самоорганизации сложных систем / Философские аспекты информатизации: Труды семинара. М.: ВНИИСИ, 1989.
81. *Кутуков В.Б.* Основы финансовой и страховой математики: Методы расчета кредитных, инвестиционных, пенсионных и страховых схем. М.: Дело, 1998.
82. Курс экономики / Под ред. Райзберга Б.А. М. Экономика, 1997.
83. *Кузнецов В.Е.* Измерение финансовых рисков // Банковские технологии. 1997. № 7. С. 24 – 26.
84. *Лапуста М.Г., Шаршукова Л.Г.* Риски в предпринимательской деятельности. М.: Инфра-М, 1998.
85. *Левчук И.В.* Госбанк и интенсификация производства. М.: Финансы, 1997.
86. *Лившиц В.Н., Виленский Б.А., Смоляк С.А.* Теория и практика оценки инвестиционных проектов в условиях переходной экономики. М.: Дело, 2000.
87. *Липсиц И.В., Коссов В.В.* Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа: Учебное пособие М.: БЕК, 1996.

88. *Лисин В.И.* Развитие социально-экономических аспектов страхования. М.: Гелиос АРВ, 2000.
89. *Лисин В.И.* Страховой рынок Поволжья: Социальные аспекты страхования. М.: Гелиос АРВ, 2000.
90. *Лобанов А., Филин С., Чугунов А.* Риск-менеджмент // РИСК (Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция). 1999. № 4. С. 43–52.
91. *Лукаевич И.Я.* Анализ финансовых операций. Методы, модели, техника вычислений. М.: Финансы; ЮНИТИ, 1998.
92. *Лунтовский Г.* Корпоративное управление банков и защита вкладчиков. // Известия. 2003. 23 апреля.
93. *Лунтовский Р.И.* Банковский сектор России: совершенствование условий банковской деятельности // Деньги и кредит. 2003. № 5. С. 3–6.
94. *Любушин Н.П., Лещева В.Б., Дьякова В.Г.* Анализ финансово-экономической деятельности. Учебное пособие. М.: ЮНИТИ, 2000.
95. *Львов Д.С.* Эффективное управление техническим развитием: Проблемы долгосрочного социально-экономического развития России. Волгоград: ВТУ, 2003.
96. *Макконнел К., Брю С.* Экономикс. Т. 1–2. М.: Республика, 1993.
97. *Максимова И.В.* Оценка конкурентоспособности промышленного предприятия // Маркетинг. 1996. № 3. С. 34–37.
98. *Макаревич Л.* Основные источники, инструменты и механизмы финансирования российских предприятий // Общество и экономика. 2002. № 3–4. С. 14–56.
99. *Маленков Ю.А.* Новые методы инвестиционного менеджмента. СПб.: Бизнес-пресса, 2002.
100. *Маркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.
101. *Маркова О.М., Сахарова Л.С., Сидоров В.Н.* Коммерческие банки и их операции: Учебное пособие. М.: ЮНИТИ, 1995.
102. *Марковиц Г., Шарп У.* Инвестиционный портфель и фондовый рынок. М.: Дело, 2001.
103. *Масленченков Ю.С.* Технология и организация работы банка: теория и практика. М.: ДЕКА, 1998.
104. *Масленченков Ю.С.* Финансовый менеджмент в коммерческом банке: технологический уклад кредитования. М.: АМИР-Перспектива, 1996.
105. *Масленченков Ю.С.* Финансовый менеджмент в коммерческом банке: технология финансового менеджмента клиента М.: Перспектива, 1997.
106. Материалы семинара Price Waterhouse «Управление активами и пассивами в банках» (Москва, 27–29 августа 1997 г.).
107. *Матук Ж.* Финансовая система Франции и других стран. Пер. с фр. Т. 1. М.: Финстатинформ, 1994.
108. *Матюхин Г.Г.* Еще раз о стратегии банковской реформы в России // Банковское дело 2003. № 10. С. 12–16.
109. *Маршалл Д.Ф., Бансал В.К.* Финансовая инженерия. М.: Инфра-М, 1998.
110. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Л.Н. Красавиной, Изд. 2-е. М.: Финансы и статистика, 2000.
111. *Мелкумов Я.С.* Теоретическое и практическое пособие по финансовым вычислениям. М.: Инфра-М, 1996.
112. *Мелкумов Я.С.* Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирования инвестиционных проектов. М.: ИКЦ ДИС, 1997.
113. *Мелкумов Я.С.* Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие. М.: Инфра-М, 2000.

114. *Мельников А.В.* Риск-менеджмент: стохастический анализ рисков в экономике финансов и страхования. М.: Анкил, 2001.
115. *Мельников А.В., Волков С.Н., Нечаев М.Л.* Математика финансовых обязательств. М.: ГУ ВШЭ, 2001.
116. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. Утв. 21 июня 1999. Минэкономики, Минфином, Госстроем России. Официальное издание М.: Экономика, 2000.
117. *Милль Дж.* Основы политической экономии: В 2 т. М.: Прогресс, 1980.
118. *Мицц В.* Вечный квартирный вопрос // Эксперт. 2000. № 12. С. 14–18.
119. *Мироненко В.Ю.* Роль коммерческих банков в активизации предпринимательства / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Ростов-на-Дону, 1998.
120. *Мисюлин Д.В., Смирнов А.В.* Дистанционный анализ банка: в поисках оптимальности // Банковское дело. 2000. № 7. С. 24–26.
121. *Михайлов Д.М.* Современные долговые и производные финансовые инструменты мирового рынка ссудных капиталов. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1998.
122. *Мицек С.А.* Сохранится ли в России экономический рост? // Финансы и кредит. 2003. № 5. С. 41–43.
123. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе: Учебное пособие / Под ред. Б.А. Лагоши. Изд. 2-е, перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001.
124. *Монакова Е.* Кредитный мониторинг в банковской деятельности / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Саратов, 2001.
125. *Москвин В.А.* Кредитование инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2001.
126. *Мусатов В.Т.* США: Биржа и экономика. М.: Наука, 1985.
127. *Моисеев Н.Н.* Чтобы словарь стал энциклопедией // Правда. 1988. 18 апреля.
128. *Найт Ф.Х.* Риск, неопределенность и прибыль. Пер. с англ. М.: Дело, 2003.
129. *Найт Ф.* Понятие риска и неопределенности // THESIS, 1994. № 5. С. 12–28.
130. *Неволин Д.В.* Стратегия банковского инвестирования / Под ред. Ю.И. Коробова. Саратов: СГСЭУ, 2001.
131. *Николов З.Б.* Ресурсное обеспечение коммерческих банков / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 1997.
132. *Никитина Т.В.* Страхование коммерческих и финансовых рисков. СПб.: Питер, 2002.
133. *Новикова В.В.* Методологические основы формирования рейтинга надежности коммерческих банков. М., 1996.
134. Общая теория денег и кредита: Учебник / Под редакцией Е.Ф. Жукова. М.: ЮНИТИ, 1995.
135. *Ожегов С.И.* Словарь русского языка / Под ред. Л.И. Скворцова, Изд. 24-е. М.: Мир и образование, 2003.
136. *Ойгензихит В.А.* Проблемы риска в гражданском праве. Душанбе: Ирфон, 1972.
137. *Ольсевич Ю.* Трансформация хозяйственных систем. М., 1994.
138. *Ольшаный А.И.* Банковское кредитование (российский и зарубежный опыт). М.: РДЛ, 1998.
139. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: сверхприбыльные инвестиции в период инфляции. М.: Финансы и статистика, 1994.
140. *Осипенко Т.В.* О системе рисков банковской деятельности // Деньги и кредит. 2000. № 4. С. 21–24.
141. Основы банковского дела в Российской Федерации: Учебное пособие / Под ред. О.Г. Семенюты. Ростов-на-Дону: Феникс, 2001.

142. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2004 г. // Деньги и кредит. 2003. № 12. С. 3–5.
143. *Островская О.М.* Банковское дело. Толковый словарь. Изд. 2-е. М.: Гелиос АРВ, 2001.
144. Основы страховой деятельности: Учебник / Под ред. проф. Т.А. Федорова. М., 2000.
145. *Панова Г.С.* Кредитная политика коммерческого банка. М.: ДИС, 1997.
146. *Паиковская И.В.* Проблемы формирования ресурсов российскими коммерческими банками // Банковские услуги. 1995. № 3. С. 12–16.
147. *Пелих А.С.* Бизнес-план, или Как организовать собственный бизнес. М.: Ось-89, 2001.
148. *Пессель М.А.* Эффективность кредитования промышленности. М.: Финансы, 1970.
149. *Петров Д.А.* Страхование право: Учебное пособие. Изд. 2-е, дополн. СПб.: ИВЭСЭП; Знание. 2001.
150. *Пещанская И.В.* Организация деятельности коммерческого банка: Учебное пособие М.: Инфра-М, 2001.
151. *Пикфорд Дж.* Управление рисками. М.: Вершина, 2004.
152. План счетов бухгалтерского учета в кредитных организациях РФ. М.: Финансы и статистика, 2003.
153. *Подшиваленко Г.П., Лахметкина Н.И., Макарова В.А.* Инвестиции. М.: КноРус, 2004.
154. *Порфирьев Б.Н.* Управление в чрезвычайных ситуациях: проблемы теории и практики // ИНТ «Проблемы безопасности: чрезвычайные ситуации». М.: Наука, 1991.
155. *Поморина М.А.* Планирование как основа управления деятельностью банка. М.: Финансы и статистика, 2002.
156. *Пригожин И., Стенгерс И.* Порядок из хаоса. Пер. с англ. Ю.А. Данилова / Под ред. В.И. Аршинова, Ю.А. Климонтовича, Ю.В. Сачкова. М.: Прогресс, 1986.
157. *Провкин И.Ю.* Инвестиции в реальный сектор экономики: роль банков // Деньги и кредит. 2001. № 3. С. 12–14.
158. *Проскурин А.* Мертвая точка доходности и ее анализ в банке // Бизнес и банки. 1997. № 20. С. 14–16.
159. *Пурисова Е.Г.* Деятельность коммерческого банка по привлечению сбережений населения // Автореферат К. Э. Н. Саратов. 2002.
160. Путеводитель взяточника. // Ведомости. 2002. 10 октября.
161. Регионы России. Статистический сборник М.: Госкомстат, 2002.
162. Регионы России. Статистический сборник М.: Госкомстат, 2003.
163. *Решецкий В.И.* Финансовая математика, анализ и расчет инвестиционных проектов: Учебное пособие. Калининград: БИЭФ, 1999.
164. *Решецкий В.И.* Экономический анализ и расчет инвестиционных проектов. Калининград: Янтарный сказ, 2001.
165. *Рид Э., Коттер Р., Гилл Э.* Коммерческие банки. Пер. с англ. М.: Космополис, 1991.
166. *Рикардо Д.* Начала политической экономии и налогового обложения / Антология экономической классики. М.: Эконом. Ключ, 1993.
167. *Рид Э., Коттер Р., Гилл С., Смит Р.* Коммерческие банки. М.: Космополис, 1991.
168. Риск в современном бизнесе. М.: Финансы и статистика, 1994.
169. *Рогов М. А.* Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2001.
170. *Роде Э.* Банки, биржи, валюты современного капитализма. М.: Финансы и статистика, 1986.

171. *Родионова В.М., Федотова М.А.* Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции. М.: Перспектива, 1995.
172. Роль банка в повышении эффективности капитальных вложений / Под ред. П.Д. Подшиваленко, М.А. Песселя. М.: Финансы, 1980.
173. *Романов А.Н., Лукасевич И.Я.* Оценка коммерческой деятельности предпринимательства. Опыт зарубежных корпораций. М.: Финансы и статистика, 1993.
174. *Романова М. В.* Налогообложение страховой деятельности / Под ред. В.В. Шахова М.: Финансы и статистика, 2002.
175. Россия в цифрах. Краткий статистический сборник. М.: Госкомстат, 2003.
176. Россия в цифрах. Краткий статсборник. М., 2004.
177. *Роуз П.* Банковский менеджмент: Пер с англ. М.: Дело, 1995.
178. *Рубин А.Г.* Управление формированием конкурентных преимуществ промышленных компаний / Дисс. на соискание ученой степ. канд. экон. наук. М., 2002.
179. Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследований. Организация Промышленного Развития Объединенных Наций (ЮНИДО) / Под ред. В. Беренса, П. Хавранека. М., 1987.
180. *Рыбин В.И.* Кредит как экономическая категория. М.: Мысль, 1978.
181. *Рыскина Т.М.* Современная система кредитования российских предприятий / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. М., 2000.
182. *Рэдхэд К., Хьюс С.* Управление финансовыми рисками. М.: Экзамен, 1996.
183. *Савчук В.П., Прилипко С.И., Величко Е.Г.* Анализ и разработка инвестиционных проектов. Киев: Абсолют-В; Эльга, 1999.
184. *Салыч Г.Г.* Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: сверхприбыльные инвестиции в период инфляции. М.: Инвестиционные стратегии, 1994.
185. Саратовская область 1980–2002. Изд. 2-е. Саратов: Слово, 2003.
186. *Саркисян А.М.* Производные финансовые инструменты. Хеджирование, спекуляция, арбитраж. М.: Прогресс, 1998.
187. *Саранцев В.Н.* Региональная банковская система и ее участие в инвестиционном процессе региона / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Саратов, 2003.
188. Саратовская область в 1980–2002 гг. Изд. 2-е. Саратов: Слово, 2003.
189. Сборник бизнес-планов с комментариями и рекомендациями / Под ред. В.М. Попова. Изд. 3-е. М.: КноРус, 1999.
190. *Севрук В.Т.* Риски финансового сектора Российской Федерации: Практическое пособие. М.: Финстатинформ, 2001.
191. *Селюков В.К., Гончаров С.Г.* Управление рисками. Ипотечная сфера. М.: МГТУ им. Н. Э. Баумана, 2001.
192. *Семенюта О.Г.* Инвестиции и организация инвестиционного кредитования. Ростов-на-Дону: ТАСИС ПСП, 2000.
193. *Сенчагов В.К.* Экономика России: состояние, угрозы, вызовы, безопасность // Бизнес и банки. 2003. № 49. С. 12–15.
194. *Сенчагов В.К., Захаров А.Н., Зокин А.А.* Конкурентоспособность и инвестиционный потенциал экономики России // Бизнес и банки. 2003. № 43. С. 22–24.
195. *Скамай Л.* Рискообразующие факторы. // Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. 2002. № 4. С. 32–35.
196. *Сергеев В.И.* Логистика в бизнесе: Учебник. М.: Инфра-М, 2001.
197. *Сергеев В.И., Веретенникова И.И.* Организация и финансирование инвестиций. М.: Финансы и статистика, 2001.
198. *Сербиновский Б.Ю., Гарькуша В.Н.* Страховое дело: Учебное пособие. Ростов-на-Дону: Феникс, 2000.

199. Синергетика в философии, науке и технике: доклады и тезисы научной конференции. СПб., 1999.
200. Слепнева Т.А., Яркин Е.В. Инвестиции: Учебное пособие М.: Инфра-М, 2003.
201. Спицнадель В.Н. Основы системного анализа. СПб.: Бизнес-пресса, 2000.
202. Словарь страховщика. М.: Экономика, 2000.
203. Соколов Д.В. Управление активами и пассивами в многофилиальном коммерческом банке // Финансовый мир. 2002. Выпуск 1. С. 43–46.
204. Солнцев О.Г., Хромов М.Ю. Особенности российской банковской системы и среднесрочные сценарии ее развития / Проблемы прогнозирования. 2004. № 1. С. 57–61.
205. Спицнадель В.Н. Основы системного анализа. СПб.: Бизнес-пресса, 2000.
206. Сплетухов Ю.А., Дюжиков Е.Ф. Страхование: Учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 2002.
207. Справочник по страховому бизнесу / Под ред. проф. Э.А. Уткина М.: ТАНДЕМ. ЭКМОС, 1998.
208. Статистический ежегодник Саратовской обл. Госкомстата по Саратовской области, 2002.
209. Статистический ежегодник Саратовской обл. Изд-во Госкомстата по Саратовской области. 2003.
210. Страхование от А до Я / Под ред. Л.И. Корчевской, К.Е. Турбиной М.: ИНФРА-М, 1996.
211. Страхование: 100 экзаменационных ответов: Экспресс-справочник для студентов вузов / Под ред. М.И. Басакова. М.: МарТ; Ростов-на-Дону: Издательский центр «МарТ», 2003.
212. Страхование / Под ред. проф. Шахова В.В. М.: «Анкил», 2002.
213. Страхование и управление риском: Терминологический словарь / Под ред. В.В. Тулинова, В.С. Горина. М.: Наука, 2000.
214. Страхование: принципы и практика. Пер. с англ. / Под ред. Дэвида Бланда. М.: Финансы и статистика, 1998. Пер. изд.: Insurance: Principles and Practice. Compiled by David Bland. The Chartered Insurance Institute, Great Britain, 1993.
215. Страхование дело / Под ред. Л.И. Рейтмана. М.: Банковский и биржевой научно-консультационный центр, 1992.
216. Страхование право: Учебник для вузов / Под ред. В.В. Шахова, В.Н. Григорьева, С.Л. Ефимова. М.: ЮНИТИ-ДАНА; Закон и право, 2002.
217. Страховой рынок Поволжья. Перспективы регионального развития / Под ред. Н.П. Лисиной. Самара, Эффект, 2002.
218. Страховой портфель (Книга предпринимателя. Книга страховщика. Книга страхового менеджера.) / Под ред. Ю.Б. Рубина, В. И. Солдаткина. М.: СОМИНТЭЖ, 1994.
219. Суворов А.В. Управление банковскими рисками // Финансы и кредит. 2002. № 13. С. 23–26.
220. Тавасиев А.М. Семь банковских мифов // Бизнес и банки. 2000. № 39.
221. Тихомирова Е.В. Кредитные операции коммерческих банков // Деньги и кредит. 2003. № 9. С. 17–19.
222. Толковый словарь русского языка / Под ред. Д. Ушакова: В 4 т. Т. 3. М., 1996.
223. Тронин Ю., Юлдашев Р. Системный анализ базовых понятий предметной области «российский страховой менеджмент» // Страхование дело. 1999. № 12. С. 32, 33.
224. Тэпман Л.Н. Риски в экономике: Учебное пособие / Под ред. В.А. Швадара. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002.
225. Турбина К.Е. Тенденции развития мирового рынка страхования. М.: Анкил, 2000.

226. Управление деятельностью коммерческого банка (Банковский менеджмент) / Под ред. О.И. Лаврушина. М.: Юристъ, 2002.
227. Уткин Э.А. Риск-менеджмент. М.: Ассоциация авторов и издателей «ТАНДЕМ». ЭКМОС, 1998.
228. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк. Управление и операции. М.: Все для Вас, 1993.
229. Усоскин В.М. Базельские стандарты банковского капитала: эволюция подходов // Деньги и кредит. 2000. № 3. С. 9–11.
230. Фабоцци Фрэнк Дж. Управление инвестициями. М.: Инфра-М, 2000.
231. Фадейкина Н.В. Регулятивный банковский процесс. СПб.: Питер, 1996.
232. Фабоцци Фрэнк Дж. Управление инвестициями. М.: Инфра-М, 2000.
233. Фалин Г.И. Математические основы теории страхования жизни и пенсионных схем. Изд. 2-е, перераб. и доп. М.: Анкил, 2002.
234. Фетисов Г.Г. Устойчивость коммерческого банка и рейтинговые системы его оценки. М.: Финансы и статистика, 1999.
235. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. М.: ИНФРА-М, 1996.
236. Филин С., Брук М., Федорова А. Преодоление риско-зависимости // Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. 2002. № 1. С. 60–63.
237. Финансирование роста. Выбор методов в изменчивом мире. М.: Весь мир, 2002.
238. Финансовые фьючерсы. М.: изд. МГУ, Ассоциация «Гуманитарное знание», 1993.
239. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Под ред. Н.Ф. Самсонова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000.
240. Финансово-кредитный словарь. Т. 1–3 / Под ред. В.Ф. Гарбузова. М.: Финансы и статистика, 1994.
241. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под ред. А.Г. Грязновой. М.: Финансы и статистика, 2002.
242. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. В.К. Сенчагова, А.И. Архипова. М.: Проспект, 2001.
243. Финансы, денежное обращение, кредит: Учебник / Под ред. Л.А. Дробозиной. М.: ЮНИТИ, 1997.
244. Фионин В.И., Морозов В.В. Экономический механизм конкурентоустойчивости предпринимательства. Самара: Издат. Центр СамГТУ, 2000.
245. Хандруев А.А. Управление рисками банков: научно-практический аспект // Деньги и кредит. 1997. № 6. С. 12–16.
246. Хант Б. Событие момента: настойчивый подъем риск-менеджмента/ Управление рисками. Под ред. Пикфорда Дж. М.: Вершина, 2004.
247. Харрод Р.Ф. К теории экономической динамики. М.: Наука, 1959.
248. Хизрич Р., Питере М. Предпринимательство, или как завести собственное дело и добиться успеха. М.: Наука, 1991. Вып. 1.
249. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов. М.: ПРИОР, 2002.
250. Ховард Р.А. Динамическое программирование и марковские цепи. М.: Экономика, 1964.
251. Хохлов Н.В. Управление риском: Учебное пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999.
252. Хорн Р. Основы управления финансами: Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1996.
253. Холт Р. Финансовый менеджмент: Пер. с англ. М.: Дело, 1993.
254. Холт Р., Барнес С. Планирование инвестиций. Пер. с англ. М.: Дело, 1994.
255. Хроника экономики // Известия. 2003. 4 марта.

256. *Чернов В.А.* Управленческий учет и анализ коммерческой деятельности / Под ред. М.И. Баканова. М.: Финансы и статистика, 2001.
257. *Чекулаев М.* Риск-менеджмент: управление финансовыми рисками на основе анализа волатильности. М.: Альпина Паблишер, 2002.
258. *Черкасов В.В.* Проблемы риска в управленческой деятельности / М.: Рефлбук, 1999.
259. *Чернов В.А.* Инвестиционная стратегия. М.: ЮНИТИ, 2003.
260. *Чернова Г.В.* Практика управления рисками на уровне предприятия. СПб.: Питер, 2000.
261. *Чернов В.А.* Анализ коммерческого риска / Под ред. М.И. Баканова. М.: Финансы и статистика, 1998.
262. *Четыркин Е.М.* Актуарные расчеты в негосударственном пенсионном и медицинском страховании. М.: Дело, 2002.
263. *Четыркин Е.М.* Финансовая математика: Учебник. Изд. 2-е, испр. М.: Дело, 2002.
264. *Четыркин Е.М.* Методы финансовых и коммерческих расчетов. М.: Дело, 1995.
265. *Четыркин Е.М.* Финансовый анализ производственных инвестиций. М.: Дело, 2001.
266. *Шапкин А.С.* Экономические и финансовые риски: оценка, управление, портфель инвестиций. М.: Дашков и К, 2004.
267. *Шапкин А.С.* Управление кредитным риском // Управление риском. 2003. № 2. С. 24–26.
268. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции: Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1999.
269. *Шахов В.В.* Страхование: Учебник. М.: ЮНИТИ, 2001.
270. *Шихов А.К.* Страхование: Учебное пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
271. *Шим Д.А., Сигель Д.* Финансовый менеджмент. Пер. с англ. М.: Филинь, 1996.
272. *Ширинская Е.Б.* Операции коммерческих банков: российский и зарубежный опыт. Изд. 2-е. М.: Финансы и статистика, 1995.
273. *Шпенглер О.* Закат Европы. М., 1923. Т. 1.
274. *Штырова И.А.* Современное состояние кредитного риск-менеджмента. // Бизнес и банки. 2003. № 46. С. 23–25.
275. *Шулькова Н.Н.* Организация мониторинга коммерческих банков и Центральном банке / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Саратов, 2000.
276. Экономика предприятия: Учебник / Под ред. Н.А. Сафронова. М.: Юрист, 1998.
277. Экономико-математический энциклопедический словарь / Под ред В.И. Данилова-Данильян. М.: ИНФРА-М, 2003.
278. Экономическая теория: Учебник / Под ред. Н.И. Базылева, С.П. Гурко. Минск: БГЭУ, 1997.
279. Экономическая энциклопедия / Под. ред. Л.И. Абалкина. М.: Экономика, 1999.
280. Эффективность капитальных вложений: Сборник утвержденных методик. М.: Экономика, 1983.
281. *Юлдашев Р.Т., Тронин Ю.Н.* Российское страхование: системный анализ понятий и методология финансового менеджмента М.: Анкил, 2000.
282. *Юлдашев Р.Т.* Организационно-экономические основы страхового бизнеса. М.: Анкил, 2002.
283. *Юрченко Л.А.* Финансовый менеджмент страховщика. Учебное пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
284. *Яковлева Т.Н.* Инвестирование банковских средств в экономику региона. /Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Екатеринбург, 1999.
285. *Яковлева Т.А., Шевченко О.Ю.* Страхование: Учебное пособие. М.: Юрист, 2003.

286. *Янкина И.А.* Управление активными операциями региональных коммерческих банков / Дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук. Иркутск, 2000.

287. *Ясин. Е.Г.* Российская экономика: истоки и панорама рыночных реформ. М.: Экономика, 2002.

288. *Яшин Н.С.* Конкурентоспособность промышленного предприятия: методология, оценка, регулирование. – Саратов: издат. Центр СГСЭУ, 1997.

289. *Altman E., Haldeman G., Narayan P.* ZETA Analysis: A New Model to Identify the Bankruptcy Risk of Corporations. // Journal of Banking and Finance. – 1977. – June.

290. *Barron J, Staten P.* The Value of Comprehensive Credit Reports. Lessons from the U. S. Experience. Credit Reporting System and the International Economy. Cambridge. Mass. MIT press. 2001.

291. *Bedser G.* Indecent Exposure / Credit Risk Credit Policy, Credit Risk Management Supplement // Risk Magazine. 1999. April.

292. *Bessis Joell* Risk-management in Banking. Australia: Jonh Wiley and Sons, LTD, 2002.

293. *Boulton Richard E. S., Libert Barry D., Sarnek Steve M.,* Cracking the Value Code. How Successful Businesses Are Creating.