

Т.К. Блохина, О.А. Карпенко

**РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ
НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ**

**Москва
Российский университет дружбы народов
2017**

УДК 338.24(470)(035.3)
ББК 65.290-2(2Рос)
Б70

Утверждено
РИС Ученого совета
Российского университета
дружбы народов

*Исследование проведено в рамках НИР № 061.105-0-000
плана фундаментальных научных исследований
Российского университета дружбы народов.*

Рецензенты:

доктор экономических наук, профессор РАНХ и ГС
при Президенте Российской Федерации *О.В. Рыбакова*;

доктор экономических наук, профессор,
Финансовый директор ООО «Гелио-ресурс ГИПХ» *Ю.В. Мелехин*

Блохина, Т. К.

Б70 Риск-менеджмент на фондовом рынке Российской Федерации в условиях санкций : монография/ Т. К. Блохина, О. А. Карпенко. – Москва : РУДН, 2017. – 152 с. : ил.
ISBN 978-5-209-07033-7

Издание подготовлено в рамках научно-исследовательской работы на кафедре «Финансы и кредит». Основное внимание уделено анализу финансовых рисков, проявляющихся на рынке ценных бумаг, методологии управления этими рисками. Акцент в исследовании сделан на современные условия с учетом введенных против России санкций и развивающихся на этом фоне кризисных явлений в экономике. Рассмотрены особенности управления рисками при долговом и венчурном финансировании. Показаны особенности заемной политики корпораций в условиях санкций, проблемы использования деривативов как средства минимизации рисков, направления совершенствования развития российского рынка ценных бумаг в кризисных условиях.

Монография отражает достижения в области развития финансового риск-менеджмента и определяет современные направления его развития на российском фондовом рынке в условиях экономических санкций.

Предназначена для научных работников, преподавателей, аспирантов, магистрантов экономических специальностей, специализирующихся в области Риск-менеджмента, Управления рискам», Корпоративных финансов.

УДК 338.24(470)(035.3)
ББК 65.290-2(2Рос)

ISBN 978-5-209-07033-7

© Блохина Т.К., Карпенко О.А., 2017
© Российский университет дружбы народов, 2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПЕРЕЧЕНЬ УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ	4
ВВЕДЕНИЕ	6
Глава 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К УПРАВЛЕНИЮ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ	9
1.1. Сущность и классификация финансовых рисков	9
1.2. Инструменты оценки рисков на фондовом рынке	18
1.3. Методы риск-менеджмента на рынке ценных бумаг	27
Глава 2. ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ НА РЫНКЕ ДОЛГОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ	38
2.1. Риски на рынке долговых финансовых обязательств	38
2.2. Управление кредитными рисками на основе показателей финансовой отчетности и интегральных моделей анализа	46
2.3. Российский рынок аналитических систем диагностики, оценки и мониторинга финансового состояния компании	54
Глава 3. АНАЛИЗ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ	77
3.1. Стратегии поведения экономических субъектов фондового рынка в условиях финансовых рисков, обусловленных действием санкций	77
3.2. Особенности применения методологии риск-менеджмента в условиях санкций	81
3.3. Управление рисками на фондовом рынке с использованием производных финансовых инструментов	97
Глава 4. НАПРАВЛЕНИЯ МИНИМИЗАЦИИ ПОСЛЕДСТВИЙ КРИЗИСНЫХ ЯВЛЕНИЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ	110
4.1. Пути повышения инвестиционной привлекательности рынка акционерного капитала	110
4.2. Формирование необходимых условий для преодоления дефицита капитала в России	119
4.3. Перспективы развития фондового рынка России в условиях действия экономических санкций	130
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	141
ЛИТЕРАТУРА	145

ПЕРЕЧЕНЬ УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ

РМ – риск-менеджмент

ГЭП – анализ разрыва процентных ставок

АЧП и ПЧП – активы и пассивы, имеющие чувствительность к изменениям процентных ставок

ЧПД – ожидаемые изменения чистого дохода в виде процентов

СФР – специальный фондовый риск, под которым понимается риск неблагоприятного изменения текущей стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов под влиянием факторов, связанных с эмитентом ценных бумаг.

ОФР – общий фондовый риск

РР – совокупная величина рыночного риска

ПР – величина рыночного риска по финансовым инструментам, чувствительным к изменениям процентных ставок (далее – процентный риск)

ФР – величина рыночного риска по финансовым инструментам, чувствительным к изменению текущей (справедливой) стоимости на долевые ценные бумаги

ВР – величина рыночного риска по открытым кредитной организацией позициям в иностранных валютах и драгоценных металлах

VaR (Value-at-Risk) – стоимость под риском, метод оценки рисков

Shortfall – метод оценки рисков

Standard & Poor's, Moody's, Fitch – международные рейтинговые агентства

«Эксперт РА», Национальное рейтинговое агентство (НРА), АК&М

RusRating – национальные рейтинговые агентства России

AuditExpert – одна из ведущих аналитических систем диагностики, оценки и мониторинга финансового состояния на основе данных финансовой и управленческой отчетности.

ВВЕДЕНИЕ

Российская экономика в настоящее время вступила в новый этап развития экономических отношений, который характеризуется усилением влияния рисков, обусловленных, с одной стороны, финансовым и экономическим кризисом, а, с другой – действием экономических санкций, введенных США и странами Европейского союза в связи с присоединением Крыма к России. И воздействие кризиса, и последствия санкций являются серьезными рисками развития российской экономики, но наиболее сильное влияние эти факторы оказывают на развитие финансовых рисков, которые в большей степени способны разрушить стабильность функционирования экономики и понизить ее эффективность. Среди этой группы финансовых рисков наибольшую опасность несут систематические или рыночные риски, что связано с их особым воздействием на все экономические отношения в стране.

Значительное влияние рыночные риски (валютные, процентные, ценовые) оказывают на участников фондового рынка, что находит проявление в возникновении периодических кризисов, сопровождающихся значительными потерями капитала. В связи с чем возникает необходимость поиска новых методов защиты от этих рисков, что связано с совершенствованием риск-менеджмента в процессе работы на фондовом рынке. При этом требуются новые формы привлечения капитала, которые ранее не использовались на российском фондовом рынке, такие как венчурное финансирование с использованием заемного капитала. В России опыт работы с венчурными структурами еще весьма ограничен,

поэтому повышается интерес к изучению венчурного финансирования с возможностью применения западного опыта. Значение этих вопросов возрастает в связи с разработкой целевой политики государства по повышению стабильности российской экономики и повышению ее эффективности.

Важное значение управление рисками имеет в финансовой политике корпораций. Особенно чувствительны в этом отношении корпорации, осуществляющие активную заемную политику или привлекающие венчурное финансирование. Для таких компаний повышается значение риск-менеджмента согласованной политики управления рисками. Причем в нынешних условиях устоявшиеся методологии малоэффективны, так как не учитывают и не отражают влияния тех отрицательных факторов, которые возникли в последний год. В связи с чем требуется разработка новых механизмов развития риск менеджмента на фондовом рынке с учетом влияния кризисных проявлений на деятельность корпораций.

В условиях неустойчивого развития мировых финансовых рынков, сопровождающегося периодическими финансовыми кризисами, возникает потребность в разработке механизмов управления несистематическими рисками, а также совершенствовании методов защиты от систематических рисков. Как одно из перспективных направлений развития методов защиты от рисков выступают производные финансовые инструменты (деривативы). Участники фондового рынка как субъекты, непосредственно подвергающиеся влиянию финансовых рисков, могут минимизировать их с помощью деривативов. В связи с чем расширяется диапазон использования производных финансовых инструментов в качестве основных инструментов управления финансовыми рисками на фондовом рынке. Это, в свою очередь, требует изучения методов их оценки и влияния на уровень волатильности рынка, а также эффективности инвестиционных стратегий с их применением. Данные проблемы в настоящее

время еще недостаточно изучены, особенно это касается аналитических и практических аспектов управления рисками, что обуславливает актуальность исследования риск-менеджмента на российском фондовом рынке в современных условиях.

Глава 1

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К УПРАВЛЕНИЮ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

1.1. Сущность и классификация финансовых рисков

Под *риском* понимается уровень неопределенности в отношении будущих денежных потоков. Неопределенность возникает в случае непредвиденного изменения, от качества которого зависит результат управления риском.

Эту зависимость можно представить в следующем виде:

Действительное = изменение	Ожидаемое + изменение	Непредвиденное изменение
----------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

В современной экономической теории категория риска выступает в качестве меры неопределенности. Характеристика риска связана с количественной оценкой вероятности наступления событий и определением источника его возникновения.

Информация о возможных стоимостях актива и связанных с ними вероятностях финансового результата предполагаемых событий называется распределением вероятностей.

В количественном выражении неопределенность подразумевает возможность отклонения от ожидаемого результата или некоего среднего значения как в меньшую, так и в большую сторону. Поэтому риск инвестора может обернуться как прибылью, так и убытками, и в этом рассмотрении его можно представить как спекулятивный (с отклонением финансового результата в обе стороны)¹.

Будущая величина финансового потока для инвестора, приобретающего ценные бумаги, вариативна:

- если величина колеблется вокруг определенного среднего уровня, вариация является случайной;
- если изменения величины происходят в определенном направлении, они говорят о систематической вариации.

Таким образом, риск представляет собой количественную меру неопределенности. При этом он обладает следующими качественными характеристиками:

- риск всегда характеризуется наличием фактора риска, т.е. существует конкретная причина его возникновения – источник риска;
- существует и объект воздействия этого фактора – субъект риска: человек и его здоровье, материальные ценности, финансовые потоки и т.д.;
- каждый вид риска имеет свой механизм взаимодействия фактора риска и субъекта риска, определяющий его чувствительность к риску.

Неожиданные изменения в финансовых потоках инвестора могут быть:

- обусловлены теми изменениями, которые происходят на рынке;
- связаны с невозможностью быстрой и безубыточной конвертации принадлежащих инвестору активов в деньги;

¹ Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами. – М.: Дело, 2009. – С. 342.

- возникают в связи с неисполнением контрагентом своих обязательств;
- связаны с собственными ошибками.

Процесс производственной или финансовой деятельности для его участников связан с различными видами рисков, различающимися между собой местом и временем возникновения. Кроме того, на них оказывает воздействие совокупность факторов, отражающих уровень развития того или иного риска, что создает условия для выбора способа анализа и метода описания рисков. В связи с усложнением в современных условиях задачи обеспечения стабильного финансового состояния предприятия или организации, обусловленного неопределенностью экономической ситуации в стране, подверженности периодическим кризисам финансовых рынков на первый план выходят финансовые риски, которые становятся проблемой практически для всех хозяйствующих субъектов. Финансовый риск представляет собой неопределенность при совершении финансовой операции, исход которой сопряжен с приобретением или потерей финансовых средств, что может угрожать нарушению финансовых отношений, обеспечивающих деятельность конкретного предприятия или организации. Существует множество классификаций финансовых рисков, в основе которых лежит дифференциация рисков путем их деления на две большие группы – несистематические и систематические (рыночные) риски. Именно эти две группы финансовых рисков определяют основные условия для формирования методов управления рисками.

Несистематические риски связаны с деятельностью на рынке конкретного предприятия. Источником их происхождения могут быть неквалифицированный финансовый менеджмент, неэффективная структура активов или капитала, чрезмерная приверженность к рискованным финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценка экономических партнеров и другие факторы, отрицательное воздействие

которых можно предотвратить путем повышения эффективности управления. К группе несистематических рисков относятся: риски понижения финансовой устойчивости, риски ликвидности, инвестиционные, кредитные и операционные риски и пр.

Систематический, или рыночный, риск представляет собой неопределенность, возникающую при осуществлении производственной деятельности предприятия, сопровождающейся обменом несистематическими рисками, что может привести к изменениям на макроэкономическом уровне. Этот тип риска измеряется количественно вероятностью потерь или приобретений и возникает только в рамках изменения конъюнктуры фондового рынка или при других аналогичных случаях, не поддающихся воздействию со стороны самого предприятия. К основным систематическим финансовым рискам относятся: инфляционный, процентный, ценовой и валютный риски. Финансовые риски, которые связаны с вероятностью изменения котировок активов, цен, процентных ставок и курсов валют, имеют низкую возможность снижения и трудности в прогнозировании.

Причиной зарождения рыночных рисков является пересечение различных по целям стратегий ведения бизнеса или совокупное целенаправленное действие всех участников экономических отношений. В связи с чем эти риски имеют отрицательное воздействие на финансовую деятельность участников экономических отношений и, как следствие, возникновение и развитие несистематического риска порождает нестабильность на фондовом рынке.

Увеличение интенсивности влияния рисков в рыночной экономике обуславливает необходимость эффективного управления финансовыми рисками. Структура управления этой группой рисков выстраивается как регулирование деятельности отдельного предприятия ввиду того, что такие риски имеют локальную форму проявления. В то время как систематические риски на фондовом рынке в отличие от

предыдущих рисков носят непредсказуемый, глобальный характер, их сложно анализировать и поэтому они требуют особых способов управления, основанных на использовании специфического инструментария.

Основные риски инвестирования можно сгруппировать по двум направлениям с целью применения соответствующего метода управления рисками¹.

1. Риски, определяемые факторами, общими для экономики в целом:

- Рыночный риск – это риск изменения значений параметров рынка.

- Систематический риск – связан с общерыночными колебаниями цен и доходности, не может быть уменьшен путем диверсификации.

- Недиверсифицируемый риск – риск, который не может быть устранен посредством диверсификации.

2. Собственный уникальный риск, присущий только одной ценной бумаге:

- Уникальный риск – риск, специфический для данной компании, который может быть локализован посредством диверсификации.

- Несистематический (специфический) риск – отражает изменчивость доходности данной ценной бумаги и обусловлен инвестиционными качествами конкретной акции или облигации. Ее можно уменьшить путем диверсификации.

- Диверсифицируемый риск – вид рисков, от которого можно защититься посредством диверсификации.

При оценке ценных бумаг ключевое значение имеет выявление рыночных рисков.

Рыночный риск – это риск потерь, возникающих вследствие изменения рыночных цен. Этот риск проявляется в изменении параметров рынка, таких как процентные ставки,

¹ Резниченко В.Ю. Управление финансовыми рисками банка: учеб. пособие / В.Ю. Резниченко, И.В. Цыганкова. – М.: ММИЭ, 2005. – С. 72.

курсы валют, цены акций или товаров, в результате чего возникает корреляция между этими рыночными показателями и их волатильность. Иначе говоря, рыночный риск – это неопределенность будущих изменений рыночных факторов.

Рыночные риски реализуются в том случае, если потери инвестора обусловлены произошедшими изменениями на рынке, т.е. по причине неопределенности влияния рыночных факторов изменилась динамика цен на рынке. К этим рискам относятся процентные ставки, курсы валют, положение на товарных рынках и т.д.

Рыночный риск обусловлен изменениями на 3-х финансовых рынках:

- рынок инструментов с фиксированной доходностью (рынок долговых обязательств);
- рынок акций;
- валютный рынок.

По источнику проявления или сегментам рынка рыночные риски классифицируются на следующие виды:

- процентный риск;
- валютный риск;
- фондовый риск.

Процентный риск – это вероятностный показатель возможных потерь в результате изменений процентных ставок. Процентный риск включает в себя:

– *риск переоценки или временного разрыва*, который характеризует возможные изменения сроков погашения инструментов с фиксированной процентной ставкой, колебание плавающих процентных ставок по активам и обязательствам эмитента. Этот риск возникает при привлечении и размещении ценных бумаг по одинаковой базовой ставке, но имеющей некоторый временной разрыв относительно даты их пересмотра, что оказывает влияние на сдвиг в структуре активов и пассивов эмитента;

– *риск изменения кривой доходности* – это риск изменения уклона и формы кривой доходности, описывающей из-

менение параметров показателей деятельности предприятия, что может неблагоприятно повлиять на доходы эмитента и его экономическую стоимость;

– *базисный риск* – связан с изменениями общего уровня процентных ставок. Он проявляется как риск непропорционального изменения ставок процента двух финансовых инструментов, используемых инвестором для взаимного хеджирования. Возникает при неполном соответствии изменений ставок процента между двумя активами, один из которых используется для финансирования другого.

При измерении подверженности риску, связанному с изменением процентных ставок, применяется анализ разрыва (ГЭП), который основан на оценке влияния процентной ставки на процентную прибыль:

$$ГЭП = АЧП - ПЧП,$$

где *АЧП* и *ПЧП* – активы и пассивы, имеющие чувствительность к изменениям процентных ставок.

Ключевым моментом использования методики анализа разрыва выступают следующие факторы:

- прогноз тенденции изменения процентных ставок;
- определение горизонта планирования;
- выделение активов и пассивов, чувствительных к изменению процентных ставок, группируемых по срокам погашения, а также активов/пассивов, не чувствительных к изменению процентных ставок.

Введение горизонта планирования можно рассматривать как способ учета временного фактора. При этом если изменения по ставке процента для *АЧП* и *ПЧП* одинаковы, то:

$$ЧПД = (ГЭП) \cdot (I),$$

где *ЧПД* – ожидаемые изменения чистого дохода в виде процентов; *I* – ожидаемое изменение уровня процентных ставок.

$$ЧПД = \text{Процентные доходы} - \text{Процентные расходы}.$$

На ЧПД, выраженные в процентах, оказывают влияние:

- изменения в уровне процентных ставок;
- норма дохода;
- величина процентного дохода.

Валютный риск – вероятность возникновения отрицательных изменений стоимости активов в связи с изменением курса одной валюты по отношению к другой. Этот риск включает в себя:

– *операционный риск* – отражает влияние валютного курса на кредиторско-дебиторскую задолженность предприятия, его можно представить как разницу между валютным курсом, по которому осуществляется реальная оплата, и курсом, по которому данная оплата будет учтена в национальной валюте;

– *экономический валютный риск* – связан с неблагоприятным изменением валютного курса и его воздействием на экономическое положение предприятия;

– *трансляционный риск* – возникает при переоценке валютных счетов/операций в национальную валюту. Этот риск характерен для компаний, имеющих филиалы за рубежом, которые осуществляют периодическую консолидацию финансовой отчетности, в результате которой могут появляться несоответствия между активами и пассивами, отраженными в валютах различных стран.

Оценка валютного риска происходит следующим образом: определяется валютная позиция на конкретную дату, которая зависит от степени волатильности курсов конкретных валют и поэтому определяется на основе их динамики в предшествующем периоде. Величина валютного риска равна сумме открытых валютных позиций в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах.

Фондовый риск – вероятность потерь, связанных с изменением курсовой стоимости ценных бумаг при проведении сделок на фондовом рынке. Важнейшим критерием класси-

фикации фондового риска служат сроки проведения операций с ценными бумагами и виды таких операций.

К факторам, оказывающим влияние на стоимость ценных бумаг, а, следовательно, и на вероятность возникновения фондового риска, относятся:

1. Фундаментальные факторы, под которыми понимается влияние ключевых макроэкономических показателей, характеризующих состояние национальной экономики и оказывающих воздействие на ожидания участников рынка ценных бумаг.

2. Технические факторы — представляют собой индикаторы, построенные в рамках технического анализа фондового рынка, который предполагает, что будущее движение курса финансовых инструментов зависит от закономерностей, сложившихся в предыдущих периодах.

3. Ухудшение или улучшение финансовой отчетности эмитентов ценных бумаг.

4. Форс-мажорные обстоятельства, в том числе природные катаклизмы, войны, смена правительства и пр.

Анализ фундаментальных факторов включает изучение динамики паритета покупательной способности, изменение ВВП страны, ключевой и реальной процентной ставки, изменение уровня безработицы, инфляции, платежного баланса, а также фондовых индексов ведущих мировых бирж.

Рынок ценных бумаг может попадать в неравновесное состояние под влиянием не только фундаментальных, но и психологических факторов, определяющих ожидания участников рынка, а также действий самих участников, в связи с чем прогноз на основе исторических данных курсов ценных бумаг требует дополнения кризисными сценариями, которые отражают ожидания рынка с учетом того положения, что изменение курсовой стоимости ценных бумаг может оказывать влияние на фундаментальные факторы.

Фондовый риск определяется как сумма двух величин:

$$\Phi P = C\Phi P + O\Phi P,$$

где $C\Phi P$ – специальный фондовый риск, под которым понимается риск неблагоприятного изменения текущей стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов под влиянием факторов, связанных с эмитентом ценных бумаг; $O\Phi P$ – общий фондовый риск.

1.2. Инструменты оценки рисков на фондовом рынке

Выше были рассмотрены виды рисков, которые возникают при работе на фондовом рынке. Однако сферы и масштабность их проявления во многом зависят от правильности их идентификации и анализа, а также оценки рисков. В значительной степени проведение управленческих мероприятий требует предварительного планирования по управлению всеми видами рисков, которое состоит в построении моделей развития будущих ситуаций и применение соответствующих методов с целью получения положительного результата. Такая работа разбивается на несколько функций, среди которых:

- функция организации, представляющая реализацию метода идентификации и анализа рисков;
- функция контроля, реализуемая за счет применения метода элиминирования. Эта функция может выполнять защиту результатов и координировать действия, которые обеспечивают непрерывное и упорядоченное управление;
- функция мотивации имеет основную цель применения – защиту от рисков доходных финансовых операций, играющих ключевую роль в деятельности предприятия.

Современные условия развития мирового фондового рынка отмечены волной кризисов, связанных с изменением

оборота капитала, т.е. его активным оттоком и перемещением между рынками в соответствии с изменением нормы прибыли. Естественно, что в таких условиях все операции с фондовыми инструментами с особой силой подвержены воздействию фондовых рисков. В этой связи для риск-менеджмента возникает потребность корректировки методологии управления этими рисками. Самым безопасным или консервативным способом является резервирование, основанное на покрытии риска в соответствии с необходимым размером резервов под обесценение ценных бумаг, сопоставимым с размером фондового риска.

При этом существует несколько рекомендаций, суть которых состоит в следующем: необходимо стремиться привести соотношение резервов под риск и уровня риска максимально близко к 1, так как это обеспечивает полное покрытие фондового риска созданными резервами. В случае если объем резервов выше 1, то резервы, предназначенные для покрытия возможных потерь, будут превышать фондовый риск, а если ниже 1, то в этом случае объема резервов не хватит для покрытия фондового риска.

Кроме того, для снижения фондового риска рекомендуется использовать метод диверсификации, суть которого состоит в минимизации фондового риска путем формирования портфеля, состоящего из акций разных эмитентов. При таком подходе при снижении курса одной акции общая стоимость портфеля не будет подвержена значительному воздействию. По мнению экспертов, оптимальная диверсификация портфеля акций достигается включением в него 30 ценных бумаг различных эмитентов.

Для управления фондовым риском чаще всего используется специфическая стратегия диверсификации, основанная на включении акций эмитентов нескольких отраслей экономики (например, нефтяной отрасли, ритейла, строительной индустрии и т.д.). Такая стратегия развивается путем покупки акций эмитентов из разных стран, в результате чего

возникает преимущество в сравнении с портфелем акций эмитентов одной страны. Этот метод обеспечивает снижение рисков с целью сохранения общей стоимости портфеля ценных бумаг.

Методология управления рисками строится на их предварительной оценке, в рамках которой рассматриваются следующие финансовые инструменты:

- обыкновенные акции;
- депозитарные расписки;
- облигации и привилегированные акции, ограниченные условиями конверсии в обыкновенные акции;
- производные финансовые инструменты на индекс ценных бумаг или сводный фондовый индекс.

Расчет фондового риска основан на определении чистых позиций по фондовым финансовым инструментам, которые учитываются на балансовых и внебалансовых счетах, а также на внебалансовых счетах, где производится учет производных финансовых инструментов, в базисном активе которых лежат определенные финансовые инструменты (путем их группировки).

Следующий этап включает расчет нетто- и брутто-позиций. Под нетто-позицией по конкретному портфелю рассчитывается разница между суммой чистых длинных позиций и суммой чистых коротких позиций (без учета знака позиций). Брутто-позиция по конкретному портфелю, в свою очередь, рассчитывается суммированием чистых длинных и чистых коротких позиций (без учета знака позиции).

В этих расчетах предусмотрены некоторые корректирующие коэффициенты. Так, если сумма чистых длинных и чистых коротких позиций по рассчитываемым инструментам без риска (риск равен 0%) или с минимальным риском (до 0,25%), то этот риск может быть взвешен с коэффициентом риска 2% при соблюдении некоторых условий, в том числе:

а) ни одна из конкретных длинных и (или) коротких позиций по оцениваемому инструменту не должна превышать 5% совокупной стоимости всех финансовых инструментов, по которым рассчитывается финансовый риск;

б) ни одна из этих позиций не должна превышать 10% при условии, что сумма вышеуказанных позиций не должна превышать 50% совокупной стоимости финансовых инструментов, по которым рассчитывается финансовый риск.

В Российской Федерации методология расчета рисков утверждена Положением ЦБ РФ «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» от 14.11.2007 г. N 313-П. В соответствии с Инструкцией Банка России от 16.01.2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков» величину рыночного риска банки обязаны включать в расчет норматива достаточности собственных средств (капитала) банка.

На основании этих документов предусмотрен особый порядок расчета размера рыночного риска, в соответствии с которым совокупная величина этого риска рассчитывается по формуле:

$$PP = 12,5 \cdot (ПР + ФР) + ВР,$$

где PP – совокупная величина рыночного риска; $ПР$ – величина рыночного риска по финансовым инструментам, чувствительным к изменениям процентных ставок (далее – процентный риск); $ФР$ – величина рыночного риска по финансовым инструментам, чувствительным к изменению текущей (справедливой) стоимости на долевые ценные бумаги; $ВР$ – величина рыночного риска по открытым кредитной организацией позициям в иностранных валютах и драгоценных металлах.

В практике риск-менеджмента получили распространение несколько способов оценки рыночного риска. Так, очень популярен метод измерения величины рыночного риска путем использования среднеквадратического (стандартного)

отклонения. Этот метод основан на определении рыночного риска как риска, связанного с отклонением рыночной стоимости финансового актива от его первоначальной стоимости. Однако этот метод имеет ряд недостатков, ограничивающих возможности его применения на фондовом рынке.

Во-первых, этот метод учитывает все отклонения от ожидаемого значения (как положительные, так и отрицательные), а это не отражает реальной величины риска.

Во-вторых, при использовании в расчетах распределения вероятностей происходит искажение величины риска.

В-третьих, в этом методе применяется оценка риска в виде стандартного отклонения, которая имеет ограниченные возможности управления рисками, так как не позволяет использовать показатели размера возможных денежных потерь.

В современных условиях практика развития риск-менеджмента на фондовом рынке представлена следующими методологиями, направленными на оценку возможных потерь от работы с финансовыми инструментами и инвестиционными портфелями:

- VaR (Value-at-Risk – «стоимость под риском»);
- Shortfall.

Расчет риска на основе метода Value-at-Risk (VaR). Основы этого метода строятся на количественной оценке величины рыночного риска торгуемых на фондовом рынке позиций.

VaR можно представить как выраженную в денежных единицах базовой валюты оценку величины, которую не превысят ожидаемые в течение данного периода времени (временного горизонта) потери с заданной вероятностью (уровня доверия). База для оценки VaR – динамика курсов и цен инструментов за установленный предыдущий период времени.

Выбор временного горизонта производится на основе срока нахождения финансового инструмента в портфеле или уровня его ликвидности, а также минимального реального

срока, в течение которого возможно реализовывать на рынке данный инструмент без ощутимого убытка. Этот временной интервал может быть измерен количеством торговых дней.

Доверительный интервал, или вероятность, выбирается при расчете в зависимости от предпочтений по риску, которые регламентируются нормативными документами. Так, Базельским комитетом по банковскому надзору рекомендуется уровень в 99%, на который должны ориентироваться регулирующие органы. На практике при расчете доверительного интервала применяется уровень в 95% и 99%.

Величина VaR может быть рассчитана тремя основными методами:

- параметрическим;
- методом исторического моделирования;
- методом Монте-Карло.

Параметрический метод расчета VaR. Этот метод используется для оценки рыночного риска финансовых инструментов, по которым имеется открытая позиция. Однако параметрический метод не используется для оценки риска активов с нелинейными ценовыми характеристиками. Основной недостаток данного метода состоит в том, что задается предположение о нормальном распределении доходностей финансовых инструментов, а на практике это не соответствует параметрам реального финансового рынка. В связи с чем параметрический расчет VaR требует регулярного расчета волатильности котировок ценных бумаг, валютных курсов, процентных ставок или иных риск-факторов, от которых зависят изменения стоимости открытых торговых позиций.

Основную формулу определения VaR с учетом стоимости позиции актива можно представить в следующем виде:

$$VaR = V \cdot \lambda \cdot \sigma,$$

где λ – квантиль нормального распределения для выбранного доверительного уровня, который отражает положение искомого значения случайной величины относительно среднего

значения, выраженного в количестве стандартных отклонений доходности портфеля. При этом нужно учитывать следующие показатели: при вероятности отклонения от среднего, равного 99%, квантиль нормального распределения составляет 2,326, при 95% – 1,645; σ – волатильность изменения риск-фактора, под которой понимается стандартное (среднеквадратическое) отклонение изменения риск-фактора относительно его предыдущего значения; V – текущая стоимость открытой позиции, представляющая собой рыночную стоимость финансовых инструментов.

Таким образом, данный анализ позволяет инвестору понять, какое количество финансовых ресурсов он может потерять. Показатель VaR очень важен при построении портфеля ценных бумаг, так как дает возможность спланировать свой финансовый результат при вложении денежных ресурсов. На основе знания риска принимается решение о целесообразности вложения денежных средств, а также при возможности уменьшения финансовых потерь.

Метод исторического моделирования расчета VaR. Данный метод основан на предположении о стационарности поведения рыночных цен в ближайшем будущем. Применение метода основано на выборе периода времени (обычно берется количество торговых дней), позволяющего отслеживать исторические изменения цен всех активов, включенных в портфель. Каждому периоду времени соответствует модель сценария изменения цен. Гипотетические цены активов рассчитываются как их текущие цены, умноженные на прирост цены, соответствующий выбранному сценарию. После чего необходимо произвести полную переоценку всего текущего портфеля по ценам, которые смоделированы на базе развития исторических сценариев, а в рамках каждого сценария вычислить изменение стоимости текущего портфеля. Затем полученный результат ранжировать по номерам в порядке убывания (от самого высокого прироста до самого значительного убытка). И, наконец, в соответствии с выбранным уровнем

доверия величину VaR можно определить как максимальный убыток, соответствующий абсолютной величине изменения с номером, равным целой части числа $(1 - \text{квантиль при заданном уровне доверия})$, умноженного на число сценариев.

Метод исторического моделирования за счет большого числа значений дает возможность наиболее точно оценивать риски, что позволяет его использовать с целью оценки риска активов, которые имеют нелинейные ценовые характеристики. Преимущество этого метода состоит в том, что он исключает высокое влияние модельного риска, поскольку основывается на реально наблюдавшейся в прошлом модели, без учета предположений о нормальном распределении или какой-либо другой стохастической модели динамики цен на рынке. Однако при расчете VaR данным методом существует вероятность ошибочного измерения при малом периоде исторической выборки, и при этом из выборки не исключаются наиболее старые наблюдения, что значительно снижает точность моделирования.

Метод Монте-Карло расчета VaR. Метод Монте-Карло, или метод стохастического моделирования, представляет один из сложнейших методов расчета VaR, при этом его точность значительно выше, чем других методов. Метод Монте-Карло основан на изменении цен активов, но используются заданные параметры распределения (математическое ожидание, волатильность). Данный метод допускает проведение большого количества испытаний для разовых моделирований развития ситуации на рынках с расчетом финансового результата по портфелю. Результаты испытаний должны обеспечить получение распределения ожидаемых финансовых результатов, на основе которых через отсечение наименее худших по выбранной доверительной вероятности может быть получена VaR-оценка. Проведение расчета состоит в следующем. По ретроспективным данным (прошлым периодам времени) проводится расчет оценки математического ожидания и волатильности. Использование датчиков случай-

ных чисел позволяет рассчитанные значения генерировать путем нормального распределения и заносить их в специальную таблицу. Далее вычисляют траекторию модельных цен с помощью формулы натуральных логарифмов и производят переоценку стоимости портфеля.

Оценку VaR методом Монте-Карло проводят на основе использования программных средств, поэтому рассчитываемые модели представляют не формулы, а подпрограммы. Таким образом, преимущества метода Монте-Карло состоят в том, что этот метод создает условия для использования в расчетах риска любые модели независимо от их сложности, что также обеспечивается использованием любых числовых распределений.

Кроме того, метод позволяет моделировать поведение рынков, в том числе трендов различной волатильности, изменяющих корреляцию между факторами риска. Недостатки этого метода оценки рисков проявляются в том, что игнорируются важные факторы, требуемые для проведения учета рыночных рисков. Так, модель VaR не учитывает вклад рынка в конкретные риски, влияние структурных изменений портфеля на увеличение риска, а также не выделяет инструментов хеджирования, контролирующими специфические риски. В то же время эта модель не позволяет оценить наихудший возможный убыток за пределами значения VaR: обычно когда задан уровень доверия 95%, неизвестен размер потерь в оставшихся 5% случаев.

В качестве альтернативной оценки рыночного риска модели VaR используется методология *Shortfall*, представляющая собой среднюю величину потерь, превышающих VaR.

Shortfall применяется как более консервативная методика оценки риска по сравнению с VaR. Для одинаковых уровней вероятности, согласно *Shortfall*, требуется резервирование большего капитала. Таким образом, это позволяет учитывать более значительные потери, которые могут наступить

с незначительной долей вероятности. Метод Shortfall создает условия для оценки риска даже в таких случаях, когда возникают отклонения на краях распределения плотности вероятностей от нормального распределения.

1.3. Методы риск-менеджмента на рынке ценных бумаг

Одно из фундаментальных положений инвестиционного анализа состоит в следующем: чем выше риск, тем более высокую ставку дохода может потребовать инвестор для компенсации риска. Управление рисками представляет собой действия по минимизации риска и защите от него с помощью различных методов, в том числе уклонения, локализации, диссипации (разделения риска во времени), компенсации.

Выбор метода управления обуславливается отношением риска к определенной группе. Для чего сложилась классификация рисков по последствиям для инвестора, которая позволяет оценить, какой должна быть доходность интересующей инвестора ценной бумаги.

Природа формирования рисков:

1. Макроэкономические риски имеют макроэкономическую природу возникновения и влияют на большую часть ценных бумаг. Эти риски оказывают влияние через такие факторы, как динамика валового национального продукта, уровень безработицы, изменение цены на нефть и т.д.

2. Отраслевые риски связаны с особенностями функционирования отдельных отраслей. На первом этапе определяется стадия жизненного цикла данной отрасли согласно следующей простейшей классификации:

- отрасли, подверженные циклическим колебаниям;
- менее подверженные циклическим колебаниям;
- стабильно работающие;
- быстро растущие молодые отрасли.

На втором этапе выделяются позиции отрасли, определяющие их отношение к деловому циклу и макроэкономическим условиям. Оценку цикличности развития отрасли можно провести путем сравнения динамики ее развития с общерыночными тенденциями развития. Такой анализ создает условия для определения дальнейших событий в зависимости от прогноза изменения процентных ставок и общерыночной конъюнктуры.

Третий этап посвящен качественному анализу и прогнозированию перспективы развития отрасли. Поскольку развитие отраслевого риска связано со спецификой самой отрасли, то за исходную информацию берутся объем продаж, доходы предприятий, их дивиденды, инновации и т.д.

3. Риски предприятия могут быть обусловлены деятельностью компании-эмитента. Риск объекта инвестирования в основном определяется уровнем доходности эмитента и способностью к выплате дохода и погашению всех обязательств по ценной бумаге.

Таким образом, риски объекта инвестирования связаны с возможностью наступления событий случайного характера и возникновения потерь от вложений в ценные бумаги эмитента, подверженного этому риску.

К рискам предприятия относятся риски, связанные с типом стратегии поведения предприятия на рынке. Стратегия предприятия может ограничиваться в рамках стратегии консервативного типа, т.е. без его расширения. В то время как стратегия предприятия агрессивного типа ориентирована на расширение и универсализацию производства. Предприятие умеренного риска сочетает консервативное и агрессивное поведение на рынке.

Финансовый риск может возникнуть в результате осуществления вложений в предприятие-эмитента, т.е. уровень развития которого зависит от квалификации менеджеров, осуществляющих управление предприятием. Ошибки, допу-

ценные менеджерами, могут привести к ущербу тех, кто вложил средства в ценные бумаги данного эмитента¹.

Риски, возникающие в случае невыплаты дивидендов, можно рассматривать как частный случай проявления управленческого риска, что связано с долей каждого инвестора в компании. Такие риски анализируются по двум позициям:

- Права инвестора.
- Структура корпоративного управления.

В рамках выявленной природы возникновения риска существует возможность выбора варианта использования инструментов, степень их воздействия и др.

Управление рисками является одним из вариантов четырех различных предпринимательских стратегий².

1. Избежание риска – метод обеспечения отказа от совершения какого-либо действия или осуществления решения, которые характеризуются высокими рисками.

2. Контроль и предупреждение риска – набор действий, связанных с удержанием рисков путем проведения активного воздействия на него со стороны компании, обеспечивающего понижение уровня вероятности исполнения рискового события или минимизации возможного ущерба, возникающего вследствие наступления этого события.

3. Сохранение риска – метод применения особых действий в случае оценки уровня риска приемлемым для компании, когда она не может воздействовать на этот риск или считает такие действия экономически неэффективными.

4. Передача риска – действия, связанные с передачей риска третьим лицам, осуществляются в условиях невозможности воздействия на него или наличия экономической нецелесообразности, когда уровень риска превышает допустимый уровень для компании. Основные действия связаны с пере-

¹ Рынок ценных бумаг / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2008. – С. 112.

² Уткин Э.А. Риск-менеджмент. – М.: Эксмо, 2010. – С. 112.

дачей риска путем страхования или хеджирования на фондовом рынке.

Избежание (предотвращение) рисков как метод реализуется через заблаговременное изучение конкретных видов рисков и принятие мер к недопущению развития таких событий, которые могут привести к реализации угроз или возникновению потери. Предотвращением рисков необходимо заниматься до наступления действия отрицательных факторов. Так, при выдаче кредитов необходимо в качестве меры предотвращения невозврата средств проводить предварительную экспертизу документов заемщиков, предоставляемых ими для выдачи кредита¹.

Суть этого метода состоит в избежании попадания в зону воздействия риска, т.е. исключение занятия деятельностью с повышенным риском в таких масштабах, которые для данного субъекта инвестиционной деятельности представляются затруднительными для преодоления. Такой метод наиболее прост и радикален, поскольку включает мероприятия, полностью исключающие конкретные виды рисков. Избежание предполагает отказ от определенных ожиданий, участия в рискованных процессах, а также передачу риска другим лицам. Практически это может быть реализовано в форме отказа экономического субъекта от совершения инвестиционных операций, имеющих высокие риски или предпочтение менее рискованных проектов. К ним можно отнести следующие²:

– отказ от исполнения инвестиционных операций с высоким уровнем риска. При высокой эффективности этой меры она используется весьма ограниченно;

– отказ от привлечения больших объемов заемного капитала. Оптимальная доля заемного капитала обеспечивает избежание таких существенных рисков, как потери финансо-

¹ Хохлов Н.В. Управление риском. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011. – С. 142.

² Уткин Э.А. Риск-менеджмент. – М.: Эксмос, 2010. – С. 173.

вой устойчивости. Однако применение ограничительных мер может оказывать влияние на снижение эффекта финансового левериджа, т.е. ограничение возможностей получения дополнительного дохода на вложенный капитал;

– отказ от привлечения оборотных активов, имеющих низколиквидные формы, например, форму товарно-материальных запасов и др. Избежание риска неплатежеспособности в будущем периоде может быть обеспечено за счет повышения уровня ликвидности этих активов;

– отказ или ограничение направления временно свободных денежных средств в краткосрочные финансовые вложения, что способствует снижению до минимума депозитного и процентного рисков;

– отказ от сотрудничества с ненадежными партнерами.

Контроль и предупреждение риска реализуется через технический мониторинг ситуации, который обеспечивает оценку и быстрое реагирование на некоторые технические риски, в том числе: технологические изменения, снижение качества продукции, ошибки, допущенные при согласовании проектно-сметной документации.

Данный метод управления рисками основан на применении предупреждающих инструментов управления, таких как:

- ценовое регулирование;
- управление размером финансового левериджа;
- оптимизация налоговой политики предприятия;
- реализация возможности получения дополнительной премии за риск из контракта по инвестиционной операции;
- применение мер по совершенствованию управления оборотными средствами;
- установление нормативов регулирования учетной и дивидендной политики;
- оптимизация инвестиционной стратегии предприятия;
- осуществление контроля за уровнем риска и корректировка решений, связанных с управлением рисками.

Сохранение риска – оценка риска с учетом последствий его воздействия на процесс при непринятии мер по защите от него. Данный метод допускает, что организации сознательно принимают на себя регулярные мелкие риски, учитывая их через бухгалтерские проводки как списание потерь. Такие меры возможны только в отношении рисков, защититься от которых получается дороже, чем понести потери от них. Обычно под эти риски в бюджетах организаций имеются статьи на обеспечение резервирования средств на покрытие потерь. При этом если дублировать такие операции, то повышается их надежность¹.

Данный метод также включает меры воздействия на источник риска через проведение изменений развития источников риска, с тем чтобы минимизировать угрозы, исходящие от них. Уменьшение периода времени, связанного с нахождением в зонах действия риска, достигается введением соответствующих ограничений, а также контролем к доступу операции и ускорением проведения финансовых сделок.

Минимизация рискованного поведения хозяйствующего субъекта используется как инструмент управления рисками, который обеспечивает ограждение рискованных зон, установление контроля за поведением персонала, дополнительным обучением и инструктированием сотрудников, установлением штрафов и более высоких ставок страхования для работников и структурных отделов, допустивших перерасход или другие финансовые потери.

Уменьшение размера потенциальной потери проявляется через установление абсолютных лимитов по инвестиционным ресурсам, находящимся в зоне повышенных рисков (например, ограничения на осуществление инвестиций в некоторых отраслях или регионах), постепенное сокращение этих лимитов до минимальных критериев достаточности с целью бесперебойного эффективного инвестирования.

¹ Хохлов Н.В. Управление риском. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011. – С. 167.

Применяемая в рамках данного метода система согласования и разрешения при принятии решения должна обеспечивать такие условия, чтобы для каждого профессионала была создана возможность оценки риска как с собственной позиции, так и с действующими лимитами установленной для каждого финансовой ответственности. Лимиты должны устанавливаться на основе того допустимого уровня потерь, который готов принять инвестор при реализации рисков. Они могут быть рассчитаны через отношение объемов допустимых потерь к вероятности реализации риска.

В условиях ситуации, способствующей возникновению высоких рисков, рекомендуется применять принцип сохранения рисков инвестиционной деятельности, который реализуется через поглощение вероятных убытков будущими доходами. Суть этого принципа состоит в том, что каждый проект, реализуемый в одной отрасли, должен иметь параллельный проект другой отраслевой принадлежности. Подбор отраслей должен осуществляться таким образом, чтобы их рост или спад не совпадал по временным интервалам. При этом нужно учитывать, что падение не всегда сможет погасить будущие доходы, однако средний показатель доходности для развивающихся отраслей будет расти активнее. Этот принцип обеспечивает более высокую защищенность инвестора.

Передача риска представляет собой метод управления рисками, основывающийся на распределении рисков между несколькими участниками или использовании совместного финансирования проектов. Суть этого метода состоит в распределении риска между разными агентами, что на практике реализуется через процедуру разбиения рискованной работы между разными исполнителями, которые имеют собственную характеристику риска. В итоге какие-то из агентов имеют шанс уйти от своей части риска, сократив при этом свои потери. Понижение уровня риска через его распределение по разным партнерам или передачей доли риска по некоторым операциям участникам проекта достигается путем заключе-

ния договора между всеми участниками, регламентирующего ответственность каждой из сторон проекта в случае его неудачной реализации. При этом могут быть уточнены позиции по индексированию стоимости продукции и услуг; формам страхования; залогоу имущества; системе взаимных штрафных санкций; предоставлению собственных и получению от контрагентов определенных гарантий по нейтрализации негативных последствий в случае наступления рисков событий¹.

В современных условиях для развития риск-менеджмента широкое распространение получили такие формы передачи рисков (трансферт доли риска контрагентам по бизнесу)².

1. Распределение риска между предприятиями и поставщиками, который связан с ухудшением качества поставляемого сырья или товара в процессе их транспортировки или погрузо-разгрузочных работ. Для устранения различий в толковании рисков и связанных с ним терминов используются международные правила «ИНКОТЕРМС-90».

2. Распределение риска между участниками лизинговой операции. Так, в случае проведения операции оперативного лизинга организация передает лизингодателю риск морального устаревания объекта лизинга, риск потери или снижения этим объектом технической производительности и другие виды риска, которые предусматриваются в заключаемом лизинговом контракте.

3. Распределение риска между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции осуществляется путем передачи соответствующему финансовому институту, в качестве которого может выступать банк или факторинговая компания. Такая форма перераспределения риска для организа-

¹ Романов В.С. Понятие рисков в экономической деятельности. – URL: [http:// www.aup.ru/articles/finance/1htm](http://www.aup.ru/articles/finance/1htm)

² Уткин Э.А. Риск-менеджмент. – М.: Эксмос, 2010. – С. 181.

ции – участника факторинговой сделки будет затратной, вместе с тем она позволит существенно снизить отрицательные последствия.

4. Передача части риска реализуется через совместное решение всех участвующих в инновационном проекте организаций с учетом их технического потенциала. На основе объединения усилий для решения проблем сокращения риска, участники проекта разделяют между собой и будущую прибыль, и возможные убытки. В связи с чем поиск участников проекта проводится среди тех организаций, которые имеют финансовые ресурсы, а также информацию о рынке и особенностях его развития. Это может сопровождаться созданием компаний или иных организационно-правовых форм предпринимательской деятельности. Уровень передачи риска, степень снижения негативных последствий для участников проекта должны быть рассмотрены для внесения соответствующих положений в контракт, который представляет собой документ о согласовании между всеми участниками условий совместного сотрудничества.

При передаче рисков можно использовать следующие инструменты воздействия на риск:

- административное решение – воздействие организации на риск путем совершенствования регулирования ее внутренних бизнес-процессов, а также путем принятия управленческих решений, обеспечивающих минимизацию риска. Такие решения имеют название «внутренний контроль»;
- финансовое решение – решение по передаче риска путем его финансирования, обычно это могут быть хеджирование на основе деривативов, а также страхование или самострахование.

Разработка программ по управлению рисками требует учета возможностей проведения разрывов в кругообороте производственного процесса и изолирования взаимосвязанных стадий в пространственном и временном положении без

отказа от других существенных организационных параметров. Кроме того, реализации метода передачи риска может способствовать использование дополнительных инструментов, в том числе:

- *страхового трансферта риска*, который реализуется путем переноса риск-возмещения на профессиональных страховщиков, с которыми должен заключаться договор страхования;

- *нестраховой трансферт риска* в отличие от страхового обеспечивает прием риска по сделкам не на профессионального страховщика, а на одного из партнеров по конкретной сделке. Условия, обеспечивающие перенос риска, могут быть определены специальными положениями договора.

Таким образом, преимущество рассмотренного выше метода передачи риска обусловлено наличием взаимозависимости экономической системы, что создает условия для вовлечения других участников инвестиционных отношений в процесс управления рисками, поскольку возникает возможность передачи рисков наступления события. Надежность этого метода управления риском с позиции как самого участника проекта, так и всех заинтересованных сторон проявляется через нейтрализацию потерь путем передачи риска партнерам по конкретным операциям на основе заключения контрактов. Высокая надежность этого метода обусловлена гарантией возврата средств от партнера в случае возникновения реальных потерь.

Особую значимость управление финансовыми рисками приобретает при участии в фондовых операциях. В этом случае процесс управления рисками концентрируется на применении методов управления фондовыми рисками, под которым понимается риск изменения цены на акции и их волатильность, неопределенность в соотношении цен на различные финансовые инструменты, а также фондовые индексы.

В первую очередь этому виду рисков подвержены участники рынка ценных бумаг, на деятельность которых оказывают влияние следующие факторы: ликвидность, платежеспособность, устойчивость эмитентов, акции которых обращаются на рынке ценных бумаг, объемы инвестиционных программ, уровень квалификации, необходимый для управления фондовыми рисками и др. Ключевым по значимости элементом, отражающим состояние участника фондового рынка, является уровень управления фондовыми рисками как системой функций, методов и инструментов, обеспечивающей устойчивость деятельности предприятия. При этом рыночный фондовый риск выражается ценовым изменением фондовых активов.

Механизм возникновения фондового риска формируется в рамках поведения участников фондового рынка в процессе изменения спроса на фондовые активы, что приводит к финансовому риску систематического характера. Это обуславливает потребность участников фондового рынка в использовании методов, позволяющих контролировать как риски несистематического характера, так и систематические финансовые риски. В этой связи производные финансовые инструменты можно рассматривать как применение методов элиминирования, соответствующих напрямую или опосредованно политике по управлению рисками.

Процесс управления финансовыми рисками состоит из множества взаимосвязанных между собой функций: планирования, организации, контроля, мотивации и координации, которые реализуются путем применения определенных методов, в том числе: идентификация и анализ, оценка, элиминирование и обеспечение защиты. При этом между методами и функциями должно устанавливаться взаимное соответствие.

Глава 2

ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ НА РЫНКЕ ДОЛГОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

2.1. Риски на рынке долговых финансовых обязательств

В настоящее время в силу сложившейся тенденции ограничения доступа российских компаний и коммерческих банков к долговому финансированию за рубежом, а также из-за высокой волатильности национальной валюты все более возрастает значение долговых финансовых инструментов, которые, с одной стороны, являются одним из перспективных способов привлечения долгосрочных финансовых ресурсов для эмитентов ценных бумаг, а, с другой стороны, обеспечивают держателям получение дохода.

Приобретение долговых ценных бумаг, к которым относятся облигации, векселя, банковские и сберегательные сертификаты, предоставляет инвесторам возможность диверсификации вложений. Как правило, долговые ценные бумаги по сравнению с акциями обладают более высокой степенью ликвидности, являются менее рискованными.

Под риском мы понимаем вероятность утраты инвестором части своих ресурсов, недополучения доходов или возможность возникновения дополнительных расходов.

Сущность риска инвестора при покупке долговых ценных бумаг может выражаться в следующем:

- недостижение желаемого результата;
- вероятность достижения поставленной цели;
- отсутствие уверенности в конечном результате;
- возникновение неожиданных материальных, моральных и других потерь, связанных с реализацией одной из альтернатив.

Различные виды долговых ценных бумаг могут иметь самые разнообразные виды рисков. Банковские сертификаты обладают наибольшей степенью надежности, так как деятельность коммерческих банков строго регламентирована и является предметом контроля и надзора со стороны Центрального банка, из-за чего они вынуждены поддерживать свою финансовую устойчивость и ликвидность на должном уровне. Любое нарушение коммерческими банками законодательно установленных нормативов достаточности капитала и ликвидности может повлечь за собой отзыв лицензии на осуществление банковской деятельности.

Векселя предприятий в настоящее время в Российской Федерации выступают своеобразной заменой корпоративных облигаций, однако в случае повышения ликвидности рынка ценных бумаг их доля будет постепенно снижаться.

Облигации представляют для нас больший интерес в силу присущих им особенностей, к которым можно отнести право держателя облигации на погашение в установленный срок, а также на получение купонного дохода. Кроме того, владелец облигации обладает преимущественным правом на получение процента и погашение ценной бумаги по номиналу в отличие от акционера компании, но при этом не имеет права на участие в управлении акционерным обществом.

В процессе принятия решения об инвестировании в долговые ценные бумаги субъект принимает решение по двум

основным показателям доходности и риска и делает выбор из ряда допустимых вариантов вложения того варианта, который соответствует его ожиданиям относительно этих основных показателей. В современных условиях нестабильности, давления санкций и неопределенности внешней экономической среды основным критерием при принятии решения об инвестировании в долговые ценные бумаги все больше становится уровень риска, а не доходность вложений.

Долговые ценные бумаги подвержены нескольким видам рисков, основными из которых являются: кредитный, рыночный и операционный риски. Кредитный риск возникает в связи с невозможностью оплаты контрагентом своих долгов либо невозможности исполнить обязательство в установленные сроки в обусловленных объемах¹. В зависимости от источника возникновения различают две группы кредитных рисков:

– внешний риск (зависящий от надежности и платежеспособности контрагента), сюда можно отнести риск контрагента, страновой риск, риск ограничения перевода денежных средств и риск концентрации портфеля;

– внутренний риск (связан с особенностями кредитного продукта и возможных потерь по нему из-за невыполнения контрагентами своих обязательств), к нему относится риск невыплаты основной суммы долга и процентов по нему, риск замещения заемщика, риск обеспечения кредита.

Управление кредитным риском долговых ценных бумаг производится посредством качественных и количественных инструментов. Основным способом управления качеством кредитного риска является оценка кредитоспособности заемщика или контрагента посредством методики VAR (valueatrisk), предусматривающей проведение мероприятий

¹ Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А.А. Лобанова, А.В. Чугунова. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 362.

по оценке подверженности эмитента ценных бумаг риску, а также прогнозирование вероятностей дефолта и величины безвозвратных потерь.

Управление кредитными рисками осуществляется на длительном временном промежутке, в отличие от процентных рисков. Одним из показателей кредитного риска является кредитный рейтинг, т.е. независимое заключение о будущей способности эмитента осуществлять выплаты процентов по ценной бумаге, а также суммы основного долга по ней. Формированием кредитных рейтингов занимаются международные (Standard & Poor's, Moody's, Fitch) и национальные рейтинговые агентства («Эксперт РА», Национальное Рейтинговое агентство (НРА), АК & М, RusRating). Рейтинги заемщиков и рейтинги долговых ценных бумаг составляются на основе сравнения кредитного риска различных эмитентов как на российском, так и на международном рынке и в некоторой степени являются независимыми источниками объективных данных для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг.

Как было отмечено ранее, кредитные рейтинги наглядно оценивают вероятность дефолта и используются с целью определения качества инвестиций. Всю совокупность кредитных рейтингов по международной шкале, служащей базой для оценки кредитного риска, которому подвержены как сами облигации, так и их эмитенты, можно разделить на две составляющие (табл. 2.1):

- инвестиционная категория, которая включает облигации с рейтингом не ниже ВВВ (по шкале S & P) или Ваа (по шкале Moody's). Облигации данной категории обладают пониженной степенью риска и рекомендованы для приобретения;

- спекулятивная категория – содержит облигации с более низким рейтингом и не могут быть рекомендованы для приобретения. Иногда эти облигации называют «мусорными».

Таблица 2.1

Международная рейтинговая шкала S&P: определения рейтингов

Виды рейтингов		
Категория рейтинга	Показатель рейтинга	Характеристика
Инвестиционная категория	AAA	Самая большая способность обеспечивать исполнение финансовых обязательств, платить по долгам компании
	AA	Возможность в полном объеме и в установленный срок выполнять свои финансовые обязательства
	A	Умеренно высокая способность выполнять свои финансовые обязательства, при этом большая эластичность и изменчивость в зависимости от внешнего окружения
	BBB	Удовлетворительная способность выполнять возложенные финансовые обязательства, однако увеличивается чувствительность к неблагоприятным изменениям экономической среды
	BBB-	Способность выполнять возложенные финансовые обязательства находится на уровне ниже среднего, при этом платежеспособность и финансовая устойчивость на удовлетворительном уровне
Спекулятивная категория	BB+	Возможны проблемы с погашением финансовых обязательств, однако рейтинг является спекулятивным
	B	Повышенная чувствительность в условиях неблагоприятной деловой, экономической конъюнктуры, несмотря на то, что в настоящее время возможно исполнение финансовых обязательств
	CCC	Уязвимость к кредитным рискам довольно высока, финансовые обязательства могут быть выполнены при наличии благоприятной деловой, финансовой и экономической конъюнктуры
	CC	Подверженность кредитным рискам находится на очень высоком уровне
	C	В отношении эмитента инициирована процедура банкротства или совершено аналогичное действие, но платежи или выполнение финансовых обязательств производятся
	D	Дефолт по финансовым обязательствам

Источник : составлено на основе данных рейтинговых агентств.

Другие рейтинговые агентства формируют свои собственные шкалы рейтингов, например, агентство Moody's помимо букв использует в своих рейтингах цифры, при этом компания, имеющая аналогичный рейтинг с цифрой 1, например, Aa1 является более надежной, чем компании с рейтингом Aa2 и Aa3 и т.д.

Присвоение рейтинга производится после проведения анализа макроэкономических аспектов деятельности эмитента, общей ситуации в стране и отрасли.

Во внимание принимаются также уровень менеджмента в компании, финансовое положение фирмы и организационная структура. В некоторых случаях рейтинговое агентство делает прогноз о возможном направлении изменения долгосрочного кредитного рейтинга на период более одного года. Например, прогноз «Позитивный» говорит о возможном росте рейтинга, прогноз «Негативный» – о его снижении, «Стабильный» подразумевает неизменность рейтинга. Использование кредитно-рейтинговой системы позволяет также спрогнозировать вероятность появления дефолтов по облигациям. При этом, чем выше рейтинг ценной бумаги, тем меньше вероятность дефолта. На более дальнем горизонте вероятность дефолта становится выше, чем в краткосрочной перспективе, что означает большую степень кредитного риска.

21 февраля 2015 г. рейтинговое агентство Moody's снизило суверенный рейтинг России до спекулятивного уровня Ba1. В качестве причин снижения рейтинга страны послужили падение уровня золотовалютных резервов, снижение фискальной устойчивости, возросшие политические риски, введение санкций. Большинство рейтингов государственных и корпоративных облигаций было пересмотрено в сторону понижения, некоторые из них имеют негативный прогноз.

Подобные изменения кредитных рейтингов во времени, говорят о повышении вероятности дефолта облигации и влекут за собой снижение инвестиционной привлекательности долговых ценных бумаг.

Миграция рейтингов представляет собой дискретный процесс, означающий изменение кредитного рейтинга в рамках различных последовательных временных периодов. Матрицы переходов составляются ведущими рейтинговыми агентствами. С помощью них можно оценить вероятность дефолта (табл. 2.2).

Горизонтальные строки данной матрицы соответствуют рейтингу, в котором находится облигация, а по вертикали столбцы обозначают категорию, в которую перешла ценная бумага.

Таблица 2.2

Матрицы перехода рейтингов на 5-летний период Moody's

Рейтинги	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3
Aaa	56	7	10	3	1	1	0
Aa1	9	46	10	9	3	3	1
Aa2	4	6	32	16	5	6	3
Aa3	1	4	8	35	16	9	4
A1	1	2	3	9	33	15	8
A2	0	1	1	3	11	34	14
A3	0	0	0	2	4	19	24
Baa1	1	0	0	1	2	6	12
Baa2	0	0	0	1	1	3	12
Baa3	1		0	1	1	2	6
Ba1	0	0	0	0	1	2	3
Ba2		0		0	0	0	3
Ba3	0		0	0	0		1

Источник: составлено на основе данных компании Moody's.

На пересечении находится вероятность миграции из одной кредитной категории в другую в течение указанного срока, в данном случае в течение 5 лет. Так, например, в течение 5 лет существует вероятность перехода облигации из рейтинга Aa2 в рейтинг Aa1, равная 10%, а вероятность перехода облигации из рейтинга Aa1 в рейтинг Aa2 составляет 6%.

Подобного рода матрицы формируются рейтинговыми агентствами на основании истории кредитных событий, имевших место на протяжении многих лет. Горизонтами прогнозирования могут быть сроки от одного квартала до 5 лет. Однако в рамках периода прогнозирования возможно временное перемещение рейтинга ценной бумаги с последующим возвратом к более раннему рейтингу. Тем не менее подобные данные, приводимые рейтинговыми агентствами, представляют собой данные усредненной статистики по очень большому количеству компаний. Именно поэтому финансовые аналитики проводят свой собственный анализ на основе данных рейтинговых агентств по перемещению рейтингов и делают свой собственный прогноз относительно финансового благополучия компаний и инвестиционной привлекательности их ценных бумаг.

Итак, инвестирование в долговые ценные бумаги представляет собой процесс, связанный с высокими рисками. Долговые ценные бумаги подвержены целому ряду рисков, одним из которых является кредитный риск. Оценка данного вида риска производится по международным рейтинговым шкалам с учетом возможного дефолта и миграции рейтинга. Однако, несмотря на наличие большого объема информации, кредитные рейтинги агентств учитываются только лишь во взаимосвязи со своим собственным анализом и экспертным мнением. Данный процесс носит наименование процесса управления кредитным риском облигации.

2.2. Управление кредитными рисками на основе показателей финансовой отчетности и интегральных моделей анализа

В большинстве случаев при приобретении облигаций или векселей в рамках управления кредитными рисками производится оценка кредитоспособности, финансовой устойчивости и платежеспособности по специально разработанным методикам кредитного анализа, позволяющим определить финансовое состояние и потенциал эмитента и его способность отвечать по своим обязательствам. Подобные методики предусматривают последовательное осуществление целого ряда этапов оценки финансового состояния, которые, как правило, включают в себя анализ финансовой отчетности предприятия, изучение плана движения денежных средств, а также сценарный анализ и оценку устойчивости эмитента к чрезвычайным экономическим ситуациям, сравнительный анализ положения фирмы на рынке по отношению к конкурентам, а также оценку качества менеджмента высшего управленческого персонала, методов его управления.

Платежеспособность представляет собой способность погашения обязательств фирмы в текущий момент времени, а кредитоспособность характеризует прогнозирование такой способности на будущее. Более того, на кредитоспособность влияют не только уровень ликвидности активов предприятия, которые могут быть использованы на погашение обязательств, но и большое количество иных показателей, которые не измеряются количественно, а носят качественный характер, такие как макроэкономические показатели, количество контрагентов, рынки сбыта и др.

На сегодняшний день процедура анализа финансового состояния фирмы разработана и приведена в систему, его этапы и методы унифицированы, вследствие чего он проводится практически идентично. Основой для оценки финансо-

вого положения фирмы является его информационное обеспечение, которое зависит от использования средств (активов) и их источников.

Сведения о структуре активов и пассивов представлены в *бухгалтерском балансе* организации (форма по ОКУД № 1). Все доходы и расходы предприятия за отчетный период представлены в *отчете о прибылях и убытках* (форма по ОКУД № 2). Движение всех компонентов собственного капитала: уставного и добавочного капиталов, резервного фонда, других фондов, нераспределенной прибыли и др. отражены в *отчете об изменении капитала* (форма по ОКУД № 3). Способность фирмы обеспечивать ритмичность расчетов с кредиторами, а также сведения о наличии денежных средств в требуемых объемах и в нужное время охарактеризована в *отчете о движении денежных средств* (форма по ОКУД № 5).

Также для целей анализа финансового состояния предприятия могут быть использованы¹:

- расшифровки дебиторской и кредиторской задолженности;
- свидетельства об уплате налогов и справки об отсутствии задолженности перед бюджетом всех уровней и внебюджетными фондами;
- данные о просроченной задолженности, непогашенных в срок кредитах и займах, о просроченных собственных векселях;
- справки об открытых счетах в кредитных организациях;
- иные сведения.

Наиболее важным фактором, влияющим на кредитоспособность заемщика, служит проведение анализа качества фи-

¹ Методика анализа финансового состояния заемщика – юридического лица и индивидуального предпринимателя. – М.: АКБ «Нацкорпбанк», 2009.

нансовой отчетности с учетом возможной несогласованности финансовой отчетности, наличия расхождений или неточностей в расчетах, а также присутствие аудиторского заключения.

В совокупности огромного количества методик для оценки кредитного риска особое внимание стоит обратить на классический подход к анализу кредитоспособности заемщика, часто применяемый в настоящее время. Наибольшее распространение получило использование в качестве инструментов оценки показателей финансовой устойчивости предприятия. В международной и отечественной учетно-аналитических практиках алгоритмы расчета показателей проработаны достаточно детально¹. Показатели рассчитываются по данным бухгалтерской отчетности фирмы за предшествующие отчетные периоды (месяц, квартал, полугодие, год) или прогнозных значений показателей бизнес-плана и объединяются в 5 групп:

- 1) коэффициенты ликвидности;
- 2) показатели оборачиваемости или деловой активности;
- 3) уровни рентабельности;
- 4) коэффициенты, характеризующие структуру капитала;
- 5) индикаторы рыночной активности.

В некоторых случаях данные показатели дают не так много информации. По этой причине существует потребность их учета и сравнительный анализ, основой которого являются:

- общепринятые стандарты;
- среднеотраслевые показатели;
- аналогичные показатели предприятия предшествующих периодов;
- иные показатели предприятия.

¹ Финансы: учебник / под ред. В.В. Ковалева. – М.: Проспект, 2009. – С. 342.

При анализе кредитоспособности может быть использован ряд *дополнительных показателей*, в том числе:

- степень делового риска;
- размер просроченной задолженности различным коммерческим банкам, а также ее продолжительность;
- оценка качества управления фирмой, ее менеджмента;
- уровень и оборачиваемость дебиторской и кредиторской задолженности и их соотношение.

Подобные показатели могут использоваться в различных комбинациях, при этом они могут отличаться неоднородной динамикой.

Тем не менее совокупность финансовых коэффициентов имеет несколько видов ограничений, так как формулы расчета применяемых коэффициентов и предусмотренные границы их колебания не являются бесспорными, а коэффициенты в значительной степени связаны с учетной политикой предприятия¹. Диверсифицированная деятельность предприятия затрудняет сравнительный анализ коэффициентов по отраслям. Еще одной проблемой этого метода является сложность определения оптимальной базы сравнения, а также разделение показателей на основные и дополнительные, их сопоставление. Более того, этот метод оценки финансового состояния заемщика очень трудоемок и связан с большим количеством расчетов, что увеличивает риск возникновения ошибок. Применение метода весьма затратно, так как требует оплаты труда и времени работы квалифицированных специалистов.

Нивелировать в определенной степени указанные недостатки в значительной степени позволяют интегральные модели анализа кредитоспособности. Подобного рода методики можно применять в целях проведения экспресс-анализа

¹ Кован С.Е. Финансовая устойчивость предприятия и ее оценка для предупреждения его банкротства // Экономический анализ: теория и практика. – 2009. – № 15. – С. 53.

финансового состояния. Они позволяют сэкономить время и ресурсы, направленные на изучение финансового положения фирмы.

Одним из основных методов является *метод рейтинговой (балльной) оценки*, который позволяет отразить различное значение основных и дополнительных показателей в те или иные временные периоды. Результатом использования данного метода является формирование рейтинга, выраженного в баллах, характеризующего финансовое состояние предприятия. В отдельных случаях определяются также границы колебания этого показателя. Уровень финансовой устойчивости заемщика определяется по сокращенному числу финансовых показателей ввиду того, что многие из них дублируют друг друга. При утверждении системы рейтингов учитывается необходимость единообразного подхода к осуществлению анализа финансового состояния всех предприятий и интерпретации результатов анализа в зависимости от особенностей конкретного предприятия и его отраслевой принадлежности. В случае торговых предприятий наибольшее значение приобретают показатели оборачиваемости и финансовой независимости. Если мы имеем дело с предприятиями промышленности, то основным будет коэффициент срочной ликвидности. Вся совокупность рейтинговых показателей по каждой отрасли должна быть равна единице, т.е. 100%, так как сумма баллов по рейтингу является суммой произведений рейтинга каждого показателя на его вес.

В некоторых случаях с целью оценки финансового состояния эмитента долговых ценных бумаг в рамках бухгалтерского подхода аналитики и финансово-кредитные учреждения используют специальные методики оценки кредитоспособности эмитента-заемщика.

Итак, рассмотрим в качестве примера рейтинговую методику оценки кредитоспособности заемщика, разработанную Сбербанком РФ.

Стоит отметить, что в рамках программы изменения кредитной политики, инициированной сложными экономическими условиями, в данную методику были внесены некоторые корректировки, призванные увеличить ее эффективность.

Ранее оценка кредитоспособности заемщика – юридического лица проводилась на основе 5 коэффициентов. При корректировке к ним был добавлен коэффициент рентабельности деятельности предприятия, рассчитываемый как отношение чистой прибыли (стр. 050) баланса к выручке от продаж (стр. 010). Соотношение собственных и заемных средств было заменено коэффициентом наличия собственных средств, рассчитываемым по формуле:

$$K4 = \frac{\text{Капитал (стр. 490) + Доходы будущих периодов (стр. 640) + Резервы предстоящих расходов (стр. 650)}}{\text{Валюта баланса (стр. 700)}}$$

При этом пороговые значения для отнесения коэффициента наличия собственных средств в одну из трех категорий теперь для торговых и лизинговых компаний ввиду специфики их деятельности устанавливаются отдельно от прочих организаций.

Также пороговые значения были пересмотрены для коэффициентов абсолютной ликвидности и текущей ликвидности.

В связи с изменением количества коэффициентов в модели были также пересмотрены их веса, так как, как говорилось ранее, необходимо, чтобы их сумма равнялась единице.

Итак, на сегодняшний день методика рейтинговой оценки кредитоспособности предприятий-заемщиков в КБ «Сбербанк» основана на восьми показателях (табл. 2.3).

Таблица 2.3

Показатели, используемые в методике Сбербанка по оценке кредитоспособности заемщика с указанием граничных значений отнесения к соответствующей категории

Показатели	Обозначение	Категория		
		1	2	3
Коэффициент абсолютной ликвидности	К1	0,1 и выше	0,05-0,1	менее 0,05
Коэффициент быстрой ликвидности	К2	0,8 и выше	0,5-0,8	менее 0,5
Коэффициент текущей ликвидности (покрытия)	К3	1,5 и выше	1,0-1,5	менее 1,0
Коэффициент наличия собственных средств	К4			
Для торговых и лизинговых компаний		0,4 и выше	0,25-0,4	менее 0,25
Для прочих компаний		0,25 и выше	0,15-0,25	менее 0,15
Рентабельность продаж	К5	0,15 и выше	менее 0,15	Нерентабельный
Рентабельность деятельности предприятия	К6	0,06 и выше	менее 0,06	Нерентабельный

Источник: составлено на основании методики ОАО Сбербанка России. – www.sberbank.ru.

Для каждого из указанных показателей определяется категория в зависимости от значения конкретного коэффициента. Сумма баллов S (рейтинговое число) может быть рассчитана по формуле:

$$S = 0,05 \cdot \text{Категория К1} + 0,1 \cdot \text{Категория К2} + 0,40 \cdot \text{Категория К3} + 0,20 \cdot \text{Категория К4} + 0,15 \cdot \text{Категория К5} + 0,10 \cdot \text{Категория К6}.$$

Получившийся интегральный показатель позволяет сделать предварительный вывод о качестве заемщика по следующей шкале и принять должное решение о предоставлении ссуды или отказе в предоставлении кредита.

Таблица 2.4

Таблица принятия решения по методике Сбербанка

Рейтинговое число	Класс заемщика	Решение о выдаче кредита
$S \leq 1,25$	1	Положительное
$1,25 < S \leq 2,35$	2	Предоставление кредита возможно, но требует взвешенного подхода;
$S > 2,35$	3	Отрицательное

Источник: составлено на основании методики ОАО Сбербанка России. – www.sberbank.ru.

На основании данных, полученных в ходе оценки финансового состояния предприятия, экспертная группа делает заключение о финансовом состоянии организации, надежности потенциального кредитополучателя и дает оценку кредитоспособности заемщика (табл. 2.4).

Несмотря на кажущуюся простоту подобных моделей, в них есть свои тонкости. Главным вопросом, подлежащим разрешению при их использовании, является определение тех показателей и характеристик, которые могут быть включены в модель, а также определение их весового коэффициента. Однако очень часто такая общая модель и рейтинг, составленные на основе различных показателей и их комбинаций, в полной мере не отражают риск, поэтому аналитики трансформируют модель, меняя отдельные ее параметры в соответствии с выбранными целями оценки. Именно поэтому ни одна из современных моделей не является совершенной и не может адекватно оценить любую фирму исходя из особенностей бизнеса, ее финансового состояния, органи-

зационно-управленческой структуры. Базой каждой модели являются субъективные оценки и сравнительные ориентиры, подходящие для оценки, например, малого предприятия по производству стеклопакетов в Германии, но не могут быть применимы к аналогичному бизнесу в России¹.

С целью ликвидации указанных выше недостатков рейтинговые модели периодически подвергаются ревизии и видоизменяются, в них включаются дополнительные факторы и поправочные коэффициенты.

2.3. Российский рынок аналитических систем диагностики, оценки и мониторинга финансового состояния компании

В последнее время на рынке появилось несколько автоматизированных программ для предприятий и банков, позволяющих, в том числе, оценить кредитоспособность заемщика.

Например, программа AuditExpert – это одна из ведущих аналитических систем диагностики, оценки и мониторинга финансового состояния на основе данных финансовой и управленческой отчетности. Эта программа предоставляет возможность оценить финансовое состояние предприятия с позиции финансирующего банка.

Для оценки целесообразности предоставления или пролонгации кредита в программу встроено несколько методик оценки заемщика (методика Сбербанка, статистическая модель Чессера, модель Фулмера, Z-показатель Альтмана).

Помимо этого, при оценке финансового состояния компании, коммерческие банки могут основываться на рейтингах, публикуемых крупнейшими аудиторскими компаниями

¹ Качаева М. Рейтинг заемщика как составная часть системы оценки кредитного риска // Банковское обозрение. – 2010. – № 10 (141).

и рейтинговыми агентствами, а также на данных государственной статистики.

Альтернативные подходы к оценке кредитоспособности заемщика и эмитента долговых ценных бумаг. Несмотря на то, что автоматизированные методики оценки кредитоспособности предоставляют преимущества при оценке рисков, они требуют достаточно больших первоначальных вложений. Оптимальный баланс между управлением рисками и соответствующими расходами определяется самостоятельно. В этой связи есть полезные правила:

- во-первых, затраты на оценку риска не должны превосходить вероятные убытки;
- во-вторых, вероятные убытки (оцененные или предполагаемые) должны включаться в стоимость продукта.

Углубленный мониторинг финансового положения компании-заемщика. Текущая макроэкономическая ситуация, сопряженная с высоким уровнем систематических и несистематических рисков в Российской Федерации, обуславливает рост большого количества рисков, которые проявляются как в финансовой сфере, так и в сфере реального производства. В силу данных обстоятельств любой инвестор должен проводить анализ финансового состояния эмитента при приобретении его ценных бумаг путем углубленного или обычного мониторинга.

Углубленный мониторинг проводится в нестабильной экономической ситуации с целью более быстрого реагирования в случае возникновения у заемщика проблем.

Углубленный мониторинг отличается от обычного:

- частотой проведения;
- большим объемом рассматриваемой информации;
- комплексным характером.

Мониторинг – периодическая оценка финансового состояния заемщика на основе финансовой отчетности с целью определения вероятности погашения ссуды и предполагаемого резерва на возможные потери по ссудам.

Углубленный мониторинг целесообразно проводить на ежеквартальной и ежемесячной основе. Отличия в содержании ежеквартального и ежемесячного мониторинга отражены в табл. 2.5.

Анализ ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности и рентабельности описаны ранее. Что касается специфических операций, проводимых в рамках углубленного мониторинга, то следует осветить их подробнее.

Таблица 2.5

**Отличия в содержании ежеквартального
и ежемесячного мониторинга**

Виды операций, проводимых в рамках мониторинга	Ежеквартальный мониторинг	Ежемесячный мониторинг
Вертикальный и горизонтальный анализ баланса и отчета о прибылях и убытках, в том числе:		
– ликвидности	+	–
– финансовой устойчивости	+	–
– деловой активности	+	–
– рентабельности	+	–
– исследование выручки	+	+
– исследование дебиторской и кредиторской задолженности	+	+
Анализ оборотов в банках, плана движения денежных средств заемщика, портфеля заказов, контрагентов	+	+
Анализ влияния рыночных и нерыночных факторов	+	+

Источник: Ульянов Р.В. Углубленный мониторинг состояния заемщиков // Банковское кредитование. – 2009. – № 5.

Для исследования дебиторской задолженности в рамках мониторинга запрашивается расшифровка дебиторской задолженности (стр. 240, 241, 246 и др. баланса). В целом

должно быть расшифровано с указанием контрагентов не менее 80% всей дебиторской задолженности, а также все дебиторы, чья задолженность составляет не менее 5% от всей дебиторской задолженности.

В ходе анализа задолженности исследуются:

- динамика дебиторской задолженности и сравнение ее с динамикой выручки;
- наличие и динамика просроченной дебиторской задолженности (определяется по данным заемщика, а также на основе динамики резервов по сомнительным долгам – счет 63);
- структура дебиторской задолженности (зависимость от крупных покупателей, заказчиков, выявление аффилированных с заемщиком компаний);
- определение основных форм расчетов с покупателями и их изменение;
- товары отгруженные;
- расходы будущих периодов.

В ходе *анализа запасов* исследуются структура запасов и их динамика. Кроме того, необходимо произвести сравнение динамики незавершенного производства и готовой продукции с динамикой выручки, дебиторской и кредиторской задолженности.

Исследование долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений основывается на подробной расшифровке долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений – стр. 140 и 250 баланса с указанием наименований конкретных вложений. В ходе анализа финансовых вложений исследуются:

- динамика финансовых вложений;
- структура финансовых вложений;
- цели финансовых вложений;
- источники финансирования вложений;

- ликвидность финансовых вложений и возможность их быстрой реализации.

В рамках *исследования рыночных и нерыночных факторов* отрасли, в которых оперирует заемщик, могут быть отнесены к проблемной при наличии следующих факторов:

- 1) существенное падение спроса на продукцию;
- 2) основной продукт отрасли не является продуктом первой необходимости;
- 3) существенные затраты на производство продукции;
- 4) отрасль существенно зависит от государственных заказов;
- 5) продукция отрасли является эксклюзивной и нацелена на конкретную группу покупателей.

Исходя из указанных факторов к проблемным отраслям в настоящее время можно отнести следующие отрасли российской экономики:

- 1) оптовая торговля;
- 2) торговля товарами роскоши (luxury);
- 3) торговля автомобилями;
- 4) строительство;
- 5) военно-промышленный комплекс;
- 6) металлургия.

При этом необходимо отметить, что предприятия, работающие в указанных отраслях, не обязательно испытывают серьезные финансовые трудности, однако необходимо в ходе анализа их финансовой деятельности уделять особое внимание рыночным факторам.

Применение методик диагностики банкротства компаний в целях отслеживания негативных тенденций в финансово-хозяйственной деятельности заемщика. Компании в России, как и на многих быстро развивающихся рынках, строились в основном не на моделях бизнеса, ориентированных на рост и подразумевающих легкий доступ к финансированию. Фокус на эффективность и рентабельность был

куда меньшим. Из-за этого сокращение предложения в сфере долгосрочного и краткосрочного кредитования постепенно, но все сильнее ухудшает финансовое положение компаний.

Экономически разумным шагом для инвесторов, ожидающих рост числа дефолтов, становится дальнейшее ужесточение условий кредитования. Это приводит к резкому ухудшению ситуации и развитию ее вниз по спирали: ужесточение условий кредитования – бедственное финансовое положение компаний – бедственное финансовое положение банков – дальнейшее ужесточение условий кредитования¹.

В условиях глобального финансово-экономического кризиса потенциальная вероятность банкротства предприятий значительно возрастает. Ухудшение их финансового положения сказывается на кредитоспособности предприятий, что ведет к увеличению просроченной кредиторской задолженности в банковской сфере.

В этой связи возрастает необходимость заблаговременного распознавания признаков и причин кризиса на предприятии. Для этого используются специальные *методики комплексной диагностики состояния*.

Использование данных методик позволяет обнаружить причины нарушения деятельности фирмы, скорректировать портфель ценных бумаг путем продажи долговых ценных бумаг финансово неустойчивых фирм. В некоторых случаях возможно также формирование общей исследовательской системы по диагностике кризисных ситуаций, начиная с анализа финансовой отчетности и расчета специальных коэффициентов, использования особых методик диагностики и заканчивая экономическим моделированием возможных вариантов развития фирмы и ее дисфункций.

¹ Дертинг Ш., Хербек Т. Российские банки: проверенная антикризисная стратегия // BCGReview 01/09. – URL: <http://origin-www.bcg.ru/documents/file50998.pdf> (дата обращения: 01.04.2015).

Диагностика представляет собой процесс установления состояния объекта, предмета либо определения процесса управления путем осуществления целого комплекса исследовательских процедур.

В качестве объекта для диагностики может использоваться как вся система (макро-, мезо – и микроуровень), так и любой ее элемент (менеджмент, внутренняя среда, конкретные виды ресурсов, организационная структура, себестоимость и т.д.) (рис. 2.1). В ходе диагностики устанавливается функциональное состояние объекта на дату оценки и дается заключение по нему. Результатом диагностики служит выявление степени соответствия диагностируемого предприятия какому-то уровню, требованию, эталону, норме.

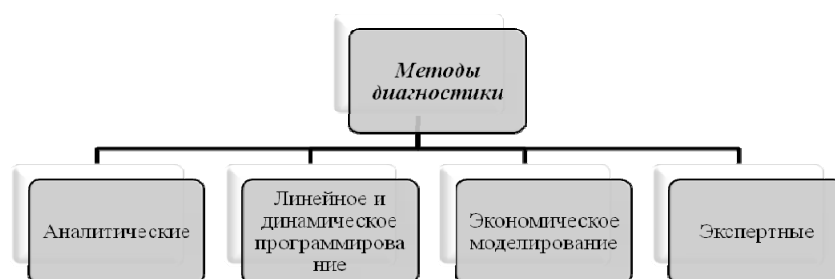


Рис. 2.1. Методы диагностики банкротства компаний

Теперь, когда стало ясно, что представляет собой диагностика, перейдем к применению этого инструментария к вопросу диагностики банкротства предприятия. Прежде всего введем определение банкротства. По российскому законодательству под *несостоятельностью (банкротством)* понимается признанная судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате

обязательных платежей¹. Неплатежеспособность является объектом статистических и математических изысканий.

К настоящему времени в диагностике несостоятельности сформировалось два формализованных (так называемых количественных) подхода (I) и (II) и один неформализованный (так называемый качественный) подход (рис. 2.2).

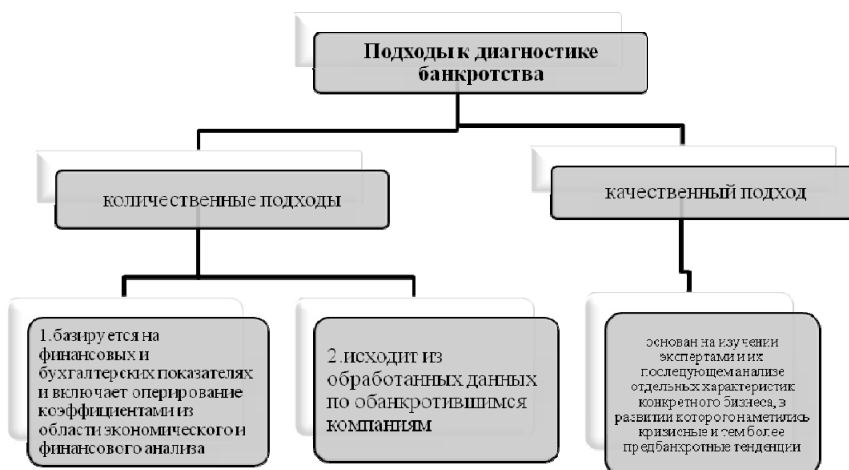


Рис. 2.2. Подходы к диагностике банкротства компаний

Наибольшую популярность в рамках различных подходов диагностики угрозы банкротства и далее кризис-прогнозирования имеют аналитические методы. Значительное развитие и применение в последние года получили также методы экспертных оценок.

¹ Федеральный закон № 127-ФЗ от 26.10.2002 «О несостоятельности (банкротстве)».

Первый количественный подход (I)

Самыми распространенными среди моделей первого количественного подхода (I) являются показатели Э. Альтмана (известные как Z-счет, Z-показатель или индекс кредитоспособности), модель Таффлера, модель Чессера и др.

Z-модели. Наиболее известная среди них Z-модель Э. Альтмана (Altman's Z-score) была разработана в 1968 г. и представляет собой статистическую модель, которая на основе оценки показателей финансового положения и платежеспособности компании позволяет оценить уровень риска банкротства¹.

Модель Альтмана была построена путем использования *множественного линейного дискриминантного анализа* (multidiscriminant analysis – MDA) – статистического метода, позволяющего подобрать такие классифицирующие переменные, дисперсия которых между рассматриваемыми группами была бы максимальной, а внутри этих групп – минимальной. При создании модели Альтмана разграничение предприятий проводилось по двум группам: на предприятия, ставшие банкротами, и избежавшие банкротства. В ходе конструирования модели из выборки последовательно, на основе разнообразных статистических критериев исключались и включались переменные.

На первом этапе в модели было всего 22 финансовых коэффициента, на базе которых осуществлялся последовательный дискриминантный анализ 66 фирм, 33 из них работали успешно, а оставшаяся часть стали банкротами. В процессе анализа показатели с наименьшей статистической значимостью отсеивались, далее повторно происходил анализ статистической значимости коэффициентов². В итоге в моде-

¹ *Cauoette J.B., Altman E.I., Narayanan P.* Managing credit risk: The next great financial challenge. – L.: John Wiley & Sons, Inc., 1998.

² Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А.А. Лобанова, А.В. Чугунова. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 392.

ли остались всего лишь пять основных финансовых показателей (табл. 2.6).

Таблица 2.6

Финансовые показатели, используемые в Z-модели Альтмана

Финансовый коэффициент	Формула расчета
X1	$\frac{\text{Собственный оборотный капитал}}{\text{Всего активов}}$
X2	$\frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Всего активов}}$
X3	$\frac{\text{Прибыль до выплаты процентов и налогов}}{\text{Всего активов}}$
X4	$\frac{\text{Рыночная стоимость капитала}}{\text{Балансовая стоимость обязательств}}$
X5	$\frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Всего активов}}$

Источник: составлено на основе: *Altman E.I.* An emerging market credit scoring system for corporate bonds // *Emerging Markets Review* 6 (2005) 311-323 – http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/emerging_markets_review.pdf

Дискриминантная функция с пятью переменными имеет следующий вид:

$$Z = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,999X5.$$

В рамках анализа были рассчитаны критические значения для индекса кредитоспособности Z , которые составили 1,81 и 2,99, при этом для компаний, у которых $Z < 1,81$, высока вероятность банкротства в течение ближайших одного-двух лет, в то время как у фирм с индексом $Z > 2,99$ финансовое положение достаточно устойчиво. В том случае если значение индекса находится в интервале между 1,81 и 2,99, прогноз финансового состояния затруднителен.

Иными словами, с помощью модели Альтмана можно с достаточной степенью точности спрогнозировать вероятность банкротств в ближайшие один–два года. Преимущество *Z*-модели состоит в простоте расчета, а также в возможности ее применения в целях определения кредитного рейтинга заемщика.

Модель Альтмана в дальнейшем много раз изменялась и улучшалась. Например, в 1993 г. Альтман, Хартцель и Пек предприняли попытку изменения базовой модели, предназначенной для внутреннего анализа корпораций. В формуле при расчете коэффициента X_4 они заменили рыночную стоимость на балансовую. Результатом данных изменений послужила модель для прогнозирования банкротства частных компаний, не имеющих акций в свободном обращении:

$$Z = 0,717X_1 + 0,874X_2 + 3,10X_3 + 0,42X_4 + 0,995X_5.$$

Если показатель *Z* имеет значение меньше 1,23, то вероятность банкротства высокая, а при $Z > 1,23$ – вероятность банкротства малая.

В развивающихся странах вместо использования индекса кредитоспособности *Z* была рекомендована к применению модель под наименованием «скоринг развивающихся рынков» (emergingmarketsscoring – EMS)¹:

$$EM\ Score = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4.$$

В этой модели с изменением весовых значений сами коэффициенты остались такими же, как в предыдущей, пороговое значение для признания вероятности банкротства высокой – *Z* менее 1,1.

¹ *Altman E.I.* An emerging market credit scoring system for corporate bonds // *Emerging Markets Review* 6(2005) 311-323. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/emerging_markets_review.pdf

Модель ZETA была изобретена в 1977 г. Альтманом, Холдменом и Нараянаном. Она представляла собой модель оценки кредитоспособности второго поколения, была по сравнению с *Z*-моделью более точной и детализированной. Предпосылкой изобретения данной модели было построение прогноза вероятности дефолта крупных фирм со стоимостью активов более 100 млн долл. за два года до возможного банкротства.

Точность модели была потрясающей, она прогнозировала банкротство фирм с точностью до 90% за один год и с точностью свыше 70% на срок до пяти лет до наступления банкротства. В результате сравнительного анализа было выявлено, что модель *ZETA* более точно прогнозирует вероятность банкротства, в том числе на длительные временные промежутки.

Оригинальная модель использовала 27 коэффициентов, впоследствии число показателей было снижено до семи, включая стабильность прибыли, оцениваемая за последние 5-10 лет рентабельность активов, показатель процентного покрытия, который рассчитывается как отношение прибыли до выплаты процентов и налогов (ЕБИТ) к общей сумме процентных платежей. В модель *ZETA* также входил показатель совокупной прибыльности, равный отношению нераспределенной прибыли к сумме активов. Данный коэффициент принимал во внимание такие факторы, как дивидендная политика фирмы, срок ее существования, общий уровень доходности за время функционирования. Помимо этого, модель также включала коэффициент текущей ликвидности, отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости капитала и размер компании, рассчитываемой как логарифм совокупных активов компании.

Основными преимуществами данных моделей является возможность осуществления кредитного контроля. Они говорят о нарастании или уменьшении вероятности дефолта эмитента долговых ценных бумаг.

Несмотря на такой широкий спектр приложения моделей, они несовершенны и имеют большие недостатки, основными из которых являются¹:

1. Эмпирический характер моделей, их исключительно практический и приспособленный характер. Данные модели не имеют серьезной теоретической базы или концепции.

2. Информационной основой моделей служат данные форм финансовой отчетности, не в полной мере отражающие реальное состояние предприятия или отражающие его ретроспективные данные.

3. Линейный характер моделей.

Модель Таффлера была создана в 1997 г. и используется для анализа компаний, ее особенностью является учет современных тенденции бизнеса и влияние перспективных технологий на структуру финансовых показателей. Модель Таффлера представлена следующим уравнением:

$$Z = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4,$$

где X_1 – отношение прибыли от реализации к краткосрочным обязательствам; X_2 – отношение оборотных активов к сумме обязательств; X_3 – отношение краткосрочных обязательства к сумме активов; X_4 – отношение выручки от реализации к сумме активов.

Если величина Z-счета Таффлера больше 0,3, это говорит о том, что у фирмы неплохие долгосрочные перспективы, если меньше 0,2 – банкротство более чем вероятно.

В целом по содержательности и набору факторов-признаков модель Таффлера довольно близка к российским реалиям.

Модель Чессера используется как мера предотвращения злоупотребления со стороны должника и предвидения банкротства. Формула модели имеет следующий вид:

¹ Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А.А. Лобанова, А.В. Чугунова. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 397.

$$Y = -2,0434 - 5,24 * X1 + 0,0053 * X2 - 6,0567 * X3 + 4,4009 * X4 - 0,0791 * X5 - 0,105 * X6,$$

где $X1$ – отношение кассовой наличности и легко реализуемых активов к общей сумме активов; $X2$ – отношение чистой суммы объема продаж к сумме кассовой наличности и легко реализуемых активов; $X3$ – отношение брутто-доходов к сумме всех активов; $X4$ – отношение общей (совокупной) задолженности к сумме всех активов; $X5$ – соотношение основного акционерного капитала; $X6$ – отношение величины оборотного капитала к чистой сумме объема продаж

Все данные касаются предприятия-должника. Далее рассматривается функция $P(y)$:

$$P = \frac{1}{1 + e^{-y}}.$$

При $P(y)$ не больше 0,5 заемщик не сможет вернуть ссуду или кредит. Следовательно, в этом случае банк принимает отрицательное решение относительно предоставления кредита такому заемщику.

Credit-men. В соответствии с методом *credit-men*, разработанным Ж. Депаляном, уроженцем Франции, финансовая ситуация на предприятии может быть охарактеризована с помощью пяти показателей:

- 1) коэффициент быстрой ликвидности;
- 2) коэффициент кредитоспособности (рассчитывается как отношение капитала и резервов к общим обязательствам);
- 3) коэффициент иммобилизации собственного капитала, который равняется отношению капитала и резервов предприятия к остаточной стоимости внеоборотных активов;
- 4) коэффициент оборачиваемости запасов, который равняется отношению себестоимости проданных товаров к запасам;
- 5) коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности.

Для каждого коэффициента определяют его нормативное значение с учетом специфики отрасли, сравнивают с показателем на предприятии и вычисляют значение функции N :

$$N = 25 * R_1 + 25 * R_2 + 10 * R_3 + 10 * R_4 + 20 * R_5,$$

где R_i – это значение коэффициента изучаемого предприятия по отношению к нормативному значению коэффициента.

Также подробно освещены и в зарубежной, и в отечественной специальной литературе модели Г. Спрингейта, Фуллера, Ж. Лего.

Методики первого количественного подхода бесспорно эффективны при диагностике дисфункции предприятия, прогнозирования банкротства, и широкое использование их на практике показывает это.

Однако существуют определенные *недостатки* первого количественного подхода:

- конкретные данные могут оставаться недоступными, так как компании, испытывающие трудности, при малейшей возможности всячески задерживают публикацию тех или иных своих данных и отчетов;
- даже если данные и сообщаются, они могут оказаться «творчески обработанными», а иногда стремление обелить свою деятельность доходит до прямой фальсификации;
- при использовании методик подхода аналитики сталкиваются с парадоксом – некоторые результаты свидетельствуют о неплатежеспособности, в то время как другие дают основание для заключения о стабильности.

В условиях совокупности всех недостатков при анализе деятельности компании бывает трудно судить о реальном положении дел.

Второй количественный подход (II)

Этот подход основан на сравнении признаков уже обанкротившихся компаний, так как в последние 50-60 лет опубликовано множество подобных списков и данных. Но, к сожалению, в большинстве публикаций данные не упорядоче-

ны по степени важности. Модели Бивера, Таффлера (1977) и др. подробно освещены и в зарубежной, и в отечественной специальной литературе.

В рамках второго количественного подхода представляет интерес модель диагностики Управления отчетности Банка Франции, именуемая «Функция показателя платежеспособности Z » и построенная в 1983 г.:

$$100 * Z = 1,225 * R1 - 2,003 * R2 - 0,824 * R3 + 5,221 * R4 - 0,689 * R5 + 1,164 * R6 + 0,706 * R7 + 1108 * R8 - 85,544,$$

где $R1$ – доля финансовых ресурсов в результате, в процентах, получаемая делением финансовых расходов на прибыль (убыток) до налогообложения;

$R2$ – покрытие инвестированного капитала, которое рассчитывается как отношение постоянного капитала к инвестированному капиталу;

$R3$ – платежеспособность, в процентах;

$R4$ – норма валовой прибыли – это прибыль (убыток) до налогообложения по отношению к выручке (нетто) от продажи;

$R5$ – период погашения кредита поставщиков, в днях;

$R6$ – процент изменения добавленной стоимости, получаемый делением разности между добавленной стоимостью на конец года и на начало года на привлеченный капитал;

$R7$ – период погашения задолженности клиентов, в днях;

$R8$ – реальные инвестиции.

На основе величины показателя платежеспособности Z оценивается вероятность задержки конкретным предприятием платежей по кредитам и займам.

Если полученный показатель $> 0,125$, то положение предприятия считается удовлетворительным, если $< -0,25$, то имеются основания полагать, что предприятию грозят серьезные финансовые трудности. При показателях, находящихся в промежутке $-0,25$ и $0,125$, положение предприятия и риск

его банкротства признаются неопределяемыми, эта так называемая «зона неведения».

Z-функция служит для расчета, с которого начинается индивидуальное досье, получаемое предприятием от управления отчетности Банка Франции.

Управление отчетности Банка Франции обрабатывает бухгалтерскую и небухгалтерскую отчетную документацию, которую ему добровольно представляют более 20 000 предприятий Франции. Взамен этого управление отчетности создает и представляет каждому предприятию документы, которые позволяют предприятию оценить свое экономическое и финансовое положение в сравнении с другими предприятиями отрасли.

Факторы, принятые во внимание в рассмотренных выше моделях Z-счета, влияют на определение вероятности банкротства и российских предприятий. Однако прямое использование этих моделей в отечественной практике неправомерно. Влияние внешних факторов в российских условиях намного выше. В этой связи построение модели, аналогичной описанной выше, но достоверной для применения к российским компаниям, представляет богатое поле для исследований.

Качественный подход (III)

Это подход использует субъективный анализ, предполагающий экспертную оценку угрозы несостоятельности на основе разработанных национальных стандартов. Наиболее популярен *метод балльной оценки Аргенти (A-scoretechnique)* или метод А-счета.

Метод строится на следующих предпосылках:

1. Идет процесс, ведущий к банкротству.
2. Процесс для своего завершения требует нескольких лет.
3. Процесс может быть разделен на три стадии:

- Недостатки. Компании, скатывающиеся к банкротству, годами демонстрируют ряд недостатков, очевидных задолго до фактического банкротства.

- Ошибки. Вследствие накопления этих недостатков компания может совершить ошибку, ведущую к банкротству (компания, не имеющие недостатков, не совершают ошибок, ведущих к банкротству).

- Симптомы. Совершенные компанией ошибки начинают выявлять все известные симптомы приближающейся неплатежеспособности: ухудшение показателей (скрытое при помощи «творческих» расчетов), признаки недостатка денег. Эти симптомы проявляются в последние 2 – 3 года процесса, ведущего к банкротству, который часто растягивается на срок от 5 до 10 лет.

При расчете А-счета конкретной компании необходимо ставить либо количество баллов согласно счету Аргенти, либо ноль; промежуточные значения не допускаются. Каждому фактору каждой стадии присваивают определенное количество баллов и рассчитывают агрегированный показатель А-счет. Чем больше А-счет, тем скорее это может произойти.

Отечественные исследователи также внесли свою лепту в разработку и применение различных методик прогнозирования. Перечислим некоторые из них. Иркутская государственная экономическая академия, Санкт-Петербургский госуниверситет (модель Колышкина), Казанский государственный технологический университет, методические положения ФСДН №31-р (1994), методические рекомендации Минэкономики РФ №118 (1997), экспресс-оценка по рейтинговому числу Р.С. Сайфулина и Г.Г. Кадыкова, математические модели О.П. Зайцевой, система показателей ранжирования Л.Л. Самойлова, методика интегральной балльной оценки финансовой устойчивости Л.В. Донцовой и Н.А. Никифоровой, методика А.Д. Шеремета и В.В. Ковалека, экспресс-диагностика по А.В. Волкову (1999), модели М.А. Федотовой, постановление Правительства №367 (2003).

Итак, диагностика угрозы банкротства – это и оценка достоверности текущего финансового учета и отчетности и

база для выдвижения гипотез о возможном состоянии предприятия, т.е. моделировании дисфункций предприятия.

Очевидно, что нельзя автоматически перенести модель из одной страны в другую или из одного банка в другой в силу национальных экономических и социально-культурных особенностей. Основные причины этому:

1) математические особенности – представленные выше модели могут проводить только линейные границы между «плохими» и «хорошими» заемщиками;

2) экономические особенности – для России характерны высокая дисперсность регионов по экономическим свойствам и большие объемы теневого сектора экономики.

Даже внутри одного банка должны существовать разные модели для различных групп клиентов и видов кредитов.

Сложность адаптации зарубежных методик в России состоит в основном в несоответствии российских стандартов бухгалтерской отчетности зарубежным системам бухгалтерского учета (GAAP, IFRS), налогообложения и особенностей расчета отдельных финансовых коэффициентов.

Однако при одновременном использовании нескольких количественных и качественных диагностических методик возможно довольно четкое выявление причинно-следственных связей в нарушениях деятельности предприятия.

Итак, учеными разработано огромное количество моделей, позволяющих объективно судить о финансовом положении предприятия и с помощью данной оценки принимать решения об инвестировании в долговые ценные бумаги.

При этом наиболее популярным остается индекс кредитоспособности Альтмана, построенный на базе мультипликативного дискриминантного анализа и позволяющий при первом приближении разделить хозяйствующие субъекты на потенциальных банкротов и небанкротов.

Каждая из описанных методик имеет свои достоинства и недостатки. Также существует неоднозначное мнение в отношении корректности применения западных моделей к рос-

сийским предприятиям. Ведь различие в таких внешних факторах, как степень развития фондового рынка, налоговое законодательство, нормативное обеспечение бухгалтерского учета, оказывает влияние на функционирование предприятия. Следовательно, экономические показатели, используемые в моделях, меняются, а оценки искажаются.

Именно поэтому все методики оценки кредитного риска вложения в долговые ценные бумаги должны иметь комплексный характер. В большинстве случаев для оценки степени кредитного риска вложения в долговые ценные бумаги необходимо использовать сразу несколько методик.

В 2015 г. в условиях ограниченности финансовых, привлекаемых из-за рубежа ресурсов и высокого санкционного давления происходит переориентация эмитентов облигаций с внешнего на внутренний рынок. Выпуск на рынок долговых ценных бумаг, номинированных в отечественной валюте, сопряжен с меньшими рисками, нежели эмиссия долговых ценных бумаг на внешнем рынке. В результате на внутреннем рынке облигаций повышается эмиссионная активность. Она приводит к увеличению портфеля обращающихся облигаций, который в III квартале 2015 г. достиг исторического максимума и составил около 13 трлн руб. Долговой рынок при этом демонстрирует положительную динамику ставок и доходности.

При этом рынок корпоративных еврооблигаций продолжает стагнировать, что связано с малым интересом инвесторов к подобного рода ценным бумагам в силу сложившейся экономической ситуации в стране. Российские эмитенты также практически прекратили осуществлять заимствования на внешнем рынке в условиях сохраняющейся неопределенности, вызванной высокой волатильностью цен на мировом рынке энергоносителей, а также снижением суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами «Standard&Poog's» и «Moody's» ниже инвестиционного. FitchRatings снизило кредитный рейтинг России до

уровня «BBB–» самой низкой отметки в инвестиционной категории. По критериям следующая ступень «BB+» относится к спекулятивной категории.

Эксперты рейтинговых агентств в качестве причин снижения рейтинга указывают наличие санкций и низкий уровень цен на энергоносители, падение темпов экономического роста в стране. По мнению экспертов этих агентств, основную долю доходов федерального бюджета России обеспечивают нефтегазовые доходы, которые в связи со снижением цен на энергоносители будут планомерно снижаться. Однако на самом деле нефтегазовые доходы не столь высоки и составляют менее половины всех доходов федерального бюджета. Положительным фактором, так же не принимаемым во внимание большинством международных рейтинговых агентств, является низкий уровень госдолга России, который по итогам 2015 г. составит около 13% ВВП, при этом суверенные чистые иностранные активы страны равны 26% ВВП.

Россия обладает достаточным количеством резервов, которые она может направить на выплату суверенного долга, поэтому не совсем ясны мотивы, по которым рейтинговые агентства снижали рейтинги, ухудшая инвестиционную привлекательность государства. Решением вопроса необъективности выставления рейтинга может стать национальное рейтинговое агентство, созданное при поддержке мегарегулятора – Центрального Банка России. Подобный процесс инициирован также в Евросоюзе и Китае. Национальные кредитные рейтинговые агентства являются одним из наиболее важных элементов инфраструктуры финансового рынка, подверженного влиянию геополитических рисков. Деятельность подобного агентства должна способствовать повышению устойчивости к рискам, особенно таким, которые оказывают внешнее влияние. Уставный капитал национального рейтингового агентства будет составлять 3 млрд руб. с равным распределением долей среди инвесторов не более 5%.

В качестве экспертов будут привлекаться специалисты со всего мира. В силу чего национальное рейтинговое агентство будет отличаться высоким уровнем корпоративного управления и профессиональных компетенций. Авторитет агентства позволит повысить инвестиционную привлекательность России.

Другой немаловажной и острой проблемой является повышение качества корпоративного управления в области финансов. В некоторых случаях показатели качества корпоративного управления компанией могут иметь большее значение, чем финансовые результаты деятельности фирмы.

Соблюдение компанией высоких стандартов корпоративного управления позволяет обеспечить широкий доступ корпораций на рынок капитала. Такие компании могут привлечь больше инвесторов, способных предоставить капитал по разумной цене. Эффективно управляемые компании вносят существенный вклад в экономику и имеют возможность создать большую стоимость для акционеров, являясь при этом финансово устойчивыми и платежеспособными.

Наиболее современной системой управления ресурсами предприятия является ERP-система (Enterprise Resource Planning – Управление ресурсами предприятия). Она позволяет интегрировать все функции компании в единую компьютерную систему, которая должна отвечать потребностям всех отделов компании. ERP способствует замене устаревших систем управления. Все программы, обслуживающие финансы, производственный процесс или склад работают совместно, легко и гибко настраиваются. Внедрение на практике подобных систем позволяет снизить различного рода риски ведения предпринимательской деятельности, начиная с производственного и заканчивая кредитным риском предприятия.

Иными словами, любого рода риски могут быть подвергнуты управляющему воздействию со стороны руководства предприятия на микроуровне и различных финансовых

организаций, включая рейтинговые агентства. В то время как кредитные риски долговых ценных бумаг нивелируются в определенной степени за счет внедрения в рамках корпоративного управления интегральных моделей анализа кредитоспособности и диагностики банкротства предприятий, существующих в рамках ERP-системы.

Глава 3

АНАЛИЗ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ

3.1. Стратегии поведения экономических субъектов фондового рынка в условиях финансовых рисков, обусловленных действием санкций

Для российских участников фондового рынка в 2014-2015 гг. зоной повышенного риска стал рынок еврооблигаций. Несмотря на то, что уже в 2014 г. объем размещений еврооблигаций российских компаний сократился по сравнению с предыдущим годом в 4 раза и составил 11,1 млрд долл. США, сохранялся долг компаний по предыдущим выпускам, осуществленным в период с 2010 по 2013 г., когда объемы рынка еврооблигаций российских компаний были достаточно высокими.

Так, объем эмиссий евробондов за этот период вырос на 53,5% и составил 43,3 млрд долл. США (рис. 3.1). Это было обусловлено стабильным развитием экономики России с темпами роста ВВП в 3,4% в год. Однако введение санкций западными странами вызвало резкие темпы падения объема заимствования на международных фондовых рынках, в результате которых такие крупнейшие российские банки, как ПАО «Сбербанк России», ПАО «Банк «ВТБ», ПАО «Газ-

промбанк» и ПАО «Россельхозбанк», а также ведущие нефтегазовые компании России потеряли доступ к западным рынкам капитала.

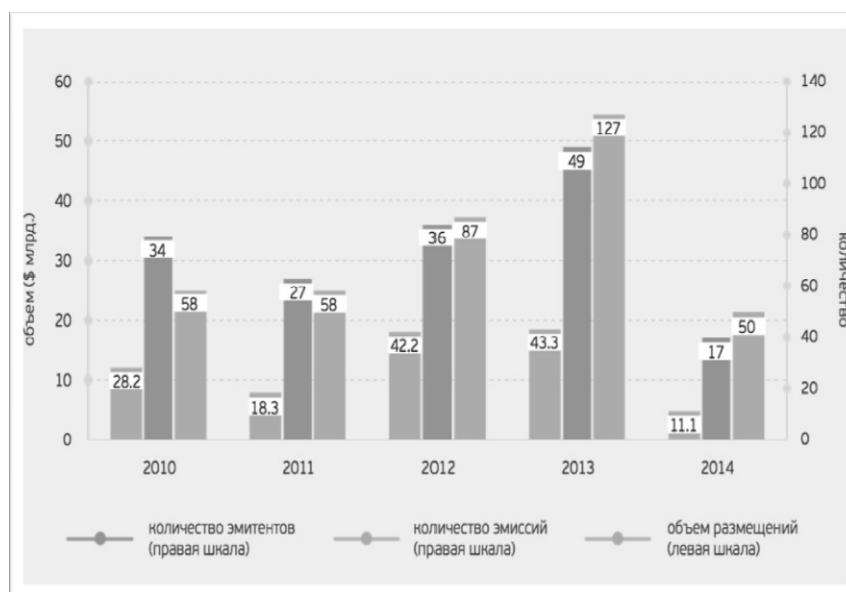


Рис. 3.1. Размещение еврооблигаций российскими компаниями в 2010-2014 гг.

Источник: Cbonds.ru

Вместе с тем на долю указанных корпораций приходится основной объем размещений на фондовых рынках во все предыдущие годы. Но снижение рейтингов этих компаний вслед за понижением суверенного рейтинга России до «BBB-» стало причиной значительного роста стоимости заимствований. А этот фактор наряду с ослаблением российской валюты привел к значительному понижению привлекательности долговых бумаг как инструмента привлечения

капитала, а, следовательно, возникновению необходимости повышения процентных ставок по этим видам ценных бумаг.

Нужно отметить, что в зоне риска оказались российские банки, поскольку в течение последних пяти лет вели наиболее активную эмиссионную политику. Так, с января 2010 по январь 2015 г. доля банков в общей структуре заемщиков возросла на 20 п.п. Эти же банки выступили в качестве крупнейших эмитентов еврооблигаций за указанный период. Наиболее активно вели себя 4 крупнейших банка: ПАО «Сбербанк России», ПАО «Банк «ВТБ», ПАО «Газпромбанк» и ПАО «Россельхозбанк» (табл. 3.1).

Таблица 3.1

**Крупнейшие эмиссии корпоративных еврооблигаций
за последние 5 лет**

Эмитент	Эмиссии за последние 5 лет		Крупнейший выпуск за последние 5 лет (млрд долл. США)
	общий объем (млрд долл. США)	количество выпусков	
ПАО «Сбербанк России»	15,5	17	2
ПАО «Газпромбанк»	10,8	20	1,1
ПАО «Россельхозбанк»	6,2	10	1,3
ПАО «ЛУКОЙЛ»	5,5	4	1,5
ПАО «РЖД»	5,4	7	1,4
ПАО «Банк «ВТБ»	5,3	5	2,3
ПАО «ВымпелКом»	4,5	8	1,3
ПАО «Альфа-Банк»	3,2	5	1
ПАО «Северсталь»	2,5	5	0,6
ПАО «Газпром»	1,5	1	1,5
ПАО «Банк «Русский стандарт»	1,1	4	0,4

Источник: Cbonds.ru

Значительная доля размещений (почти 20%) приходилась в 2010 г. на нефтегазовую отрасль, но уже в 2015 г. объем эмиссий еврооблигаций нефтегазовых сократился в связи

с падением цен на энергоносители. Уже к концу 2014 г. сократилась и доля компаний других отраслей в общем объеме выпусков ценных бумаг. Так, доля компаний транспорта, черной металлургии и телекоммуникаций уже на конец 2014 г. упала до незначительной величины в общем объеме размещений.

Под влиянием западных санкций для российских эмитентов начинается переориентация на азиатские рынки. На первом месте по предпочтительности Китай и арабские страны. Например, «Внешэкономбанк» начал вести переговоры с международным исламским банком AlBaraka о выпуске исламских облигаций «сукук», которые имеют несколько национальных особенностей, так как базируются на религиозных принципах, запрещающих прямое взимание процентов.

Такая переориентация связана с большей инвестиционной привлекательностью этих рынков и отношением инвесторов к российским компаниям. Так, в отличие от западных агентств, понизивших кредитные рейтинги большинства российских эмитентов до «мусорного» уровня, азиатские агентства более оптимистично оценивают финансовую состоятельность российских компаний и присваивают им достаточно высокие рейтинги. Например, ведущее китайское рейтинговое агентство Dagong в феврале 2015 г. повысило кредитный рейтинг ПАО «Газпром» до самого высокого уровня «AAA» с прогнозом «стабильный».

Таким образом, повышение привлекательности азиатских рынков на фоне западных санкций и более высокие кредитные рейтинги российских компаний в данном регионе, вполне могут способствовать развитию тенденций возрастания размещений российских эмитентов на азиатских площадках в течение 2015–2018 гг. Развитие этой тенденции будет связано с желанием отечественных компаний провести диверсификацию своих долгов в условиях нестабильности курса рубля, понизив уровень долларовой задолженности,

поскольку они возьмут на себя долговые обязательства, номинированные в другой валюте.

3.2. Особенности применения методологии риск-менеджмента в условиях санкций

Выше было показано, как действие санкций отразилось на эмиссионной политике российских компаний. Для того чтобы отразить особенности применения риск-менеджмента в этих условиях, мы рассмотрели эмиссионную и финансовую политику публичной компании «МТС», как типичного представителя активного эмитента, осуществляющего заимствования на международных рынках капитала (табл. 3.2).

Таблица 3.2

Показатели выпусков облигаций ПАО «МТС» на международных рынках

Эмитент и срок погашения	Валюта номинала выпуска	Процентная ставка по облигациям, %	Объемы к погашению на 31 декабря, млрд руб.	
			2013	2014
Облигации MTS International со сроком погашения в 2020 г.	дол. США	8,625	24,547	35,057
Облигации MTS International со сроком погашения в 2023 г.	дол. США	5,00	16,365	26,920
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2020 г.	руб.	8,15	15,000	15,000
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2014 г.	руб.	7,60	13,619	–
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2017 г.	руб.	8,70	10,000	10,000
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2023 г.	руб.	8,25	10,000	10,000

Окончание табл. 3.2

Эмитент и срок погашения	Валюта номинала выпуска	Процентная ставка по облигациям, %	Объемы к погашению на 31 декабря, млрд руб.	
			2013	2014
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2015 г.	руб.	7,75	7,537	7,537
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2016 г.	руб.	8,75	1,788	1,788
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2018 г.	руб.	12,00	3,844	136,000
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2015 г. (серия А)	руб.	0,67	12,000	12,000
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2015-2016 гг. (серия Б)	руб.	0,54	12,000	12,000
Облигации ПАО «МТС» со сроком погашения в 2021-2022 гг. (серия В)	руб.	0,25	12,000	12,000
Плюс неамортизированная премия			8,000	3,000
Итого облигации			102,744	106,477
Краткосрочная часть			17,462	22,701
Итого облигации, за вычетом краткосрочной части			85,282	83,776

Источник: официальный сайт ПАО «МТС». – [http:// www.nts.ru](http://www.nts.ru)

Среди облигаций компании номинировано в иностранной валюте около 58% (табл. 5.2.), что в структуре привлеченных корпорацией средств составляет 105 млрд руб. При этом следует отметить, что наиболее крупные объемы привлечения от выпуска облигаций в валюте имеют срок погашения в 2020–2023 гг., т.е. в случае неблагоприятной эконо-

мической ситуации проценты по выплате данных обязательств будут высокими в течение длительного времени.

Также к проблемам ПАО «МТС» относится понижение кредитного рейтинга тремя международными рейтинговыми агентствами в начале 2015 г. Для предприятия это означает повышение плавающих ставок над LIBOR, т.е. стоимость за пользование иностранным заемным капиталом в совокупности с фактом падения рубля существенно возрастает, делая данные заимствования гораздо менее выгодными.

Таблица 3.3

Изменение ключевой ставки Банка России 2014-2015 гг.

Дата	Ключевая ставка, %
03.03.2014	7,0
25.04.2014	7,5
25.07.2014	8,0
05.10.2014	9,5
12.12.2014	10,5
16.12.2014	17,0
30.01.2015	15,0
16.03.2015	14,0
05.05.2015	12,5
15.06.2015	11,0

Источник: Банк России – официальный сайт: www.cbr.ru

В связи с указанными фактами доступ компании к иностранному капиталу сильно ограничивается, так как заимствование за рубежом обладает существенным валютным риском. Однако в то же время заимствование капитала на внутреннем рынке обладает высоким процентным риском. Это

связано с нестабильностью экономической ситуации в стране и высокой волатильностью рынка. Показательным является пример ключевой ставки, устанавливаемой Банком России, которая с начала 2014 г. изменялась 8 раз (табл. 3.3). В подобных условиях выпуск облигаций обладает высоким процентным риском, так как среднерыночные ставки часто меняются, становится практически невозможно выбрать соответствующую рынку ставку в средне- и долгосрочной перспективе.

Еще одной проблемой ПАО «МТС» является наличие у предприятия кредитов и облигаций в иностранной валюте. Рассмотрим подробнее структуру коммерческих кредитов компании.

По состоянию на 30 июня 2014 г. около 25% (43,2 млрд руб.) (табл. 3.4) кредитов компании ПАО «МТС» было взято в иностранной валюте. Такие объемы привлеченных средств в условиях нынешней нестабильности экономики влекут за собой высокие фондовые риски.

Помимо вышеперечисленных внешних рисков, компания также обладает и внутренними. Рассмотрим некоторые показатели деятельности предприятия за 2010–2014 гг.

В 2014 г. заметно снизился темп прироста выручки от реализации услуг связи, а также общей выручки компании. Темп прироста операционной прибыли сильно снизился по сравнению с 2012 и 2013 гг., и составляет всего 0,58%. Чистая прибыль снизилась на 35% относительно 2013 г., а темп прироста показателя является самым низким за рассматриваемые 4 года. Показатель ARPU (средняя ежемесячная выручка от продажи услуг в расчете на одного абонента) тоже показывает крайне низкий темп роста и остается на уровне 2013 г. То же самое можно сказать и о показателе MOU (средний ежемесячный трафик на одного абонента) (табл. 3.5).

Таблица 3.4

Структура кредитов ПАО «МТС» в 2014 г.

Кредиты в иностранных валютах и рублях	Дата погашения	Процентная ставка (фактическая ставка на 31 декабря 2014 г.)	Объемы к погашению на 31 декабря (млрд руб.)	
			2014	2013
В долларах США: Calyon, ING Bank N. V., Nordea Bank AB, Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG Skandinaviska Enskilda Banken AB HSBC Bank plc and ING Bank AG Прочие	2015-2020 2015-2017 2015 2015	LIBOR+1,15% (1,51%) LIBOR+0,23-1,8% (0,59-2,16%) LIBOR+0,3%(0,66) 15%	37,901 5,175 — 0,164	26,132 4,328 0,394 0,258
Итого в долларах США:			43,240	31,022
В евро: Bank of China Credit Agricole Corporate Bank and BNP Paribas LBBW	2015 2015-2018 2015-2017	EURIBOR+1,95(2,12%) EURIBOR+1,65(1,82%) EURIBOR+1,52(1,69%)	— 1,893 0,956	2,435 1,557 0,839
Итого в евро:			2,849	4,831
В рублях: Сбербанк Облигации в сделках РЕПО СММ Прочие	2015-2020 2015 2015 2015-2023	8,45-12,05% 19,36% 0%-15% Различные	125,000 3,425 0,556 0,456	80000 — — 0,395
Итого в рублях:			129,437	80,395

Окончание табл. 3.4

Кредиты в иностранных валютах и рублях	Дата погашения	Процентная ставка (фактическая ставка на 31 декабря 2014 г.)	Объемы к погашению на 31 декабря (млрд руб.)	
			2014	2013
В армянских драмах: ASHIB	2015	13%	0,176	0,108
В узбекских сумах: Алокабанк Узбектелеком	2019-2022 2015	12% 10%	0,759 0,058	- -
Итого в узбекских сумах:			0,817	-
Итого банковские кредиты и прочие займы (млрд)			176,519	116,356
За вычетом краткосрочной части			(19,435)	(7,564)
Итого долгосрочные банковские кредиты и займы			157,084	108,792

Источник: http://www.company.mts.ru/comp/ir/control/data/annual_reports/57/

Таблица 3.5

Показатели деятельности ПАО «МТС» за 2010-2014 гг.

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка от реализации услуг связи, млрд руб.	321 589	322 546	349 338	371 950	381 822
Изменение, %	–	0,30	8,31	6,47	2,65
Выручка от реализации абонентского оборудования и аксессуаров, млрд руб.	21 532	26 025	28 902	26 493	28 936
Изменение, %	–	20,87	11,05	-8,34	9,22
Итого выручка, млрд руб.	343 121	348 571	378 240	398 443	410 758
Изменение, %	–	1,59	8,51	5,34	3,09
Операционная прибыль, млрд руб.	82 996	80 296	93 793	101 758	102 349
Изменение, %	–	-3,25	16,81	8,49	0,58
Чистая прибыль, млрд руб.	46 969	45 939	30 612	80 787	52 393
Изменение, %	–	-2,19	-33,36	163,91	-35,15
ARPU (руб.)	252,8	272,7	297,1	338,6	339,1
Изменение, %	–	7,87	8,95	13,97	0,15
MOU, минуты	234	269	304	359	372
Изменение, %	–	14,96	13,01	18,09	3,62
Коэффициент оттока, %	45,90	47,60	42,40	38,10	41

Источник: составлено по данным отчетности ПАО «МТС».

В настоящее время инвестиционная политика компании обладает рядом ярко выраженных рисков. Среди них: валютный риск, кредитный риск, нестабильная экономическая ситуация, снижение темпа роста выручки, а также снижение

кредитного рейтинга как компании, так и Российской Федерации. Каждая из данных проблем оказывает влияние на стоимость капитала и финансовую устойчивость компании.

Для того чтобы оценить эффективность использования компанией заемного капитала, рассчитаем эффект финансового рычага.

Таблица 3.6

Расчет эффекта финансового рычага ПАО «МТС» 2013-2014 гг.

Показатели	2013	2014
Среднегодовая стоимость активов, млн. руб.	486 844	539 697
Чистая прибыль, млн. руб.	80 787	52 393
Средняя ставка по обязательствам, %	7,34	7,92
ROA, %	16,59	9,71
Ставка налога на прибыль, t, %	20	20
Плечо ФР	2,57	2,29
DFL, %	19,0	3,3

Источник: составлено на основе данных ПАО «МТС».

В 2014 г. среднегодовая стоимость активов ПАО «МТС» увеличилась на 10,85% (табл. 3.6), в то время как чистая прибыль снизилась на 35%. Рентабельность активов в 2014 г. составила 9,71%, снизившись на 6,9% относительно 2013 г. Средняя стоимость заемных средств в 2014 г. составляет 7,92%; в 2013 г. – 7,34% (табл. 3.7). Плечо финансового рычага, равное отношению заемного капитала к собственному, равняется 2,29 в 2014 г. и 2,57 в 2013 г.:

$$DEL = (1 - t) \cdot (ROA - R) \cdot \left(\frac{D}{E} \right),$$

где DFL – эффект финансового рычага; t – ставка налога на прибыль; ROA – рентабельность активов; R – ставка по обязательствам компании; D – заемный капитал; E – собственный капитал.

Таблица 3.7

Стоимость капитала ПАО «МТС» (2013-2014 гг.)

Показатели	Обыкновенные акции	Долгосрочные облигации	Долгосрочные кредиты
	2013		
Объем источника, млн руб.	587 100	85 282	108 792
Вес, %	75,16	10,92	13,93
Стоимость, %	6,80	7,88	6,85
Налоговый дисконт, %		20,00	20,00
Итого, %	4,09	0,69	0,76
WACC, %	5,54		
	2014		
Объем источника, млн руб.	520 000	83 700	157 084
Вес, %	68,35	11,00	20,65
Стоимость, %	9,60	7,55	8,14
Налоговый дисконт, %		20,00	20,00
Итого, %	6,56	0,66	1,34
WACC, %	8,57		

Источник: рассчитано по данным ПАО «МТС».

Эффект финансового рычага в 2014 г. составлял 3,3%, это означает, что компания повысила рентабельность собственного капитала на 3,3% за счет использования заемных средств. Относительно 2013 г. показатель снизился на 15,7%, что в первую очередь связано со значительным уменьшением чистой прибыли и увеличением стоимости активов, приведшим к снижению рентабельности активов.

Одним из основных показателей, которые необходимо учитывать при определении структуры капитала, является стоимость капитала. Рассмотрим подробнее стоимость капитала ПАО «МТС».

Так как под структурой капитала понимается соотношение долгосрочных собственных и заемных средств¹, краткосрочные обязательства при расчетах стоимости капитала не учитывались. Следует отметить, что при нахождении стоимости акционерного капитала в качестве объема источника учитывалась капитализация компании, а не балансовая стоимость. Для определения стоимости капитала использовался дивидендный подход, т.е.

$$\text{Стоимость акционерного капитала} = \frac{\text{выплаченные дивиденды}}{\text{капитализация}} .$$

Стоимость заемного капитала была рассчитана как средневзвешенная процентная ставка на основе указанных в отчетности компании ставок по кредитам и облигациям.

Согласно представленным в табл. 3.7 данным, стоимость акционерного капитала в 2014 г. составила 9,6%. Данный показатель делает акционерный капитал наиболее дорогим источником привлечения денежных средств. Примечательно, что в 2013 г. привлеченный с помощью акций капитал являлся наиболее дешевым источником, а стоимость его составляла 6,8%. Повышение стоимости на 2,8% связано с нестабильной ситуацией в стране, а также с увеличением доли заемных средств в структуре капитала компании с 24,85 до 31,65%. Увеличение заемного капитала влечет за собой повышение риска, поэтому инвесторы требуют от компании большей доходности от вложений, соответственно, растет стоимость акционерного капитала.

¹ Селезнева Н.Н., Ионова А.Ф. Финансовый анализ. Управление финансами. – М., 2006.

Стоимость заемных средств, привлекаемых при помощи облигаций, составила 7,55%, снизившись на 0,33% по сравнению с 2013 г., и став при этом наиболее дешевым источником капитала. Значительных изменений не произошло в связи с тем, что в течение 2014 г. компания не выпускала новых облигаций, а лишь погашала старые. Однако следует уточнить, что отсутствие заметного снижения объема средств, привлеченных данным источником, обусловлено с переоценкой выпущенных ранее еврооблигаций в долларах США, связанной со значительным изменением курса рубля.

Стоимость привлечения долгосрочных кредитов в 2014 г. составила 8,14%, что на 1,25% превышает данный показатель в 2013 г. В отличие от ситуации с облигационными займами, в данном случае повышение ставки связано не только с увеличением объема кредитов в валюте, составившим 12 220 млн руб., но и с получением дополнительного кредита от Сбербанка суммой в 45 млрд руб. по ставке, увеличившейся более чем на 2% относительно уровня 2013 г.

Средневзвешенная стоимость капитала компании в 2014 г. составила 8,57%, что на 3,03% больше, чем в 2013 г. Учитывая, что за год стоимость капитала возросла более чем в полтора раза, можно сказать, что капитал компании в 2014 г. значительно подорожал. Такое увеличение WACC обошлось компании более чем в 23 млрд руб.

Таблица 3.8

Начальные показатели ПАО «МТС» в 2014 г.

Показатели	Начальные значения
D/(D+E), %	31,21
Стоимость акционерного капитала, %	9,60
Стоимость заемного капитала после налогообложения, %	6,97
WACC, %	8,78
Стоимость предприятия, млн руб.	700 563

Источник: рассчитано по данным ПАО «МТС».

Таблица 3.9
Модель определения оптимальной структуры капитала ПАО «МТС», млн. руб.

Показатели	Средневзвешенные значения показателей					
	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	
D/(D+E),%	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	
D/E, %	0,00	11,11	25,00	42,86	66,67	
Сумма долга, млн руб.	0	77 182	154 364	231 547	308 729	
Стоимость акционерного капитала, %	8,50	8,80	9,10	9,60	10,42	
ЕВГДА, млн руб.	159 332	159 332	159 332	159 332	159 332	
ЕВГГ, млн руб.	84 622	84 622	84 622	84 622	84 622	
Проценты за пользование заемным капиталом, млн руб.	0	5 714	11 824	20 168	31 240	
Налогооблагаемая прибыль, млн руб.	84 622	78 908	72 798	64 454	53 382	
Сумма налога, млн руб.	16 924	15 782	14 560	12 891	10 676	
Чистая прибыль, млн руб.	67 698	63 126	58 239	51 563	42 705	
Стоимость заемного капитала до налогообложения, %	7,25	7,40	7,66	8,71	10,12	
Ставка налога, %	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	

Продолжение табл. 3.9

Показатели	Значение показателей при изменении соотношения заемного и собственного капитала					
	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	
D/(D+E), %	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	
D/E, %	0,00	11,11	25,00	42,86	66,67	
Сумма долга, млн руб.	0	77 182	154 364	231 547	308 729	
Стоимость акционерного капитала, млн руб.	8,60	8,85	9,10	9,60	10,42	
Стоимость долга, млн руб.	5,80	5,92	6,13	6,97	8,10	
WACC, %	8,60	8,56	8,51	8,81	9,49	
Отклонения	0	0	1	0	0	
Стоимость компании, млн руб.	709 606	711 803	714 482	698 979	666 603	
Показатели	Значение показателей при изменении соотношения заемного и собственного капитала					
	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00	
D/(D+E), %	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00	
D/E, %	100,00	150,00	233,33	400,00	900,00	
Сумма долга, млн руб.	385 911	463 093	540 275	617 458	694 640	
Стоимость акционерного капитала, %	11,58	13,47	16,76	23,43	43,08	
ЕВГТА, млн руб.	159 332	159 332	159 332	159 332	159 332	
ЕВП, млн руб.	84 622	84 622	84 622	84 622	84 622	

Окончание табл. 3.9

Проценты за пользование заемным капиталом, млн руб.	41 027	49 233	60 207	75 135	84 526
Налогооблагаемая прибыль, млн руб.	43 595	35 389	24 415	9 487	96
Сумма налога, млн руб.	8 719	7 078	4 883	1 897	19
Чистая прибыль	34 876	28 311	19 532	7 590	76
Стоимость заемного капитала до налогообложения, %	10,63	10,63	11,14	12,17	12,17
Ставка налога, %	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Показатели	Итоговые значения показателей				
D/(D+E), %	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00
D/E, %	100,00	150,00	233,33	400,00	900,00
Сумма долга, млн руб.	385 911	463 093	540 275	617 458	694 640
Стоимость акционерного капитала, %	11,58	13,47	16,76	23,43	43,08
Стоимость долга, %	8,51	8,51	8,91	9,73	9,73
WACC, %	10,04	10,49	11,27	12,47	13,07
Отклонение	0	0	0	0	0
Стоимость компании, млн руб.	642 647	624 374	594 883	554 404	536 394

Источник: рассчитано по данным ПАО «МТС».

Для того чтобы определить оптимальную структуру компании, а также предложить возможные пути преодоления проблем рисковости инвестиционной политики компании, попробуем смоделировать стоимость компании и ее капитала при различных соотношениях собственных и заемных средств. Изначальная структура капитала представлена в табл. 3.8.

В табл. 3.9 рассмотрим показатели модели определения оптимальной структуры капитала ПАО «МТС». В ней рассчитаны примерная стоимость организации и средневзвешенная стоимость капитала при разных соотношениях заемного и собственного капитала компании.

Данная модель построена на основе модели определения оптимальной структуры капитала, разработанной Асватом Дамодараном¹. В отличие от оригинальной модели, в которой стоимость акционерного капитала рассчитывалась с помощью модели CAPM, при проведении расчетов был использован дивидендный подход. В качестве стоимости акционерного капитала при уровне в 30% заемных средств была взята рассчитанная ранее ставка 9,6%, соответствующая текущему положению компании. Данная ставка была экстраполирована на другие соотношения заемного и собственного капитала при помощи использования пропорций модели CAPM. Подобным образом была рассчитана и стоимость заемных средств, однако в данном случае возникла проблема, заключающаяся в том, что ставки по кредитам и облигациям не отражают сегодняшнюю ситуацию, так как рыночные ставки в настоящее время выше указанных в балансе. Это связано с тем, что основное повышение ставок произошло после значительного падения рубля в декабре 2014 г., т.е. по состоянию на 31 декабря компания еще не успела привлечь заемные средства по повышенной стоимости. Помимо этого,

¹ Сайт Асвата Дамодарана. – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

в январе и феврале 2015 г. были снижены кредитные рейтинги как облигаций ПАО «МТС», так и суверенного рейтинга Российской Федерации, что, естественно, также не отражено в балансе. В связи с этим была взята средневзвешенная стоимость заемных средств на начало декабря 2014 г. и увеличена пропорционально изменению безрисковой ставки (долгосрочные облигации федерального займа) с 01.12.2014 по 14.04.2015 г. Полученный результат составил 8,71%, он и был экстраполирован на остальные соотношения капитала по имеющимся в модели пропорциям.

Выбор оптимального соотношения собственного и заемного капитала определяется в модели по максимальной стоимости компании. Стоимость компании при этом рассчитывается как ее рыночная капитализация и сумма долга.

Согласно полученным результатам, структура капитала ПАО «МТС» близка к оптимальной, однако для еще большего улучшения результатов следует снизить долю заемных средств до 20% капитала. При таком соотношении достигается наибольшая стоимость корпорации при наименьшей цене капитала. Достижение оптимальной структуры капитала увеличит стоимость компании на 15,5 млрд руб., и уменьшит средневзвешенную стоимость капитала на 0,3%. Увеличение доли собственного капитала снижает риски компании, что в свою очередь ведет к снижению стоимости акционерного капитала. К тому же снижение рисков повышает вероятность улучшения кредитного рейтинга компании, оказывающего непосредственное влияние на стоимость заемных средств. Согласно результатам модели, стоимость акционерного капитала снизится на 0,5%, а заемных средств – на 0,84%. Следует также учесть, что реальный уровень ставок привлечения заемного капитала может быть значительно выше использованного при расчетах, что также говорит о рациональности увеличения собственного капитала.

В целом, результаты моделирования свидетельствуют о том, что в сегодняшних условиях привлечение долгосроч-

ного финансирования за счет заемного капитала менее выгодно, чем использование акционерного капитала. В связи с этим в качестве решения инвестиционных проблем компании можно предложить дополнительную эмиссию акций и проведение их публичного размещения. Для того чтобы достигнуть оптимальной структуры капитала, компании необходимо увеличить акционерный капитал на 30 млрд руб. Если предположить, что средняя цена при размещении акций будет равна средней за 2015 г. (233,52 руб.), то предприятию необходимо разместить 124,5 млн акций. Однако в связи с тем, что эмиссия акций – дорогостоящая процедура, компания может выпустить большее количество ценных бумаг, чтобы эмиссия была более выгодной. Например, для достижения показателя $D/(D+E) = 10\%$ компании необходимо привлечь 104 млрд руб., что может быть осуществлено при помощи выпуска 428,2 млн акций.

Таким образом, на примере риск-менеджмента ПАО «МТС» нами рассмотрены варианты решения инвестиционных задач, направленных на сокращение доли заемных средств в структуре капитала, что является на сегодняшний день основным направлением сокращения кредитного, процентного и валютного рисков. Реализация этого направления лежит в плоскости перехода на внутренние рынки заимствований и расширения использования производных финансовых инструментов как механизмов хеджирования рисков.

3.3. Управление рисками на фондовом рынке с использованием производных финансовых инструментов

На возникновение рисков на фондовом рынке оказывают влияние целевые установки и мотивация участников рынка, объем финансовых ресурсов, привлекаемых участниками, уровень подготовки участников торгов, а также профессио-

нальное использование ими современных автоматизированных систем. Кроме того, немаловажную роль оказывает уровень законодательного регулирования фондового рынка и состояние мировых финансовых рынков.

Развитие риск-менеджмента на российском фондовом рынке происходит в рамках реализации стратегий управления, среди которых доминируют портфельные стратегии, а также хеджирующие, спекулятивные и арбитражные стратегии с привлечением производных инструментов. В последнее время наблюдается широкое применение производных финансовых инструментов как метода снижения систематических финансовых рисков, который снижает колебание прибыли, вызванное изменением цены на сырьевые товары (газ, нефть и т.д.), процентные ставки и курсы валют, а также создает условия для получения дополнительной прибыли на основе волатильности цен на фондовом рынке.

Для современного фондового рынка деривативы находят применение как средство защиты от риска. Повышению привлекательности этих финансовых инструментов способствует возможность осуществления операций с высокой доходностью при низких издержках и минимальных вложениях капитала, что создает условия для расширения спекулятивной составляющей такой операции. Однако мировая практика последних лет демонстрирует чувствительность деривативов к экономическим и финансовым кризисам. Вместе с тем предназначение производных финансовых инструментов состоит в защите от финансовых рисков и их минимизации. При этом неквалифицированное использование этих финансовых инструментов может привести к обратному эффекту – значительному росту риска.

Рост объемов производных финансовых инструментов на финансовых рынках служит фактором роста их волатильности, что может быть вызвано многократным превышением выпущенных деривативов над объемами базовых инструментов, которые лежат в их основании. С целью исследования

воздействия производных финансовых инструментов на уровень их волатильности нами рассмотрено состояние мирового рынка деривативов и показаны дополнительные риски, которые появляются вследствие возникновения проблем в развитии этого сегмента фондового рынка.

Затяжной характер последнего финансового кризиса, начавшегося в 2007 г., продемонстрировал возникновение новой угрозы развитию мировой финансовой системы – неконтролируемый рост рынка деривативов. Став причиной кризиса, деривативы вступили в противоречие со своей экономической сущностью как инструмента страхования и хеджирования рисков на финансовом рынке. Фактором неограниченного роста этого рынка является отсутствие государственного контроля выпуска и обращения этих финансовых инструментов, а также переход значительной части рынка во внебиржевой оборот.

При рассмотрении рыночной экономики как совокупности различных рынков можно выделить ведущую роль в ней фондового рынка, поскольку именно он обеспечивает возможность последовательного перелива капитала из одной страны в другую, из менее рентабельных отраслей экономики в более прибыльные. Тем самым фондовый рынок обеспечивает перераспределение капитала между секторами экономики и способствует выравниванию отраслевой нормы прибыли.

Осуществление трансформации свободного капитала в инвестиции происходит через фондовый рынок, в структуре которого в последнее время доминирующим становится сегмент производных финансовых инструментов (деривативов). Он получил развитие в связи с либерализацией мировой финансовой системы и переходом к плавающим валютным курсам. Широкая популярность деривативов как производных инструментов от акций, валют и товаров обусловлена тем, что они используются для хеджирования рисков или осуществления спекуляций.

Если раньше производные финансовые инструменты выступали как стандартный инструмент, эмитируемый биржей, то в настоящее время рынок деривативов развивается в двух формах – биржевой и внебиржевой. Причем конкуренция этих двух сегментов фондового рынка служит дополнительным стимулом к развитию рынка деривативов, что обусловлено появлением наряду со стандартными биржевыми контрактами новых видов внебиржевых соглашений, содержащих особые условия по страхованию рисков участников торгов.

Современный рынок деривативов развивается как самостоятельный сегмент фондового рынка, а благодаря выходу оборота этих финансовых инструментов за пределы биржи они получили возможность обращаться в неограниченном количестве и выпускаться по различным базисным активам, в том числе по фондовым индексам и другим расчетным показателям. Вместе с тем основные тенденции в развитии рынка производных финансовых инструментов во многом определяются происходящими изменениями в посткризисный период на рынках базисных активов. Так, многократный рост объема торгов на рынке акций повлек за собой столь же бурное развитие рынка стандартных контрактов на акции и фондовые индексы. При этом рынок деривативов продолжает расти более быстрыми темпами по сравнению с другими финансовыми инструментами и это создает волатильность на фондовых площадках.

Как свидетельствуют приведенные в табл. 3.10 данные, количество денег на рынке деривативов сопоставимо со всей денежной массой, выпущенной всеми странами мира в 2012 г., – 1,4 квдл долл. США, что в 40 раз больше, чем мировой рынок акций (40 трлн долл. США) и в 23 раза больше мирового ВВП (70 трлн долл. США).

Таблица 3.10

Некоторые параметры мирового финансового рынка, 2011-2012 гг.

Параметры мирового финансового рынка	2011	2012
Стоимостной объем деривативов, прошедших через клиринговую систему, дол. США	600 трлн	700 трлн
Общий стоимостной объем деривативов, дол. США	1,2 квдл	1,4 квдл
Мировой рынок акций, дол. США	35 трлн	40 трлн
Мировой ВВП, дол. США	65 трлн	70 трлн

Источник: составлено по данным Ассоциации участников фьючерсных торгов «The Futures Industry Association» – http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf

В настоящее время на мировом фондовом рынке обращаются следующие основные виды деривативов¹:

- производные ценные бумаги, обеспеченные акциями и облигациями;
- ценные бумаги, обеспеченные поддержанными автокредитами или кредитными картами;
- производные ценные бумаги, поддержанные ипотечными закладными;
- кредитно-дефолтные свопы (CDS).

Начиная с 2010 г., число сделок с деривативами имеет ярко выраженную тенденцию к росту – более чем на 25% вырос объем сделок с производными инструментами во всем мире. При этом темпы роста этого сегмента на азиатских и латиноамериканских биржах значительно превосходят американские и европейские торговые площадки. А по объемам оборота азиатские рынки уже превосходят биржи Северной Америки (табл. 3.11).

¹ Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М.: ООО «НТО», 2011. – С. 14.

Таблица 3.11

**Региональная структура биржевого рынка деривативов
(количество сделок) в 2009-2010 гг.**

Регион	2009	2010	Прирост за период 2009-2010 гг., %
Азия	6 206 896 074	8 865 036 759	42,8
Северная Америка	6 353 460 256	7 169 690 209	12,8
Европа	3 838 022 268	4 418 537 986	15,1
Латинская Америка	1 020 820 000	1 526 946 057	49,6
Другие	325 404 696	315 036 438	- 3,2
Итого	17 744 604 018	22 295 247 449	25,6

Источник: составлено по данным Ассоциации участников фьючерсных торгов «The Futures Industry Association» – http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf

Так, в мире за рассматриваемый период (2009-2010 гг.) заключено 22,29 млрд контрактов, среди них – 8,86 млрд сделок пришлось на страны Азиатско-Тихоокеанского региона и 7,17 млрд контрактов – на Северную Америку. Это самый быстрый рост региональных сегментов рынка в посткризисный период. Вместе с тем, основными участниками сделок с деривативами на финансовом рынке по-прежнему остаются американские инвестиционные банки (табл. 3.12).

Таблица 3.12

Крупнейшие держатели деривативов

Банки	Объем деривативов, трлн долл. США
JP Morgan	79
Бэнк оф Америка	50
Ситигрупп	48

Источник: составлено по данным Ассоциации участников фьючерсных торгов «The Futures Industry Association» – http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf

Общий объем деривативов, привлеченных самым крупным американским банком «JP Morgan Chase», составляет 79 трлн долл. США, в то время как не менее значимые финансовые группы, такие как «Голдман Сакс», «Веллс Фарго», «Морган Стэнли» и HSBC в совокупности владеют контрактами на сумму 15-20 млрд долл. США.

На основе получения суперприбыли с рынка деривативов крупнейшие банки США увеличивают объемы капитала и тем самым расширяют свое влияние во всем мире. Если в 2002 г. первая десятка американских банков контролировала 55% всех банковских активов США, то в 2013 году они контролируют уже 77%¹. Такой объем финансовых инструментов сделал эти банки настолько сильными, что поставил в зависимость от их финансовой устойчивости всю мировую финансовую систему, и в случае падения рынка деривативов может рухнуть и вся финансовая система.

С развитием Интернета рынок деривативов становится более виртуальным, но при этом значительно повышается его спекулятивная функция, что позволяет ему развиваться по собственным законам, не связанным с реальной экономикой. Это находит проявление в том, что при совершении огромного количества сделок создается высокая волатильность на биржах, тем самым повышаются риски биржевых операций. Более высокие риски обращения производных инструментов приводят к реальным финансовым потерям многих участников фондового рынка по причине отсутствия на рынке деривативов их реальной оценки на всех этапах проведения сделок, что оказывает отрицательное влияние на амплитуду развития рынка.

¹ Ежегодный доклад Ассоциации участников фьючерсных торгов «The Futures Industry Association» «Report on trading volume in the global listed derivatives markets». – URL: http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf

Серьезная проблема функционирования рынка деривативов – его непрозрачность: рынок аккумулирует огромный объем рисков, но в то же время их профиль остается неясным и непонятным для большинства участников сделок. Вследствие чего деривативы приводят к перераспределению кредитного риска по всей мировой финансовой системе.

Основной причиной мирового экономического кризиса в 2007 г. и последующего за ним спада экономик большинства стран стал раздутый «пузырь» на рынке производных инструментов в США. При возникновении серии неплатежей и отказов от исполнения контрактов деривативы породили эффект домино: обвал одного инструмента повлек за собой падение и других. Вслед за этим развитие кризиса в Еврозоне подтолкнул спекулятивный характер кредитно-дефолтных свопов, выпущенных на долговые обязательства правительства Греции, что значительно усилило проявление кризиса в мировой финансовой системе.

В возникновении кризиса деривативы сыграли роль спускового механизма, что связано с особенностями обращения этого финансового инструмента. По своей сути деривативы должны создавать для участников рынка инструменты хеджирования и инфраструктуру для снижения общего объема риска через его перераспределение. То есть рынок производных инструментов теоретически должен служить дополнительной поддержкой или страховкой бизнеса, связанного с реальным движением товаров или капитала.

На практике же в последнее десятилетие произошел гигантский разрыв между спекулятивными игроками этого рынка и компаниями, реально хеджирующими риски своей основной деятельности. Это нашло отражение в том, что деривативы, по сути, стали обращаться независимо от движения товаров, лежащих в их базисном активе. В результате чего их оборот вышел за пределы национальных экономик, поскольку эти инструменты уже не участвуют в формирова-

нии внутреннего капитала стран, где производятся товары, лежащие в основе базисных активов.

Кратко все угрозы развития рынка деривативов для мировой финансовой системы можно сформулировать следующим образом:

- рынок стал слишком большим и не останавливается в своем росте;
- деривативы как финансовые инструменты ничем не обеспечены;
- система обращения деривативов почти полностью не управляема;
- в этой системе господствуют крупнейшие банки мира;
- постоянно происходит бесконтрольный (нерегистрируемый) и непрозрачный выпуск новых объемов производных финансовых инструментов;
- рынок деривативов развивается в отрыве от реальной экономики.

В силу наличия ярко выраженного повышательного тренда развития объемов производных финансовых инструментов, обусловленного ростом числа участников и объемами привлеченного капитала, рынок деривативов нуждается в экстренном регулировании. По мнению экспертов, меры по регулированию рынка деривативов могут развиваться по двум направлениям: во-первых, через ужесточение законодательства основных стран – участниц рынка производных финансовых инструментов; во-вторых, при отсутствии положительного эффекта мер по регулированию рынка деривативов предлагается провести обнуление рынка через отказ от основных валют, обеспечивающих расчеты по деривативным сделкам¹.

¹ *Snyder M.* Derivatives: The Quadrillion Dollar Financial Casino Completely Dominated By The Big International Banks. – <http://theeconomiccollapseblog.com/archives/derivatives>

В сентябре 2013 г. на Саммите G20 в Санкт-Петербурге страны «Большой двадцатки» договорились об ужесточении правил регулирования рынка деривативов. В Декларации саммита «Группы двадцати»¹ было указано на необходимость установления общих минимальных маржинальных требований для торговли деривативами и формирования системы централизованного клиринга сделок с деривативами на основе международного консенсуса. По рекомендациям G20 регуляторы фондового рынка должны добиваться того, чтобы торговля высокорисковыми активами проводилась строго при посредничестве клиринговых центров и бирж.

Становится очевидным, что международное регулирование должно быть направлено на ограничение эмиссии производных финансовых инструментов. При этом необходимо учитывать, что прямой запрет деривативов как финансового инструмента вряд ли будет иметь положительный эффект, так как подавляющее большинство этих инструментов обращается на внебиржевом рынке. В связи с чем регулированию должен подлежать именно внебиржевой оборот деривативов, особенно межбанковские сделки по свопам. Это предполагает перевод всех сделок в биржевую систему обращения, т.е. осуществление торговли этими инструментами только на биржах. Такой подход позволит устранить проблему конфликтов интересов среди участников оборота деривативов, когда один и тот же участник торгов в одном лице выступает эмитентом, продавцом и покупателем. Прежде всего, это должно касаться взаимоотношений между банками и их клиентами, совершающими сделки с деривативами, которые должны осуществляться только с участием третьей независимой стороны – биржи или клирингового центра, обеспечи-

¹ Декларация саммита «Группы двадцати». – Официальный сайт G20 в Санкт-Петербурге. URL:<http://www.g20russia.ru/news/20130906/782776168.html>

вающих гарантии исполнения обязательств всеми участниками данной операции.

Последний финансовый кризис выявил потребность жесткого антимонопольного регулирования деятельности участников рынка деривативов, что, в первую очередь, связано с необходимостью ликвидации зависимости значительной доли мировых финансовых потоков от управления глобальными американскими банками. Так, в период последнего финансового кризиса после крушения банка Lehman Brothers только по дефолтным свопам CDS осталось долгов на 400 млрд долл. США¹. Безконтрольность глобальных финансовых холдингов позволяет им игнорировать все принципы риск-менеджмента и продолжать эмитировать на рынок новые высоко спекулятивные инструменты, которые не только не обеспечивают снижение финансовых рисков, но и способствуют их росту за счет включения в эти операции неограниченного количества новых участников.

Следовательно, основные проблемы современного рынка деривативов порождены либерализацией условий проведения операций, а также бесконтрольностью деятельности на этом рынке глобальных финансовых институтов, которые являются основными поставщиками для фондового рынка кредитно-дефолтных свопов. Именно этот сегмент функционирует только в режиме внебиржевого рынка, что базируется на непрозрачном ценообразовании и неэффективном мониторинге рисков, в том числе рисков платежеспособности продавцов кредитной защиты по CDS. Однако другие секторы рынка деривативов, функционирующие в рамках биржевой торговли (опционы, фьючерсы и др.), более устойчивы по отношению к кризису, поскольку работают в условиях стандартных контрактов и постоянного контроля со стороны биржи.

¹ *Петренко Е.В.* Мировой рынок деривативов // Молодой ученый. – 2011. – № 10. – Т. 1. – С. 151.

Кроме того, риски банков по CDS увеличиваются из-за отсутствия единой методики учета деривативов на балансах кредитных учреждений. В настоящее время банки имеют возможность за счет ухищрений в ведении бухгалтерского учета деривативов не отражать полностью риски и возможные убытки, связанные с их обращением. На сегодняшний день этот аспект наиболее нуждается в урегулировании. В связи с чем остро встает вопрос об обязательном введении единых стандартных правил учета кредитно-дефолтных свопов как необходимого условия совершенствования оборота деривативов банками. Это требует принятия решения на государственном уровне о запрете операций с внебиржевыми деривативами для коммерческих банков, что должно устранить большинство рисков, связанных с обращением этих финансовых инструментов.

С точки зрения совершенствования оборота деривативов следует выделить два принципиальных момента. Во-первых, назрела необходимость создания аналога центрального депозитария для целей учета производных финансовых инструментов, деятельность которого может значительно облегчить и упорядочить операции со всеми видами таких инструментов. Во-вторых, требуется повышение роли саморегулируемых организаций на рынке деривативов, которые могли бы взять на себя такие вопросы, как взаимодействие с государственными регулирующими органами, решение спорных ситуаций между участниками рынка и др. В мире уже имеется определенный опыт в части саморегулирования обращения международных ценных бумаг, когда Ассоциация участников международного фондового рынка (ISMA) берет на себя ответственность за формирование условий и контроль за обращением международных ценных бумаг и деятельностью участников рынка¹.

¹ Блохина Т.К. Финансовые рынки: учеб. пособие. – М.: РУДН, 2009. – С. 74.

Таким образом, минимизация угрозы обрушения мировой финансовой системы лежит в плоскости создания системы регулирования и контроля мирового рынка деривативов, что в современных условиях имеет перспективы реализации при солидарном участии правительств стран, банки которых являются активными эмитентами и покупателями производных финансовых инструментов.

Глава 4

НАПРАВЛЕНИЯ МИНИМИЗАЦИИ ПОСЛЕДСТВИЙ КРИЗИСНЫХ ЯВЛЕНИЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

4.1. Пути повышения инвестиционной привлекательности рынка акционерного капитала

В условиях санкций возрастает конкуренция компаний за привлечение капитала с внутреннего российского рынка, поскольку денежный потенциал внутренних инвесторов весьма ограничен. Для того чтобы повысить привлекательность российских акционерных обществ для иностранных инвесторов, требуется решить ряд проблем в части повышения уровня корпоративного управления в этих компаниях. На первом месте стоят такие проблемы, как ограниченность прав миноритарных акционеров; низкая прозрачность компаний; слабые коммуникации с инвесторами. Наличие этих проблем делают российские акции более рискованными по сравнению с акциями других развивающихся рынков, в том числе Китая и Бразилии. Главными рисками при вложениях в российские акции иностранные инвесторы считают коррупцию, корпоративное управление и страновой риск.

По данным оценок восприятия российских компаний зарубежными инвесторами сложилось несколько слабых позиций в развитии корпоративного управления¹.

1. Российские компании демонстрируют непоследовательный подход в отношении стандартов отчетности, а также минимальные усилия в обеспечении полного раскрытия и прозрачности для инвестиционного сообщества, даже когда дело касается принципов Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО).

2. По сравнению с западными компаниями российские компании не наделяют своих IR-менеджеров знаниями, которыми обладает руководство компании, а это крайне необходимо для эффективных коммуникаций с инвестиционным сообществом.

3. Российские компании не обеспечивают достаточный доступ к своему руководству. Западные инвесторы ощущают недостаток контактов с инвестиционным сообществом со стороны руководства компаний.

5. В российских IR-службах мало англоговорящих сотрудников. Поэтому перевод на английский язык отчетов российских компаний зачастую выполнен неграмотно.

В этой связи для привлечения зарубежного капитала участники российского фондового рынка должны решить ряд первоочередных задач, в том числе:

– улучшать практику корпоративного управления, обеспечивая равноправное отношение к миноритарным акционерам;

– поднимать качество раскрытия информации, прозрачности, в том числе предоставлять реалистическую и надежную прогнозную информацию о конкурентной среде, о дол-

¹ Бобров Д. Исследование: восприятие инвесторами российских компаний // IR-magazine. Деловой журнал по связям с инвесторами. – URL: <http://www.ir-russia.ru/news/JPM-2nd-Annual-Investor-Perception-Study-20140318/>

госрочных преимуществах компании, о возможностях и угрозах, а также об операционных результатах и корпоративной стратегии;

– использовать более открытый подход в коммуникациях с инвесторами.

Кроме того, для повышения привлекательности российских ценных бумаг для иностранных инвесторов представляют определенный интерес методы повышения привлекательности акционерного капитала, которые помогут удержать и привлечь иностранных инвесторов (табл. 4.1).

Таблица 4.1

Меры, направленные на повышение привлекательности акционерного капитала для иностранных инвесторов

№ п.п.	Направления привлечения акционерного капитала	Результат от принятых мер
1	Государственная поддержка внутреннего рынка акций и защита иностранных инвесторов	Инвестирование средств пенсионных фондов, страховых компаний, государственных компаний, паевых фондов во внутренний рынок акций. Создание системы финансовой защиты и поддержки прав иностранных инвесторов, контроль за участниками рынка акционерного капитала. Сформированный внутренний рынок акционерного капитала обеспечит необходимый инвестиционный ресурс для роста экономики и создаст фундамент для привлечения иностранного инвестора
2	Увеличение числа эмитентов путем сдерживания инфляционных процессов	Увеличение числа эмитентов предоставит инвесторам возможность выбора для вложения средств в акции и повысит степень диверсификации

Окончание табл. 4.1

№ п.п.	Направления привлечения акционерного капитала	Результат от принятых мер
3	Упрощение процедуры листинга на бирже	Увеличение потенциальных эмитентов на рынке и заинтересованных инвесторов. Расширение внутреннего рынка акционерного капитала
4	Налоговое стимулирование акционеров	Налоговое стимулирование позволит привлечь миноритарных акционеров, что расширит внутренний рынок акционерного капитала
5	Упрощение процедуры приобретения акций частными иностранными инвесторами	Увеличится и число эмитентов на рынке, и число инвесторов

Источник: составлено на основе Стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 г., утверждена Постановлением Правительства от 29.12.2008 № 2043-р.

Формирование внутреннего рынка акций требует привлечения капитала российских компаний, таких как пенсионные фонды, страховые компании, государственные корпорации. Иностранный инвестор всегда желает опираться на надежного местного партнера, поэтому расширение внутреннего источника предложения денежных средств существенно повышает привлекательность России для иностранных портфельных инвесторов.

В настоящий момент средние компании, работающие довольно успешно, не могут (ввиду существующих ограничений) размещать свои акции на бирже. Требуется проект, позволяющий средним предприятиям проходить упрощенную процедуру листинга на бирже. Увеличится и число эмитентов на рынке, и число инвесторов. Инвестор будет более склонен инвестировать в акции известного ему предприятия,

работающего с ним на одной территории, что, как следствие, приведет к формированию внутреннего рынка акционерного капитала.

Таблица 4.2

Комплекс мер, направленных на обеспечение привлекательности для вложений на рынке акционерного капитала

Перечень задач	Результат	Мероприятия
Определить факторы, оказывающие негативное воздействие на развитие рынка акционерного капитала	Высокая волатильность, вызванная увеличивающейся с каждым годом зависимостью от иностранного спекулятивного капитала. Низкая ликвидность рынка, сконцентрированная в нескольких акциях. Отсутствие внутренней базы институциональных инвесторов	Формирование внутреннего рынка акций и увеличение числа эмитентов
Выявить факторы, определяющие успешность проведения процесса первичного публичного размещения	Структурирование первичного публичного размещения и выбор ценового диапазона	От структуры первичного публичного размещения и ценового диапазона зависит конечный объем средств, которые сможет привлечь эмитент. Поэтому при первичном публичном размещении необходимо детально проработать вопросы, связанные с выбором рынка, размещаемых ценных бумаг и цены размещаемых акций.
Проанализировать внутренние факторы влияющие на развитие рынка акционерного капитала	Внедрение высоких стандартов корпоративного управления. Соблюдение прав миноритариев. Создание IR-службы публичной компании.	Правила и методы корпоративного управления должны быть заслуживающими доверия и хорошо понятными для международного инвестиционного сообщества.

Окончание табл. 4.2

Перечень задач	Результат	Мероприятия
		Руководство компаний должно неукоснительно соблюдать права миноритариев, так как в сложной политической внешней обстановке именно миноритарий может стать важным источником капитала. Построение эффективной IR-службы.

Источник: составлено на основе Стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 г., утверждена Постановлением Правительства от 29.12.2008 № 2043-р.

Помимо этого, необходимо ввести налоговое стимулирование акционеров, защитить интересы миноритарных акционеров, упростить процедуру покупки акций частными инвесторами, проводить диверсификацию экономики, стимулировать подъем инновационной активности, сокращать бюрократические процедуры, вести борьбу с коррупцией, совершенствовать инфраструктуру фондового рынка, которые помогут совершенствованию российского рынка акций (табл. 4.2).

Кроме указанных мероприятий требует серьезного улучшения финансовая инфраструктура российского фондового рынка. На сегодняшний день Россия сильно отстает по уровню ее развития от стран с развитыми фондовыми рынками, о чем свидетельствует ряд таких показателей, как число устройств для осуществления финансовых операций, число пластиковых карт на человека, число платежей с помощью платежных инструментов, объем платежей, объем активов и пассивов банковской системы (табл. 4.3).

Таблица 4.3

**Показатели развитости финансовой инфраструктуры
некоторых стран**

Показатель	Швеция	Сингапур	Швейцария	США	Канада	Россия
Число банковских учреждений (шт. на человека) $\times 10^{-4}$	2,13	0,92	3,38	3,79	1,99	2,87
Число устройств для осуществления финансовых операций (шт. на человека) $\times 10^{-2}$	2,42	3,77	2,17	1,82	2,29	0,31
Число пластиковых карт, шт. на человека	2,08	6,21	1,62	10,13	2,86	0,89
Число платежей с помощью платежных инструментов и терминалов, шт. на человека в год	507,80	525,50	246,00	247,10	284,00	26,40
Объем платежей с помощью платежных инструментов, тыс. долл. США на человека	201,20	128,90	525,10	246,70	322,80	78,00
Объем активов банковской системы, тыс. долл. США на человека	Нет данных	59,10	225,10	27,30	53,90	3,30
Объем пассивов банковской системы, тыс. долл. США на человека	Нет данных	41,50	160,00	25,60	65,30	4,60

Источник: Микрофинансирование в России / под ред. М.А. Абрамова, М.В. Мамута. – М.: Кнорус, 2013. – С. 15.

Представленные данные свидетельствуют о том, что в настоящий момент в сравнении с зарубежными странами Россия обладает значительно меньшим потенциалом для формирования платежеспособного спроса населения на продукты, способствующие формированию финансовой инфраструктуры. Необходимо направить значительные усилия на ее развитие на основе стимулирующих финансово-экономических инструментов, которые будут повышать финансовый охват населения, не обеспеченного банковскими услугами (табл. 4.3).

Государственная политика развития финансовой инфраструктуры должна включать следующие направления.

1. Повышение уровня развития инфраструктуры российского финансового рынка с целью привлечения на рынок значительного количества потенциальных инвесторов. В настоящее время создана межведомственная рабочая группа, в которую вошли представители Министерства экономического развития РФ и Центрального банка для формирования пакета законопроектов, касающихся системы расчета, клиринга, торговых систем, биржи и биржевой деятельности, производных финансовых инструментов и др. Эти законопроекты должны сформировать адекватную инфраструктуру фондового рынка и обеспечить более легкий, удобный и доступный способ выхода на него российских предприятий.

2. Усовершенствование правовой и методологической базы функционирования организованного финансового рынка. Усовершенствование содержания Единого государственного реестра юридических лиц и, в частности, включение в реестр информации об участниках обществ с ограниченной ответственностью, о размерах принадлежащих им долей. Предполагается установить, что изменения в положении об учредительных документах юридического лица приобретают силу с момента внесения соответствующих изменений в Единый государственный реестр. Тем самым расширяется перечень документов для обществ с ограниченной ответст-

венностью, представляемых для государственной регистрации и перерегистрации.

3. Повышение эффективности процедуры финансового оздоровления кредитных организаций путем осуществления четкой процедуры проведения реструктуризации задолженности по налогам и сборам через мировое соглашение и финансовое оздоровление за счет изменения требований к арбитражному управляющему. Должны быть дополнены требования к управляющему, в частности, в части увеличения периода его стажировки в качестве помощника; требования по страхованию ответственности арбитражного управляющего; действия арбитражного управляющего при выходе из одной саморегулируемой организации и его переходе в другую саморегулируемую организацию.

4. Усовершенствование механизма деятельности саморегулируемых организаций на рынке акционерного капитала. В настоящий момент подготовлен законопроект, который предусматривает поправки в закон об оценочной деятельности. Эти поправки направлены на отмену лицензирования и переход на контроль со стороны самого профессионального сообщества, т.е. контроль саморегулируемой организацией. Аналогичные поправки готовятся и в другие законы, в частности, закон об аудиторской деятельности. Профессиональный контроль более эффективен, чем контроль со стороны государства, осуществляемый в лице чиновников. Именно профессионалы, зная все «начинку» этого бизнеса, могут осуществить эффективный контроль, используя механизм саморегулирования.

5. Стандарты корпоративного управления в России можно улучшить за счет увеличения доли акций в свободном обращении, образцово-показательного поведения государственных компаний, неукоснительного соблюдения духа и буквы законодательства с целью защиты прав миноритарных акционеров. Внедрить высокие стандарты корпоративного управления и тем самым вывести корпоративное управление

в России на принципиально иной, высокий уровень поможет принятие нового Кодекса корпоративного управления. Однако важной задачей является обеспечение внедрения российскими компаниями положений этого кодекса на практике.

6. Повысить качество финансовой отчетности российских корпораций, для чего компании должны придерживаться ежеквартального выпуска отчетности и проведения конференц-звонков, с последующим должным общением с инвесторами по поводу раскрытия отчетности. Также руководство российских компаний должно принимать участие в западных инвестиционных конференциях по сектору или по развивающимся рынкам, с тем чтобы усилить общение с инвестиционным сообществом.

4.2. Формирование необходимых условий для преодоления дефицита капитала в России

Современный период развития российской экономики связан с дефицитом инвестиционных ресурсов, что обусловлено продолжительным действием санкций со стороны США и Европейского союза. В этой связи отмечается развитие негативных тенденций, проявляющихся в мировой финансовой системе. Это повышает значение роли российского рынка ценных бумаг как фактора привлечения капитала в российскую экономику, что в свою очередь требует проведения его модернизации.

Формирование российского рынка ценных бумаг прошло в своем развитии ряд этапов. Первый этап был отмечен доминирующим влиянием коммерческих банков на рынок и его развитие, поскольку число банков в первой половине 90-х гг. XX в. составляло более 3500. По причине многочисленности банков в российской финансовой системе они взяли на себя основные функции по обороту ценных бумаг, в то время как существующие на тот период инвестиционные компании были в явном меньшинстве.

Второй этап связан с появлением в 1996 г. закона «О рынке ценных бумаг»¹, в котором были отражены приоритетные для небанковских структур условия участия в операциях с ценными бумагами. С этого момента система регулирования фондового рынка стала состоять из двух самостоятельных направлений:

– Центральному банку отводился контроль за деятельностью коммерческих банков;

– Комиссия по ценным бумагам осуществляла контроль за деятельностью всех других участников фондового рынка.

Третий этап начался в 2000 г., что было отмечено разделением функций контроля участников фондового рынка между Центробанком и Комиссией по рынку ценных бумаг. Именно на этом этапе деятельность, связанная с операциями с ценными бумагами, перешла под юрисдикцию Комиссии, а чисто банковская деятельность осталась в ведении Центробанка.

Четвертый этап в развитии российского фондового рынка начинается с 2010 г. В этот период Комиссия по рынку ценных бумаг была преобразована в Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР), которая консолидировала контроль над всеми участниками рынка ценных бумаг. В эту систему регулирования вошли негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, а также все операторы фондового рынка. В связи с чем ФСФР стала ключевым регулятором российского рынка ценных бумаг.

Пятый этап относится к 2013 г., когда было принято решение о создании в России единого мегарегулятора, функции которого были возложены на Банк России. С этого момента система регулирования представляет собой единый регулирующий центр, осуществляющий надзорно-регулятивные функции для всех участников рынка ценных бумаг.

¹ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями).

В результате двадцатипятилетнего периода становления и развития российского рынка ценных бумаг была образована такая его модель, которая создает равные условия для деятельности как банковских, так и небанковских институтов, выполняющих разнообразные финансовые операции.

В настоящее время в мировой практике сложилось несколько моделей рынков ценных бумаг: европейская (банковская), англо-американская (небанковская) и смешанная. Их различия состоят в принципах допуска основных участников к операциям на рынке ценных бумаг и формах регулирования со стороны государства. Как правило, в европейской модели основные участники представлены коммерческими банками и, соответственно, центральный банк государства выступает в качестве основной регулирующей инстанции. Примером такой модели служат Германия, Австрия, Бельгия.

Англо-американская модель рынка ценных бумаг отличается ведущей ролью инвестиционных институтов в операциях с ценными бумагами и в связи с чем регулятором рынка являются небанковские органы. Например, в США – Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, в Великобритании – Минфин.

Третья модель рынка ценных бумаг – смешанная, когда в операциях с ценными бумагами участвуют и коммерческие банки, и небанковские институты. В такой системе регулирующая роль распределяется между двумя органами – Центробанком и Минфином. Примером такой модели служит японский рынок ценных бумаг, на котором в одинаковой степени представлены и банки, и различные небанковские структуры, а регулируют рынок Центробанк и Минфин.

Российскую модель рынка ценных бумаг можно определить как смешанную, поскольку она включает отдельные элементы из сложившихся в мировой практике моделей – банковской и небанковской. Эти особенности российского рынка связаны с этапами его становления и развития, в процессе которых рынок формировался фрагментарно и разви-

вался по отдельным, не связанным между собой сегментам – банковским и небанковским. Несмотря на создание единой системы регулирования рынка, последствия неоднородности его структуры проявляются до настоящего времени, что отражается в доминировании банков на рынке как по объему капитала, так и по числу участников. Связано это преимущественно с тем, что благодаря системе страхования банковских вкладов в представлении вкладчиков создан имидж банков как надежных институтов в части привлечения капитала физических лиц, в то время как небанковские институты ассоциируются у держателей капитала как высокорисковые и ненадежные, в связи с чем им они не хотят доверять свои сбережения.

Если рассмотреть структуру российской институциональной системы, которая определяет модель рынка ценных бумаг, то основной инвестиционно-сберегательный институт – это коммерческие банки, на которые приходится 92,7% всего объема денежных средств населения¹.

В то же время нужно отметить, что по показателю совокупных активов коммерческие банки имеют 75,8% в структуре ВВП, а активы всех небанковских институтов, в том числе страховых компаний, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, вместе взятых, составляют только 5,9% в структуре ВВП². Данное сравнение демонстрирует доминирующее положение коммерческих банков в современной финансовой структуре России, притом что небанковские инвестиционные институты, несмотря на разнообразие их форм, представленных на рынке ценных бумаг, не занимают ощутимого места в этой структуре.

Возникновение этого противоречия в структуре финансовой системы обусловлено сложностью развития рынка

¹ Официальный сайт Банка России – URL: <http://www.cbr.ru/statistics>

² Рассчитано автором по данным банка России. – URL: <http://www.cbr.ru/statistics>

ценных бумаг в России, что повлекло за собой проявление отмеченных последствий. Основное противоречие возникло еще на заре создания российского рынка, когда первоначально в стране была стихийно сформирована банковская модель рынка. А на втором этапе развития рынка на стихийно сформированную банковскую модель попытались наложить законодательные ограничения, которые были направлены на внедрение англо-американских стандартов рынка ценных бумаг. В результате получили развитие такие негативные тенденции, как снижение эффективности взаимодействия банковских и небанковских институтов, условия возникновения системных рисков, низкий уровень долгосрочного инвестирования в противовес краткосрочным спекулятивным операциям.

Другое противоречие можно рассматривать как последствия затянувшегося создания в России инвестиционно-сберегательной системы при отсутствии на рынке ценных бумаг малорисковых инструментов. Это оказало воздействие на выбор населением такой модели сберегательного поведения, которая отражает их потребительские характеристики и проявляется в ориентации основной массы сбережений населения на хранение в наличном виде. По данным Росстата, сбережения населения на сегодняшний день оцениваются более чем в 10 трлн руб.¹, большая часть из которых не включена в инвестиционный оборот.

В связи с чем задачей номер один по преодолению указанного противоречия является смена потребительского сберегательного поведения населения на инвестиционно-сберегательную направленность, что предполагает расширение предложения доступных для населения малорисковых инвестиционных инструментов на рынке ценных бумаг. Это можно достичь за счет внедрения жилищных накопительных

¹ Данные Федеральной службы государственной статистики. – URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/fin31.h

вкладов с повышенными страховыми гарантиями, расширения линейки сберегательных сертификатов в противовес безотзывным банковским вкладам.

Еще одно противоречие, вытекающее из модели рынка ценных бумаг, связано с ограниченным числом в России класса собственников, которые были бы реально заинтересованы в развитии рынка ценных бумаг. Это противоречие тесно увязано с малочисленностью и низкой эффективностью деятельности небанковских инвестиционных институтов на российском рынке ценных бумаг. В последнее время отмечен рост количества паевых инвестиционных фондов (ПИФы), готовых аккумулировать сбережения населения. Однако с точки зрения их популярности среди населения государственные органы не предпринимают каких-либо усилий, чтобы поддержать их имидж как надежных и доходных инвестиционных институтов. До сих пор не сформирована эффективная система защиты вкладов пайщиков ПИФов от всевозможных рисков. Это, в свою очередь, занижает качество их деятельности в глазах населения.

Общий объем финансовых средств граждан, привлеченных инвестиционными институтами, составляет на сегодняшний день 2,3 трлн руб. из общего объема сбережений населения¹. По сравнению с объемом средств, привлеченных банками, этот показатель свидетельствует о деформации инвестиционных условий в сторону банковского сектора. Причина кроется в наличии большей защищенности банков от рисков потери капитала за счет системы страхования вкладов.

Более высокая роль банков на рынке ценных бумаг свидетельствует о том, что механизмы рынка ценных бумаг, которые призваны трансформировать сбережения в инвестиции, в разной степени участвуют в воспроизводстве инвести-

¹ Данные Федеральной службы государственной статистики. – URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/fin31.h

ционного потенциала. В условиях сохранения данной ситуации рынок ценных бумаг как система, состоящая из взаимосвязанных структурных элементов, в рамках которой формируются спрос и предложение на инвестиционные ресурсы, не сможет обеспечить оптимального уровня затрат и сроков окупаемости инвестиций. Поскольку доминирующее положение банков создает для них условия, при которых они устанавливают размеры дохода сберегателей, тем самым формируя цены на инвестиционные ресурсы для их заемщиков.

Условия деятельности участников рынков различных секторов крайне неравномерны, что связано с правовыми особенностями, устанавливаемыми регулирующим органом. Это оказывает влияние на переливы капитала вкладчиков между инвестиционными институтами в зависимости от степени их защищенности от финансовых рисков. В связи с чем процесс создания и совершенствования инвестиционно-сберегательной системы в России должен строиться на принципах повышения надежности всех без исключения инвестиционных институтов, работающих со средствами населения.

Ряд принципов уже начинает реализовываться на российском рынке ценных бумаг на основе внедрения современной концепции развития финансового рынка в России¹, в рамках которой разработаны такие меры как повышение прозрачности, совершенствование инфраструктуры, сокращение налогов держателей ценных бумаг со сроком свыше одного года, снижение рисков использования инсайдерской информации, расширение роли институциональных инвесторов. Данные мероприятия очень важны для эффективного развития рынка ценных бумаг, поскольку позволяют свести к минимуму системные риски, сократить асимметрию информации и транзакционные издержки, а также оказать стиму-

¹ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

лирующее воздействие на приток долгосрочных инвестиций. Кроме того, концепция направлена на развитие линейки новых стандартизированных долгосрочных инструментов рынка ценных бумаг – объектов для вложения капитала на срок от 3 до 20 лет, в том числе госкорпорациями и провайдерами инфраструктурных проектов (в сфере ЖКХ, энергетики, связи, транспорта). Вместе с тем рассмотренная концепция базируется на двух основных целях: рост финансового рынка и совершенствование его регулирования. В отличие от аналогичных концепций стран с развитыми рынками ценных бумаг, например США, за рамками концепции остались социальные цели, которые бы отражали направленность стимулирующего воздействия на участие населения в инвестиционном процессе.

В условиях санкций перед российской финансовой системой наиболее остро встали три задачи. Во-первых, в связи возникшим дефицитом иностранных инвестиций требуется поиск мощного источника длинных и дешевых денег. Во-вторых, эффективность финансовой системы должна обеспечиваться за счет трансформации внутренних сбережений в инвестиции с минимальными транзакционными издержками, что создаст условия для аллокации финансовых ресурсов в экономике. В-третьих, финансовая система должна содействовать реализации социальных функций государства, что связано с повышением доступности финансовых услуг широким слоям населения, возможностью развивать пенсионное обеспечение, страхование, социальную ипотеку и образовательное кредитование¹.

Одним из направлений повышения доступности финансовых услуг населению можно рассматривать первичное публичное размещение акций российскими эмитентами или разработку модели российской депозитарной расписки и др.

¹ Концепция развития финансовой системы России до 2020: Совместный проект Ассоциации региональных банков (Ассоциация «Россия») и рейтингового агентства «Эксперт РА». – URL: <http://www.raexpert.ru>

Однако для того, чтобы эти меры имели действительно широкий охват, необходимо сосредоточиться на разработке механизмов роста финансового рынка.

Во-первых, нуждается в совершенствовании современная законодательная база, в том числе в сфере корпоративного управления, капитализации активов, защиты прав собственности и вовлечения их в рыночный оборот.

Во-вторых, активизировать деятельность коммерческих банков и инвестиционных компаний по участию в управлении крупными инфраструктурными проектами.

В-третьих, повышение притока инвестиций в экономику можно обеспечить путем включения в финансовый оборот некапитализированных активов (земля, недвижимость и т.д.), которые сейчас сконцентрированы в различных фондах государства. Тем самым будет увеличена емкость финансового рынка, капитализация инвестиционных институтов и их конкурентоспособность по сравнению с международными инвесторами.

В-четвертых, требует реформирования финансовая инфраструктура, которая на сегодняшний день имеет низкую эффективность. Это предполагает включение в ее состав системы управления рисками, ориентированной на минимизацию транзакционных издержек.

Одной из приоритетных задач развития российского рынка ценных бумаг должно стать создание международного финансового центра, способного обеспечивать конкурентные преимущества российским инвесторам. На сегодняшний день в России уже реализуется ряд проектов, которые направлены на создание в Москве международного финансового центра, среди них можно выделить:

- создание нового стандарта российской нефти REBCO для расчета цены российской нефти как самостоятельного продукта, а не как дисконтного к нефти марки Brent;
- учреждение и начало работы в Санкт-Петербурге Международной товарно-сырьевой биржи;

– формирование Межрегиональной биржи нефтегазового комплекса;

– запуск на российских биржах производных финансовых инструментов на нефть и золото.

Вместе с тем указанные проекты пока не способствуют продвижению России к поставленной цели. По нашему мнению, направленность данных проектов отражает стремление России изменить функционирующую систему международной сырьевой торговли, что связано с нарушением сложившегося баланса интересов на мировых сырьевых рынках, и поэтому наталкивается на сопротивление со стороны как основных нефтяных потребителей, так и продавцов.

В связи с чем более эффективное продвижение российских финансовых инструментов может быть реализовано при использовании альтернативных нефти источников международной торговли, например, угля или минеральных удобрений, по которым Россия имеет ведущие позиции. Это открывает возможности создания международного рынка срочных контрактов (фьючерсов и опционов) по данным видам продукции. В условиях мировой торговой конъюнктуры альтернативные нефти предложения по фьючерсам могут быть актуальными и выгодными. Как показывает мировой опыт создания международных финансовых центров, они формируются вокруг принципиально нового финансового продукта, к которому возникает повышенный интерес как с точки зрения его доходности, так и возможности использования в мировом торговом обороте.

Развитый международный финансовый центр должен обслуживать потоки капитала между основными участниками и другими международными, региональными и местными финансовыми рынками, а также обладать необходимыми структурами по поддержке национальных и международных операций. Эти структуры базируются на устойчивой финансовой системе и институтах, обеспечивающих нормальное функционирование рынка ценных бумаг. Для их формирова-

ния требуется не один десяток лет. Так, Лондону для создания мирового финансового центра потребовалось несколько столетий, Нью-Йорку и Токио – около 100 лет. Вместе с тем в последнее время наблюдаются случаи значительно более быстрого формирования и укрепления международных финансовых центров, что становится возможным при проведении целенаправленной и скоординированной государственной политики в этой сфере. Так, Сингапур создал международный финансовый центр в 1999 г. на основе вывода на Сингапурскую биржу нового финансового инструмента – фьючерса на фондовый индекс Токийской фондовой биржи «Никкей-225»¹. Для мирового рынка ценных бумаг появление нового финансового инструмента с высокодоходными характеристиками привлекло большое внимание: фьючерс на фондовый индекс до этого нигде не выпускался. При этом правительство Сингапура обеспечило создание необходимой рыночной инфраструктуры, которая способствовала привлечению для участия в торгах по этому инструменту участников со всего мира. Для чего были построены офисы с доступной арендной платой, открыты представительства крупнейших иностранных банков, решены вопросы проживания специалистов и их безопасности. По таким же принципам были созданы «новые» финансовые центры в Гонконге и Дубае, рост которых связан с формированием оптимальных условий для стимулирования иностранных инвесторов в участии в местной экономике.

Для России создание мирового финансового центра с выводом принципиально новых финансовых продуктов – реальная задача. Для этого уже создана объединенная Московская биржа, которая по объемам оборота вошла в первую двадцатку крупнейших мировых бирж. При этом существующий в Москве уровень развития финансовой инфра-

¹ Методический журнал «Регламентация банковских операций. Документы и комментарии». – URL: <http://www.reglament.net/bank/reglament/>

структуры необходимо поднимать до международного стандарта, который смог бы обеспечивать понятные для иностранных брокеров условия работы: клиринговый центр, логистика, транспорт, соответствующие уровню мировой финансовой системы. Кроме того, требует пересмотра система аренды офисов с целью приведения ее в соответствие мировому уровню качества и цен.

Таким образом, направления формирования мирового финансового центра в России должны обеспечивать решение задач по привлечению иностранных инвестиций, с одной стороны, и повышению конкурентоспособности российских инвесторов – с другой.

4.3. Перспективы развития фондового рынка России в условиях действия экономических санкций

Рассмотренные выше проблемы показали расширение зоны действия рисков для фондового рынка Российской Федерации, которые выступают ограничительным фактором в привлечении капитала с мировых финансовых рынков. Влияние этого фактора обуславливает изменения в политике заимствований российских корпораций с переориентацией ее с международных рынков на рынок ценных бумаг России. Однако отечественный фондовый рынок еще не в полной мере готов удовлетворить резко возросшие потребности корпораций в выпуске в обращение собственных ценных бумаг на внутренний рынок. Для того чтобы определить современные направления развития российского фондового рынка с позиции его расширения для повышения оборота ценных бумаг, проведем анализ государственной политики регулирования фондового рынка.

В соответствии со Стратегией развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., форми-

рование конкурентоспособного самостоятельного финансового центра – одна из основных задач развития российского рынка ценных бумаг. Рассмотрим основные цели данной стратегии, которые состоят в следующем:

- повысить емкость и прозрачность финансового рынка;
- обеспечить эффективность инфраструктуры рынка;
- сформировать благоприятный налоговый климат для его участников;
- усовершенствовать правовое регулирование на финансовом рынке.

Одной из мер, проводимых для повышения емкости и прозрачности фондового рынка, является внедрение механизмов, позволяющих привлечь на этот рынок широкий круг розничных инвесторов, а также защитить их инвестиции. Она включает стимулирование участия населения на финансовом рынке при помощи установления определенных правовых основ для создания механизмов, компенсирующих средства частных инвесторов. Для выплат данных компенсаций планируется создать компенсационный фонд, сформированный взносами профессиональных участников рынка ценных бумаг. Помимо обязательного компенсационного механизма, планируется формирование условий для создания добровольных компенсационных систем, например, страховых фондов.

В качестве меры противодействия появлению финансовых пирамид предлагается предоставить федеральному органу исполнительной власти на финансовых рынках дополнительных полномочий, позволяющих контролировать рекламу на финансовом рынке.

Планируется создание института инвестиционных консультантов, призванного помогать инвесторам в выборе подходящей им инвестиционной стратегии. Предполагается, что данный институт сможет улучшить качество оказываемых населению инвестиционных услуг, а также создаст возмож-

ность для осуществления подобной деятельности небольшим региональным компаниям. При этом планируется снижение издержек и, соответственно, стоимости финансовых услуг для населения за счет развития крупной сети независимых инвестиционных консультантов.

Еще одной мерой повышения емкости фондового рынка является расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка. В ее рамках планируется совершенствование налогового законодательства, а также принятие закона, позволяющего создать механизм ликвидационного неттинга. Существует необходимость в наделении федерального органа исполнительной власти на финансовых рынках правом утверждения примерного перечня производных финансовых инструментов и требований к ним, так как принятие исчерпывающего списка производных финансовых инструментов не представляется целесообразным ввиду их динамичного развития. В целях регулирования манипулирования производными финансовыми инструментами, а также заключения инсайдерских сделок требуется поручить биржам проведение мониторинга нестандартных срочных сделок.

Для расширения использования механизмов срочного рынка среди производителей и потребителей важнейших для экономики товаров (энергоносителей, металлов, строительных материалов) необходимо законодательное признание цен биржевых срочных контрактов рыночными. Это нужно для учета реальной ценовой политики при расчете налогов. Помимо этого, следует распространять среди экономических агентов информацию о возможностях снижения рисков за счет использования срочного рынка.

К перспективным мерам относится создание широкого круга возможностей секьюритизации финансовых активов. Разработка правовых основ, регулирующих секьюритизацию финансовых активов, имеет особо важное значение в условиях недостатка капитала. Предполагается установление ряда

законодательных норм, используемых как для секьюритизации, так и для прочих финансовых операций. Предлагается введение механизмов, повышающих качество кредитов, а также создание института общего собрания облигаций. Планируется выпуск инфраструктурных облигаций в целях привлечения инвестиций для осуществления долгосрочных проектов, осуществляемых в форме государственно-частного партнерства, по созданию или развитию инфраструктуры какой-либо сферы деятельности. Необходимо внесение в законодательство поправок, обеспечивающих права владельцев инфраструктурных облигаций, а также позволяющих инвестировать в данные облигации средства кредитных организаций, пенсионных накоплений и активов ПИФов. Подобные меры будут способствовать привлечению инвестиций, необходимых для реализации инфраструктурных проектов, а также расширению возможности инвестирования пенсионных накоплений.

Одним из важнейших направлений современного развития фондового рынка является повышение уровня информированности граждан о возможностях инвестирования средств на фондовом рынке. Несмотря на достаточно высокий уровень сбережений в Российской Федерации, существует проблема низкой вовлеченности граждан в финансовый рынок. По различным оценкам, количество индивидуальных инвесторов, вкладывающих денежные средства на фондовом рынке, может составлять до 70% экономически активного населения, в то время как на сегодня реальное число индивидуальных инвесторов не превышает 1 млн человек. В связи с низкой информированностью и уровнем доверия к финансовым инструментам среди населения, граждане в основном хранят свои сбережения в иностранной валюте или на краткосрочных банковских депозитах. На данный момент информация о развитии и возможностях фондовых рынков не систематизирована и не доступна большинству граждан. В результате неосведомленности граждан о правовом регу-

лировании финансового рынка и защищенности вложений, а также наличия негативного опыта, связанного с деятельностью финансовых пирамид, инструментами финансового рынка пользуется крайне ограниченное число граждан.

Для преодоления сложившихся проблем и повышения информированности граждан о возможностях и рисках участия в фондовом рынке предлагаются следующие меры:

- провести ряд мероприятий среди определенной целевой аудитории, призванных привлечь население на фондовый рынок, а также разработать методические рекомендации по проведению подобных мероприятий для различных целевых групп;

- провести исследование, направленное на выяснение причин низкого доверия населения к финансовым инструментам;

- осуществлять информирование широкого слоя населения о его правах и возможностях использования фондового рынка.

Другой не менее важной задачей реализации стратегии является развитие и повышение эффективности инфраструктуры фондового рынка. В рамках решения данной задачи предлагается развитие организованного фондового рынка и консолидация биржевой инфраструктуры. В целях соответствия мировым тенденциям развития биржевой торговли необходимо обеспечение:

- условий для возможной консолидации биржевого рынка, концентрации на нем ликвидности и повышения норм биржевой торговли, таких как открытость информации и препятствующая нерыночным практикам деятельность;

- высокого уровня защиты интересов инвесторов на внебиржевом организованном рынке, достигаемом благодаря его эффективному регулированию.

В связи с широким использованием в Российской Федерации внебиржевой торговли необходимо повысить эффек-

тивность регулирования как биржевых институтов, так и всего существующего организованного рынка. Для чего необходима унификация регулирования проводимых в подобной среде сделок, форм раскрытия информации о них, обеспечение защищенности участников, прозрачности проводимых операций. Также следует установить единые требования к техническому обеспечению всех организованных торговых систем. В рамках решения этой задачи предполагается совершенствование клиринговых процедур и расчетов. В связи с тем, что несовершенство клиринговых процедур является одной из причин низкой капитализации фондового рынка, а также формирует повышенный уровень риска при использовании клиринговой системы, возникает необходимость повышения надежности системы клиринга, а также внедрение в нее международных стандартов. Для решения данной проблемы следует создание правовой базы, позволяющей повысить эффективность клиринга.

Помимо перечисленных мер, важной задачей является развитие учетных институтов. Для этого следует повысить устойчивость и надежность этих институтов. Осуществить это планируется за счет увеличения требований к количеству собственных средств, расширения практики страхования рисков, ввода дополнительных качественных требований к регистраторской деятельности.

Как было отмечено ранее, крайне важной задачей является совершенствование правового регулирования фондового рынка. Для ее решения предлагается активное взаимодействие государства с саморегулируемыми организациями. Предполагается дополнение норм государственного регулирования нормами и правилами саморегулируемых организаций, а также стимулирование саморегулируемых организаций к ужесточению требований к участникам фондового рынка. Планируется разработка комплекса мер, укрепляющих роль профессиональных участников фондового рынка в контроле на рынке ценных бумаг, а также снижении инве-

стиционных рисков. Также предлагается возложение на саморегулируемые организации функции анализа, обобщения и раскрытия отчетности участников фондового рынка.

В качестве меры, принимаемой в рамках данной задачи, можно назвать снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг. Для осуществления данной меры необходимо:

- внесение уточнений в процедуру регулирования эмиссии биржевых облигаций, расширение круга лиц, имеющих право на эмиссию биржевых облигаций;
- упразднить необходимость технической эмиссии ценных бумаг в случае изменения номинальной стоимости и заменить ее процедурой внесения изменений в решение о выпуске ценных бумаг;
- упростить процедуру эмиссии дополнительных ценных бумаг, допуская такие бумаги к торгам, минуя их государственную регистрацию;
- разработать механизм, предоставляющий возможность профессиональным участникам рынка ценных бумаг, занимающимся размещением ценных бумаг, беспрепятственно предлагать ценные бумаги инвесторам.

Одной из эффективных мер, содержащихся в стратегии развития фондового рынка, является создание организованного рынка для квалифицированных инвесторов за счет снятия ограничений на допуск ценных бумаг к торгам только среди квалифицированных инвесторов.

Однако для более объективной оценки информации следует отметить, что, несмотря на наличие данной цели в стратегии развития финансовых рынков с 2008 г., показатели эффективности ее выполнения пока находятся не на высоком уровне. Так, один из основных показателей – среднемесячный объем торгов на ММВБ – в 2012–2015 гг. существенно снизился по сравнению с 2008–2011 гг. Безусловно, на объем торгов на бирже влияет большое количество факторов, однако с уверенностью можно сказать о росте притока капитала

со стороны населения под влиянием мер государственного стимулирования на данный момент невозможно, так как реального роста этого показателя не происходит.

В декабре 2014 г. в Москве состоялась встреча представителей Центрального банка и участников финансовых рынков, целью которой было определение мер по развитию и регулированию финансового рынка на ближайшую перспективу. На основе данной встречи создан перечень, содержащий 233 меры по развитию фондового рынка, предложенных его участниками. Большинство этих мер касается инвестиционных фондов и профессиональных участников рынка ценных бумаг (рисунок).



Рис. Инициативы профессионального сообщества, распределенные по секторам, 2014¹

¹ http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/KPI%20233_presentation_16.12.2014.pdf

Таблица 4.4

Реализация предложений участников финансовых рынков

Приоритет	Предложение	Ход реализации	Степень выполнения
А	Введение налогового стимулирования эмитентов, допущенных к торгам	Запланировано осуществление реализации после получения результатов исследования в отношении налоговых стимулов	Анализ
А	Оптимизация отчетности компании, исключение дублирующей информации, анализ перечня существенных фактов на предмет его избыточности	Оптимизация формы годового отчета, исключение дублирующей информации в отчетности, разработка предложений по оптимизации перечня существенных фактов	Имплементация
В	Упрощение требований к раскрытию информации об инсайдерах	Разработана концепция поправок в законодательство. Обсуждение с профессиональным сообществом состоялось 03.06.2014. Готовится текст поправок	Выработка предложений
А	Предоставление права российской бирже принять решение о листинге иностранной ценной бумаги: до получения листинга на иностранной бирже, входящей в Перечень бирж, утвержденный ФСФР России	Принят и вступил в силу Федеральный закон от 21.07.2014 № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», вносящий соответствующие поправки	Получение ожидаемого результата

Окончание табл. 4.4

Приоритет	Предложение	Ход реализации	Степень выполнения
А	Способствовать заключению двустороннего соглашения между регуляторами России и Гонконга для возможного листинга российских ценных бумаг на гонконгской бирже	Новое предложение	
В	Раскрытие информации о рейтинговых агентствах, в том числе источниках финансирования, организационной структуре и финансовых показателях деятельности, результатах рейтинговых оценок	Положения, предусматривающие полномочия Банка России по установлению указанных требований, включены в проект Федерального закона «О рейтинговой деятельности в Российской Федерации»	Имплементация
В	Увеличение числа стран и объединений стран, с которыми заключены двусторонние соглашения об эквивалентности режимов регулирования	Предполагается начать взаимодействие с ESMA по установлению режима эквивалентности российской системы регулирования и надзора за деятельностью рейтинговых агентств требованиям Европейского союза после принятия законопроекта «О рейтинговой деятельности в Российской Федерации» в первом чтении. В настоящее время нарабатывается практика взаимодействия с ESMA по аналогичному вопросу в смежных отраслях	Имплементация

Источник: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/KPI%20233_130315%20.pdf

В табл. 4.4 приведено содержание некоторых инициатив профессионального сообщества и их реализация со стороны государства в лице Центрального банка России. На основе данных примеров можно сделать вывод, что государство принимает активное участие в совершенствовании фондового рынка.

Рассмотрев стратегию государства в отношении финансовых рынков и меры, принимаемые по его стабилизации, можно сделать вывод, что государство активно участвует в развитии финансовых рынков в целом и рынка ценных бумаг в частности. Среди отдельных уже реализованных мер следует выделить: упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг, создание национального рейтингового агентства, а также повышение финансовой грамотности населения, обеспечивающей рост спроса на финансовые инструменты за счет привлечения частных инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный в исследовании анализ риск-менеджмента на фондовом рынке Российской Федерации позволил выявить ряд новых тенденций, получивших свое развитие вследствие действия введенных против России экономических санкций.

Основная тенденция проявилась в том, что для российских участников фондового рынка в 2014–2015 гг. зоной повышенного риска стал рынок еврооблигаций вследствие снижения суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами «Standard&Poor's» и «Moody's» ниже инвестиционного, а агентством FitchRatings – до уровня «BBB–», т.е. самой низкой отметки в инвестиционной категории. На основании этого ставка по еврооблигациям для российских корпораций выросла более чем в два раза, что сделало этот вид заимствования дороже, чем на внутреннем рынке. В результате в 2015 г. российскими корпорациями не произведено ни одного выпуска еврооблигаций на европейском и американском рынках.

В то же время отмечается новая тенденция переориентации российских корпораций на азиатские рынки, что связано с большей инвестиционной привлекательностью этих рынков и более лояльным отношением инвесторов к российским компаниям. Так, в отличие от западных агентств, понизивших кредитные рейтинги большинства российских эмитентов до «мусорного» уровня, азиатские агентства более оптимистично оценивают финансовую состоятельность российских компаний и присваивают им достаточно высокие рейтинги. Наличие положительных условий для внешнего

заимствования на азиатских рынках позволит российским корпорациям в 2016 г. провести диверсификацию своих долгов в условиях нестабильности курса рубля, понизив уровень долларовой задолженности, поскольку возьмут на себя долговые обязательства, номинированные в другой валюте.

В условиях ограниченности финансовых ресурсов, привлекаемых из-за рубежа, отмечается тенденция переориентации большинства российских эмитентов облигаций с внешнего на внутренний рынок. В результате это способствует повышению эмиссионной активности на внутреннем рынке облигаций, который начинает демонстрировать положительную динамику ставок и доходности.

Другой важной тенденцией в развитии риск-менеджмента на фондовом рынке является повышение качества корпоративного управления в области финансов, поскольку в некоторых случаях показатели качества корпоративного управления компании могут иметь большее значение, чем финансовые результаты ее деятельности.

Соблюдение компанией высоких стандартов корпоративного управления позволяет ей обеспечить широкий доступ на рынок капитала. Такие компании могут привлечь больше инвесторов, способных предоставить капитал по разумной цене.

На сегодняшний день в риск-менеджменте отмечается распространение современной системы управления ресурсами предприятия – ERP-системы, которая позволяет интегрировать все функции компании в единую компьютерную систему, отвечающую потребностям всех отделов. Внедрение на практике подобных систем создает условия для снижения различного рода рисков, связанных с ведением предпринимательской деятельности, начиная с производственного и заканчивая кредитным риском предприятия.

Кроме того, в корпоративном управлении находят применение интегральные модели анализа кредитоспособности и диагностики банкротства предприятий, которые ориенти-

рованы на выявление и минимизацию кредитных рисков долговых ценных бумаг.

В условиях дефицита инвестиционных ресурсов в России повышается интерес к венчурному финансированию, которое до недавнего времени имело ограниченные формы реализации. Применение накопленного в западных странах опыта работы венчурных структур открывает перед российскими инвесторами новые пути привлечения капитала, что в условиях действия санкций может быть эффективным методом замещения заимствований корпорациями на международных фондовых рынках.

На примере риск-менеджмента ПАО «МТС» в исследовании показаны варианты решения инвестиционных проблем, направленных на сокращение доли заемных средств в структуре капитала с применением указанных методов корпоративного управления, направленных на сокращение кредитного, процентного и валютного рисков. Реализация этих направлений лежит в плоскости перехода на внутренние рынки заимствований и расширения использования производных финансовых инструментов как механизмов хеджирования.

Развитие риск-менеджмента на российском фондовом рынке происходит в рамках реализации различных корпоративных стратегий управления, среди которых доминируют хеджирующие, спекулятивные и арбитражные стратегии с привлечением производных инструментов. В последнее время наблюдается тенденция широкого применения производных финансовых инструментов как способа снижения различных рисков, вызванных изменением цены на сырьевые товары (газ, нефть и т.д.), процентные ставки и курсы валют.

Однако несмотря на то, что для фондового рынка деривативы находят применение как средство защиты от риска, мировая практика последних лет демонстрирует чувствительность деривативов к экономическим и финансовым кризисам. При этом большая угроза обрушения рынка произ-

водных финансовых инструментов содержится в нерегулируемом росте объемов этого рынка, что может быть формой проявления обратного эффекта деривативов – значительном росте риска. В связи с чем работа с этими финансовыми инструментами как средством страхования рисков на фондовом рынке лежит в плоскости создания системы регулирования и контроля мирового рынка деривативов, что в современных условиях имеет перспективы реализации при солидарном участии правительств стран, банки которых являются активными эмитентами и покупателями производных финансовых инструментов.

Правительство Российской Федерации вносит определенный вклад в формировании условий развития фондового рынка, обеспечивающих минимизацию рисков. В рамках утвержденной в 2008 г. государственной стратегии развития финансовых рынков в России предусматривается набор мер, направленных на повышение емкости и прозрачности рынков; обеспечение эффективности инфраструктуры рынка; формирование благоприятного налогового климата для его участников; совершенствование правового регулирования на рынке.

Таким образом, наряду с внутренними направлениями совершенствования риск-менеджмента корпораций на фондовом рынке государство также вносит серьезный вклад в обеспечение мер по снижению рисковости на рынке ценных бумаг в условиях санкций, сосредотачивая основное внимание на поиске внутренних резервов привлечения капитала на фондовый рынок и формировании благоприятных условий для развития рынка и работы его участников.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Астапов К.Л.* Развитие рынка деривативов Российской Федерации в контексте решения стран «Группы 20» // Деньги и кредит. – 2013. – № 6.
2. *Блохина Т.К.* Рынок деривативов: мировые тренды и перспективы развития // Вестник РУДН. Серия: Экономика. – 2015. – № 1. – С. 94-103.
3. *Блохина Т.К.* Рынок ценных бумаг и инвестиции: учебник / Т.К. Блохина, О.Н. Быкова, Т.К. Ермолаева. Гос. образовательное учреждение высшего профессионального образования Российский гос. институт интеллектуальной собственности. – М., 2010.
4. *Блохина Т.К.* Финансовые рынки: учеб. пособие. – М.: РУДН, 2009.
5. *Буренин А.Н.* Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М.: ООО «НТО», 2011.
6. *Карпенко О.А.* Кредитные риски как один из видов риска долговых финансовых инструментов // Экономика и предпринимательство. – 2015. – № 3 (ч. 2). – С. 836-839.
7. *Карпенко О.А.* Управление кредитными рисками долговых ценных бумаг на основе показателей финансовой отчетности // Интернет-журнал «Науковедение»: <http://naukovedenie.ru/PDF/117EVN2015.pdf>
8. *Качаева М.* Рейтинг заемщика как составная часть системы оценки кредитного риска // Банковское обозрение. – 2010. – № 10 (141).

9. *Кован С.Е.* Финансовая устойчивость предприятия и ее оценка для предупреждения его банкротства // *Экономический анализ: теория и практика.* – 2009. – № 15.
10. *Кричевский М.Л.* Финансовые риски: учеб. пособие. – М.: Кнорус, 2012.
11. Методика анализа финансового состояния заемщика – юридического лица и индивидуального предпринимателя. – М.: АКБ «Нацкорпбанк», 2009.
12. *Петренко Е.В.* Мировой рынок деривативов // *Молодой ученый.* – 2011. – № 10. – Т. 1.
13. *Резниченко В.Ю.* Управление финансовыми рисками банка: учеб. пособие / В.Ю. Резниченко, И.В. Цыганкова. – М.: ММИЭ, 2005.
14. *Рубцов Б.Б.* Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование // *Век глобализации.* – 2011. – № 2 (8).
15. Рынок ценных бумаг / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2008.
16. *Савченко Н.Л.* Основные критерии финансового риска при определении уровня финансового рычага в рамках экспресс-анализа: российская практика // *Экономический анализ: теория и практика.* – 2014. – № 44. – С. 58-66.
17. *Самсонова С.С.* Мировой рынок внебиржевых деривативов: реформа и текущее состояние // *Финансовая аналитика.* – 2014. – № 18 (204).
18. *Семенкова Е.В.* Операции с ценными бумагами. – М.: Дело, 2009.
19. *Финансы: учебник / под ред. В.В. Ковалева.* – М.: Проспект, 2009.
20. *Хохлов Н.В.* Управление риском. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011.

21. *Уткин Э.А.* Риск-менеджмент. – М.: Эксмо, 2010.
22. *Четыркин Е.М.* Финансовые риски: научн.-практ. пособие. – М.: Дело АНХ, 2008.
23. *Шарп У.Ф.* Инвестиции / Пер. с англ. / У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 2007.
24. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А.А. Лобанова, А.В. Чугунова. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 362.
25. *Cauoette J.B., Altman E.I., Narayanan P.* Managing credit risk: The next great financial challenge. – L.: John Wiley & Sons, Inc., 1998.

Интернет-источники

26. Асват Дамодаран. – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
27. Банк России: официальный сайт. – URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/KPI%20233_130315%20.pdf
28. Декларация саммита «Группы двадцати» – Официальный сайт G20 в Санкт-Петербурге. – URL: <http://www.g20russia.ru/news/20130906/782776168.html>
29. *Дертинг Ш., Хербек Т.* Российские банки: проверенная антикризисная стратегия // BCGReview 01/09. – URL: <http://origin-www.bcg.ru/documents/file50998.pdf> (дата обращения 01.04.2015)
30. Ежегодный доклад Ассоциации участников фьючерсных торгов «The Futures Industry Association» «Report on trading volume in the global listed derivatives markets». – URL: http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013
31. Концепция развития финансовой системы России до 2020: Совместный проект Ассоциации региональных банков

(Ассоциация «Россия») и рейтингового агентства «Эксперт РА». – URL: <http://www.raexpert.ru>

32. Методический журнал «Регламентация банковских операций. Документы и комментарии». – URL: <http://www.reglament.net/bank/reglament/>

33. Московская биржа: официальный сайт. – URL: http://www.micex.ru/marketdata/quotes?group=stock_shares&data_type=history

34. Официальный сайт ПАО «МТС». – URL: <http://www.nts.ru>

35. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

36. *Чибриков Г.Г.* Финансовый кризис и методы его преодоления. – URL: <http://www.econ.msu.ru/cmt2/lib/a/1430/file/Chebrikov>

37. *Altman Edward I.* An emerging market credit scoring system for corporate bonds // Emerging Markets Review 6(2005) 311-323. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/emerging_markets_review.pdf

38. *Snyder M.* Derivatives: The Quadrillion Dollar Financial Casino Completely Dominated By The Big International Banks. – URL: <http://theeconomiccollapseblog.com/archives/derivatives>

Научное издание

Татьяна Константиновна Блохина
Оксана Алексеевна Карпенко

**РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В УСЛОВИЯХ
САНКЦИЙ**

Редактор *Ж.В. Медведева*
Технический редактор *Н.А. Ясько*
Компьютерная верстка *М.Н. Заикина*
Дизайн обложки *М.В. Рогова*

Тематический план изданий
учебной и научной литературы 2016 г., № 58

Подписано в печать 23.11.16 г. Формат 60×84/16. Печать офсетная.
Усл. печ. л. 9,5. Тираж 500 экз. Заказ 399

Российский университет дружбы народов
115419, ГСП-1, г. Москва, ул. Орджоникидзе, д. 3

Типография РУДН
115419, ГСП-1, г. Москва, ул. Орджоникидзе, д. 3, тел. (495) 952-04-41

Для заметок

Для заметок
