

УДК (075.8)336

*Малютин А.К., аспірант, Українська академія банківського дела*

## ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ И ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА

*В статье рассматриваются проблемы управления рисками участников фондового рынка. Рассматриваются основные функции профессиональных участников рынка ценных бумаг как элементов инфраструктуры.*

*Ключевые слова: инвестиционный риск, фондовый рынок, инфраструктура, мониторинг.*

Рынок ценных бумаг является одним из основных инструментов накопления и перераспределения инвестиционного капитала в экономике страны. Таким образом, можно говорить о преобладании этого источника формирования капитала по сравнению с кредитом и внутренним накоплением и дальнейшим росте его значения. Современные средства вычислительной техники и телекоммуникации позволяют обеспечить возможность быстрого перемещения средств с одного национального рынка на другой. Наряду с преимуществами такой мобильности капитала, ее непосредственным следствием является также значительно большая неустойчивость украинского рынка ценных бумаг в силу роста его зависимости от развития экономик других стран. Это ярко проявилось в период крупных финансовых кризисов, таких как мексиканский 1994-1995 гг., распространившийся на всю Латинскую Америку, и кризис в странах Юго-Восточной Азии 1997-1998 гг., который отразился на всех фондовых рынках как развивающихся, так и развитых стран. С другой стороны, одним из важнейших следствий глобализации фондовых рынков становится обострение конкуренции за инвестиции между отдельными национальными рынками и целыми группами рынков.

В последнее время в связи с опережающим развитием экономики Украины наблюдается резкое увеличение потребности в инвестиционных ресурсах, в то время как рост объемов инвестируемого капитала отстает от потребностей её экономики. И хотя борьба за инвестиционные ресурсы между ведущими центрами мирового хозяйства в последнее десятилетие также крайне обострилась, в особенно тяжелом положении в конкуренции за становящиеся все более дефицитными инвестиционные ресурсы находятся развивающиеся страны и, в частности, Украина. Для неё задача привлечения инвестиций в национальную экономику может быть сформулирована и как задача ограничения вывоза капитала из страны и создания благоприятного режима для прироста национальной инвестиционной базы. Важным фактором, порождающим дефицит капитала является политика потребления, приводящая к снижению сложившихся норм накопления в экономике.

Растущее количество и разнообразие финансовых инструментов, предлагаемых фондовым рынком, обилие факторов, влияющих на изменение их стоимости, приводят к тому, что инвестор зачастую не имеет воз-

можности оценить всю совокупность рисков, связанных с инвестированием в конкретные финансовые инструменты. Делегирование полномочий и ответственности за принятие инвестиционного решения ведет к формированию системы специализированных финансовых посредников, берущих на себя следующие функции: анализ инвестиционных рисков; принятие инвестиционных решений; предоставление информации, необходимой для принятия таких решений; страхование инвестора от того или иного вида рисков. Такая система посредников называется инфраструктурой рынка ценных бумаг (финансовая инфраструктура). Финансовую инфраструктуру можно отнести к сфере нематериального производства или к сфере услуг, основная цель деятельности которой состоит в минимизации инвестиционных рисков.

Инвестиционный риск можно определить как возможность полной или частичной потери инвестируемого капитала, вследствие каких бы то ни было причин. Рассматривая риски, связанные с операциями на фондовом рынке, приходим к выводу, что сами ценные бумаги и сама по себе акционерная форма собственности являются инструментами ограничения или управления рисками, связанными с производственной деятельностью предприятия, и, следовательно, могут рассматриваться как элементы инфраструктуры. В этом смысле, все инвестиционные риски, возникающие при совершении операций с ценными бумагами, являются производными (вторичными) по отношению к базовым предпринимательским рискам.

Сталкиваясь с рисками, присущими неорганизованному рынку ценных бумаг на ранних этапах его развития, такими как риск неисполнения обязательств контрагентом, риски сохранности и подлинности ценных бумаг, отсутствия достоверной информации, манипулирования ценами и т.п., инвестор осознает потребность в создании системы профессиональных участников фондового рынка, берущих на себя ответственность за минимизацию этих рисков и защиту интересов инвестора.

Рассмотрим риски, возникающие у портфельного инвестора при совершении операций на организованном вторичном рынке ценных бумаг (т.е. рынке, обслуживаемом развитой системой финансовых посредников, определенной выше как финансовая инфраструктура). Для данного уровня делегирования функций по управлению рисками базовым можно считать т.н. "системный" или "инфраструктурный" риск, за-

ключаючийся в можливості втрати інвестуємого капітала внаслідок непередбачених змін або неефективності функціонування фінансової інфраструктури. Стремління інвестора к його виключенню веде, в свою чергу, до виникнення потреби в органі, що відповідає за надійність і ефективність функціонування системи фінансових посередників в цілому. Данню функцію, возлагаєму, як правило, на державні установи або на колективні представницькі органи професійних учасників фондового ринку, визначають як регулювання.

Рішення завдань, пов'язаних з управлінням політичними і макроекономічними ризиками, як правило, знаходяться поза межами взаємодії економічних суб'єктів і описується в термінах політичних і міждержавних відносин. С точки зору інвесторів, посередниками в управлінні ризиками даного виду можуть виступати організації, ставлячі метою лобіювання їх інтересів на державному рівні (політичні партії і рухи, професійні асоціації і бізнес-клуби). Управління мікроекономічними ризиками (визначається як *corporate governance*) може здійснюватися шляхом впливу на формування макроекономічної (в т.ч. індустріальної) політики держави (як описано вище), але частіше, для їх мінімізації задіяються фінансові посередники (аудиторські компанії, управлінські консультанти і т.п.), розглядаємі далі як елементи фінансової інфраструктури.

Основним способом виключення первинного для даної системи ризику є використання системи спеціалізованих інститутів, виконуючих функцію посередника між інвестором і його власністю (або іншим посередником). В свою чергу, виключення первинного ризику з неминучістю призводить до виникнення вторинного ризику, виражаємого в ймовірності неадекватного функціонування того інституту, з допомогою якого первинний ризик був усунутий.

Управління вторинним ризиком, який неможливо або неефективно елімінувати додаванням ще одного рівня посередників, зводиться до наступного набору заходів:

1. Моніторинг діяльності посередника, звичайно здійснюваний одним з трьох способів, описаних нижче:

- перевірка на місці операційних і інформаційних технологій, використовуваних посередником. Основним перевагою цього найбільш розповсюдженого способу моніторингу є його гнучкість і можливість отримання інформації "з перших рук". До недоліків можна віднести суб'єктивність оцінки, підвищену ймовірність помилки і високу вартість моніторингу, пов'язану з необхідністю утримувати висококваліфікованих експертів по даному виду діяльності;
- проведення опитувань, що характеризують професійну діяльність посередника; в т.ч. з допомогою стандартних анкет. Як правило, даний метод застосовується з метою економії часу і витрат на розвинутих фондових ринках,

де функції основних фінансових посередників в значній мірі формалізовані і структуровані. Використання стандартних методик на нестабільних або швидко розвиваючихся ринках, як свідчить досвід, зазвичай призводить до зниженню якості отримуваних таким чином оцінок;

- збір інформації про даного посередника, аналіз його репутації на ринку. Даний спосіб дає хороші результати саме на нових для інвестора ринках. Як правило, використовується як доповнення до одного з вищевказаних, т.ч. об'єктивність оцінки діяльності посередника в даному випадку залежить від компетентності і непередвзятості респондентів.

2. Оцінка ефективності функціонування посередника.

Використання даного методу є ефективним при наявності широкого набору статистично достовірних кількісних показників, що характеризують діяльність вибраного посередника. На розвинутих ринках цінних паперів часто застосовується для аналізу ефективності брокерських компаній і інвестиційних фондів. Виділяють два види оцінки ефективності:

- абсолютна (порівняння кількісних показників діяльності посередника з наперед заданим набором "ідеальних" значень);
- відносна (порівняння з аналогічними характеристиками конкуруючих організацій).

3. Одночасне використання кількох посередників.

Як правило, використовується великими інвесторами і професійними учасниками ринку. Негативним наслідком використання даного методу може стати збільшення витрат на оплату послуг посередників і моніторинг їх діяльності.

4. Придбання фінансового і операційного контролю над діяльністю посередника. Також є характерним для найбільш учасників ринку, широко розповсюджене на слабо організованих ринках з присутніми їм високими ризиками. Позволяє практично повністю контролювати внутрішні і зовнішні ризики роботи посередника, але, крім договірних, має ще один негативний аспект – піддає придбателя підприємницьким ризикам, пов'язаним з основною діяльністю поглиняємої організації.

5. Придбання інструмента або послуги, повністю або частково компенсуючих (або обмежуючих) можливі втрати:

- страхування. При управлінні ризиками інвестування на вторинному ринку цінних паперів, як правило, використовується як допоміжний метод. Ефективність страхування напряму залежить від ступеня розвинутого ринку страхування даного виду і наявності "допоміжних" посередників – страхових брокерів або агентств. В деяких випадках роль страховика бере на себе держава;
- хеджування. Даний спосіб передбачає покупку на спеціалізованих ринках виробного фінансового інструмента (ф'ючерса, опціона, свопу, і пр.). Ефективним чином, в

этом случае инвестор несет риски ликвидности, надежности участников и элементов инфраструктуры рынка данного производного инструмента.

6. Отказ от использования посредника и прямой выход инвестора на рынок. Данный способ является отрицанием вышеописанной системы формирования финансовой инфраструктуры. Позволяя избежать дополнительных расходов, связанных с оплатой услуг (или приобретением) профессиональной компании-посредника, он, тем не менее, не исключает для участника рынка предпринимательских рисков, в особенности, такого как риск неоптимального использования ресурсов организации.

В зависимости от текущей конъюнктуры, объема операций и степени знакомства инвестора с тем или иным сегментом рынка, может применяться любое сочетание вышеописанных методов. Очевидным образом, осуществление любой из этих функций управления рисками может, в свою очередь, быть делегировано специализированной организации-посреднику (например, рейтинговому агентству или аналитику).

Необходимо отметить, что эффективность вышеописанных действий тем выше, чем более эффективен (в макроэкономическом смысле) тот рынок ценных бумаг, на котором происходит процесс инвестирования, и чем более эффективны рынки услуг, используемых инвестором для управления вторичными рисками. Главным фактором, влияющим на повышение эффективности указанных рынков (помимо политических, макро- и микроэкономических), является их регулирование со стороны уполномоченных органов.

Первой задачей (а значит, и риском) инвестора в процессе приобретения ценных бумаг является выбор конкретного инструмента или класса инструментов, т.е. принятие инвестиционного решения. Этим занимаются инвестиционные фонды различной правовой формы, географической, отраслевой или иной инвестиционной направленности, доверительные управляющие. К данной группе могут быть также отнесены негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, которые фактически берут на себя задачу инвестирования средств, аккумулируемых инвесторами для определенных целей. Эта группа участников рынка называется институциональными (или коллективными) инвесторами. Принимая инвестиционные решения в заранее оговоренных инвестором рамках, институциональные инвесторы тем самым страхуют инвестора от риска принятия неверного инвестиционного решения. Тем самым, как описано выше, данный риск не исчезает в принципе, но, с точки зрения инвестора, трансформируется в риск неоптимального выбора коллективного инвестора, его финансовой несостоятельности, операционных или технических сбоев в его деятельности.

В украинской экономике этот класс участников рынка находится на ранней стадии развития и на сегодняшний день представлен чековыми и паевыми инвестиционными фондами, а также банками, используемыми для доверительного управления. Общие фонды банковского управления (ОФБУ) и брокерскими компаниями, осуществляющими доверительное управление активами клиентов.

Основной функцией организаций, осуществляющих регулирование фондового рынка, с точки зрения

инвестора, является оптимизация функционирования всей финансовой инфраструктуры. К основным видам регулирующих организаций относятся, в первую очередь, государственные органы, уполномоченные законодательной или исполнительной властью осуществлять надзор за участниками фондового рынка и формировать нормативную базу их деятельности. Аналогичные полномочия могут быть делегированы профессиональными участниками рынка формируемым ими коллективным саморегулируемым организациям (СРО). Помимо этого, все субъекты инфраструктуры являются агентами регулирования, т.к. они, выступая представителями интересов инвестора, в определенной степени вынуждены прилагать усилия к оптимизации функционирования не только своей организации, но и финансовой инфраструктуры в целом.

Состав и распределение функций между регулирующими организациями в рамках национальных рынков ценных бумаг разных стран значительно различается в силу, главным образом, исторических причин и особенностей национальных систем права. Вместе с тем, анализируя базовые аспекты деятельности регулирующих органов, выполняемые ими функции могут быть сгруппированы в следующие виды:

- нормотворческая, заключающаяся в разработке и способствовании введению в действие законов, актов исполнительной власти и других документов, регламентирующих порядок совершения операций на рынке ценных бумаг, права и обязанности его участников;
- надзорная, представляющая собой осуществление регулярного (постоянного или периодического) контроля за деятельностью участников фондового рынка, соблюдением ими требований действующих нормативных документов и, в более широком смысле, интересов инвесторов и субъектов инфраструктуры;
- третейская, состоящая в разрешении спорных и конфликтных ситуаций, возникающих в процессе деятельности на фондовом рынке, предоставлении инвесторам и профессиональным участникам возможности самостоятельной защиты своих интересов;
- информационная, предусматривающая сбор, хранение, обобщение и распространение среди участников рынка информации об общих условиях осуществления деятельности на нем и особенностях ведения операций отдельными субъектами рынка. Исполнение данной функции может предусматривать и наложение ограничений на распространение определенной информации (например, о финансовых вложениях участников рынка).

Нетрудно заметить, что все вышеперечисленные функции находятся между собой в объективной логической взаимосвязи, и продукт реализации каждой из них является в то же время основой для осуществления других. Так, например, выполнение надзорной функции, с одной стороны, предоставляет регулирующему органу информацию, часть из которой может быть распространена среди участников рынка, а, с другой стороны, может служить материалом для разработки новых нормативных документов.

*Список литературы*

1. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 214 с.
2. Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. – М., Л.: ДваТри, 1991. – 215 с.
3. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Д.В. Инвестиции. – Инфра-М, 1997. – 1025 с.
4. Lawrence E.H. Liquidity, Trading Rules, and Electronic Trading Systems. – New York: New York University Salomon Center, 1990. – 874 p.

*Summary*

In this paper the problems of risk on stock market are considered. The main functions of participant of stock market are considered.