



Таким образом, общество, государство и бизнес должны вести планомерную и систематическую работу, направленную на развитие «посевного», в частности, бизнес-ангельского финансирования.

*Основные мероприятия по развитию «посевного» финансирования:*

– создание благоприятных экономических и правовых условий деятельности бизнес-ангелов России, в том числе разработка направленных на эти цели законодательных инициатив;

– развитие сообщества бизнес-ангелов и защита его интересов;

– разработка программ государственно-частного партнерства, в том числе программ софинансирования проектов и создания некоммерческих seed-фондов;

– содействие в подготовке малых инновационных компаний к инвестированию и создание условий для их взаимодействия с бизнес-ангелами;

– деятельность, направленная на повышение квалификации инвесторов, создание программ обучения инвесторов и предпринимателей;

– формирование позитивного имиджа бизнес-ангелов в российском обществе.

УДК. 330

## УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ КАК МЕТОД ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ФИРМЫ

Я.А.Назаров

Саратовский государственный университет,  
кафедра финансов и кредита  
E-mail: ManakhovaIV@info.sgu.ru

Основная задача в деятельности фирмы по управлению рисками – снижение их до возможно более низкого (приемлемого) уровня. Целью управления рисками является обеспечение устойчивости и динамичности развития фирмы, т.е. оптимизация риска отклонений от тенденции развития. Процесс управления риском – это систематическая работа по выявлению риска, оценке риска, выбору приемов управления риском, реализации выбранных приемов, оценке полученных результатов. Полностью избежать рисков невозможно, но, зная, что порождает потери, фирма способна снизить их угрозу.

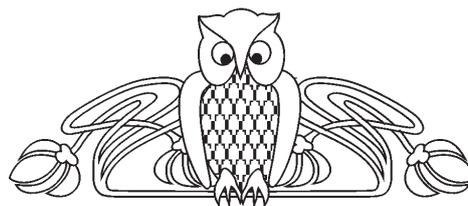
### Financial Risk Management as a Way to Maintain a Firm's Economic Stability

Ya.A. Nazarov

Risk reduction down to as lower (acceptable) level as possible is the basic task of risk management activity of any firm. The purpose of risk management is maintenance of the stability and dynamical nature of the firm's development, i.e. optimization of the risk deviations from the trend of development. The process of risk management is regular work on: revealing various risks; estimation of them; choosing ways to

### Примечания

- <sup>1</sup> См.: Бенджамин Джеральд А., Маргулис Д. Руководство для бизнес-ангелов: как получить прибыль, инвестируя в растущий бизнес / Пер. с англ. М., 2007. С. 24–25.
- <sup>2</sup> См.: Каширин А.И., Семенов А.С. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций. М., 2008. С. 21–22.
- <sup>3</sup> См.: Бенджамин Джеральд А., Маргулис Д. Указ. соч. С. 101–102.
- <sup>4</sup> См.: Каширин А.И., Семенов А.С. Указ. соч. С. 24.
- <sup>5</sup> Там же. С. 25–26.
- <sup>6</sup> Там же. С. 26–27.
- <sup>7</sup> См.: Бенджамин Джеральд А., Маргулис Д. Указ. соч. С. 41, 61–66.
- <sup>8</sup> Там же. С. 123–137.
- <sup>9</sup> См.: Каширин А.И., Семенов А.С. Указ. соч. С. 41.
- <sup>10</sup> Там же. С.108–171.
- <sup>11</sup> Там же. С. 159.
- <sup>12</sup> Там же. С.70–71.



manage risks; realizations of the ways chosen; estimation of the final results. It is impossible to avoid risks completely, but by knowing what produces losses the firm is capable to lower their threat.

В экономике рыночных отношений деятельность фирмы приходится осуществлять в условиях неопределенности ситуации и изменчивости среды. Вероятностная структура экономической среды, в которой находится фирма, наличие элементов случайности, многовариантность, присущая большинству экономических явлений, порождают такой феномен, как экономический риск, то есть опасность неудачи, непредвиденных потерь, которые могут привести к финансовым затруднениям. В наиболее общем виде риск – это возможность наступления каких-либо ожидаемых событий, возможность отклонения каких-либо величин от некоторых их (ожидаемых) значений<sup>1</sup>. Экономический риск – это возможность отклонения характеристик экономического состояния фирмы от ожидаемых (альтернативных) значений. То есть риск есть угроза того, что фирма понесет потери в виде дополнительных расходов, сверх предусмотренных прогнозом, либо получит доходы ниже тех, на которые она рассчитывала. В действительности в рыночной экономике большая



часть рисков, в том числе экономические и рыночные (предпринимательские), является финансовыми рисками, так как фирмы в повседневной хозяйственной деятельности оценку и измерение предпринимательских потерь ведут в денежном (стоимостном) выражении.

Финансовые потери – это прямой денежный ущерб, связанный с непредусмотренными платежами, выплатой штрафов, уплатой дополнительных налогов, потерей денежных средств и ценных бумаг. Можно перевести оценку потерь времени в стоимостное измерение, чтобы установить, к каким потерям дохода способны приводить случайные потери времени. Довольно специфичны потери, вызванные несовершенством методологии и некомпетентностью лиц, формирующих бизнес-планы и осуществляющих расчет прибыли и дохода. Если в результате действия этих факторов величины ожидаемых значений прибыли и дохода будут завышены, а реально полученные результаты окажутся ниже, то разница также воспринимается как финансовые потери. Особое место занимают потери фирмы, обусловленные недобросовестностью или несостоятельностью компаньонов.

**Под финансовым риском фирмы понимается вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода или капитала в ситуации неопределенности условий осуществления его финансовой деятельности<sup>2</sup>.**

Финансовый риск является объективным явлением в функционировании любой фирмы; он сопровождает практически все виды финансовых операций и все направления её финансовой деятельности, хотя параметры финансового риска зависят от субъективных управленческих решений. Несмотря на объективную природу финансового риска как экономического явления, основной оценочный его показатель — уровень риска — носит субъективный характер. Эта субъективность, т.е. неравнозначность оценки данного объективного явления, определяется различным уровнем полноты и достоверности информационной базы, квалификации финансовых менеджеров, их опыта в сфере управления рисками и другими факторами.

Следует отличать ситуацию риска от ситуации неопределённости. Неопределённость – это неясность, неточность, неполнота информации об условиях деятельности. Риск – это деятельность, связанная с альтернативным выбором, с преодолением неопределённости. Ситуации риска качественно отличаются от ситуаций неопределённых. В последних вероятность наступления событий и результаты решений не могут быть установлены в принципе. Рискованная ситуация – разновидность неопределённости, когда наступление событий вероятно и может быть определено, то есть в этом случае объективно существует возможность оценить вероятность возникающих событий. Риск является

прогностической оценкой вероятности исхода развивающейся ситуации. Фирме постоянно приходится иметь дело с неопределённостью и риском. Задача состоит не в том, чтобы искать дело с заведомо предвидимым результатом, дело без риска. Без риска нет продуктивной экономики, ибо, когда степень регламентации активности слишком высока, стремление к успеху сменяется безразличием и моральной стагнацией.

Необходимо не избегать риска, а предвидеть его, стремясь снизить до возможно более низкого (приемлемого) уровня. Фирму, прежде всего, должна интересовать не компенсация риска, а предотвращение ущерба. Можно утверждать, что *фирма от отказа вложения средств в сопряженную с риском деятельность несет риск упущенной выгоды* при благоприятном исходе (т.е. риск потери возможной прибыли от захвата фирмой новой ниши на рынке).

Занимаясь хозяйственной деятельностью на рынке, абсолютно избежать риск практически невозможно. Ризику присуще то, что позитивный итог может быть получен не обязательно в каждом отдельном случае, а достигается в среднем в результате неоднократных рискованных действий. Поэтому целесообразно создавать фонды возмещения потерь от рискованных операций, источником которых служит полученная прибыль. Являясь основным результативным показателем, прибыль также может выступать в роли фактора, создающего определенные гарантии дальнейшему существованию фирмы, поскольку она и ее накопление в фирме в большой степени позволяют ограничить и преодолеть риски, связанные с реализацией товара на рынке, а также инвестировать мероприятия по повышению конкурентоспособности и финансовой устойчивости фирмы.

В условиях постоянно меняющейся конъюнктуры рынка, связывая ожидаемые результаты с риском, необходимо помнить, что перемены происходят и в положении конкурентов на рынке, условиях и формах финансирования, экономическом положении собственной страны или условиях на экспортных рынках и т.д. и требуют гибкой финансовой политики со стороны руководства фирмы. Поэтому важнейшей обобщенной функцией прибыли можно считать обеспечение условий существования фирмы, а величину прибыли, полученную за отчетный период, основным источником материального обеспечения мероприятий быстрого реагирования на изменения окружающей среды и, следовательно, главным фактором минимизации риска на перспективу.

Термин «управление рисками» означает уменьшение последствий риска до уровня, не вызывающего значительного негативного влияния на финансовое состояние фирмы<sup>3</sup>. Процесс управления риском — это систематическая работа по анализу риска, выработке и принятию соответствующих мер для его минимизации. Этот процесс можно разбить на пять этапов: **выявление**



**риска; оценка риска; выбор приемов управления риском; реализация выбранных приемов; оценка результатов<sup>4</sup>.**

**1. Выявление риска** состоит в определении того, каким видам риска наиболее подвержен объект анализа. На первом этапе анализ рисков, как правило, начинается с качественного анализа, целью которого является идентификация рисков. Данная цель распадается на следующие задачи: выявление всего спектра рисков, присущих деятельности фирмы; описание рисков; классификация и группировка рисков; анализ исходных допущений. К сожалению, подавляющее большинство отечественных фирм останавливаются на этой начальной стадии, которая, по сути, является лишь подготовительной фазой полномасштабного и всестороннего анализа. Для эффективного выявления риска очень полезно сделать список всех потенциальных видов риска для данной фирмы и связи между ними. Если мы имеем дело с фирмой, могут потребоваться подробнейшие сведения обо всей отрасли, в которой работает данная фирма, о технологиях, используемых фирмой, о ее поставщиках.

**2. Оценка риска.** Целью второго и наиболее сложного этапа риск-анализа является количественный анализ рисков,<sup>5</sup> которые были выявлены на первом этапе управления риском.

**3. Выбор приемов управления риском.** На третьем этапе риск-анализ плавно трансформируется из теоретических суждений в практическую деятельность по управлению риском. Для уменьшения риска существует четыре основных приема управления риском: *избежание риска; предотвращение ущерба; принятие риска на себя; перенос риска.*

*Избежание риска* заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключают конкретный вид финансового риска. Это отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок; отказ от использования в высоких объемах заемного капитала; отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах; отказ от использования временно свободных денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях. Перечисленные формы избежания финансового риска лишают фирму дополнительных источников формирования прибыли, а соответственно отрицательно влияют на темпы экономического развития и эффективность использования собственного капитала, а также порождают **риск упущенной выгоды**. Поэтому избежание рисков должно осуществляться очень взвешенно.

*Предотвращение ущерба* сводится к действиям, предпринимаемым для уменьшения вероятности потерь и для минимизации их последствий. Такие действия могут предприниматься до того, как ущерб был нанесен, во время нанесения ущерба и после того, как он случился.

Одним из основных способов предотвращения ущерба является лимитирование концентрации риска. Система финансовых нормативов, обеспечивающих лимитирование концентрации рисков, может включать: *предельный размер заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности; минимальный размер активов в высоколиквидной форме; максимальный размер товарного (коммерческого) или потребительского кредита, предоставляемого одному покупателю; максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке; максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента; максимальный период отвлечение средств в дебиторскую задолженность.*

*Принятие риска* состоит в покрытии убытков за счет собственных ресурсов. Иногда это происходит само собой, например, когда фирма не поддается о существовании риска или не обращает на него внимания. Бывают случаи, когда фирма сознательно решает пойти на риск. Создание финансовых резервов – одно из средств облегчить расходы в связи с принятием риска.

*Перенос риска* состоит в перенесении риска на других лиц. Продажа рискованных ценных бумаг кому-то другому и приобретение страхового полиса — примеры такой стратегии управления риском. Другой пример: фирма не предпринимает никаких действий, чтобы избежать риска, и рассчитывает, что нанесенный ущерб будет покрыт за чей-то счет (например, государства). Самый главный метод переноса риска — это просто продажа активов, которые представляют собой его источник. Различают три метода переноса риска, называемые тремя схемами переноса риска: это хеджирование, страхование и диверсификация. О *хеджировании* риска говорят в тех случаях, когда действие, предпринятое для снижения риска понести убытки, одновременно приводит и к невозможности получить доход. *Страхование* предполагает выплату *страхового взноса, или премии* (цены, которую платят за страховку), с целью избежать убытков. Между хеджированием и страхованием существует фундаментальное различие. В случае хеджирования фирма устраняет риск понести убытки, отказываясь от возможности получить доход. В случае страхования фирма платит страховой взнос, устраняя тем самым риск понести убытки, но сохраняет возможность получить доход. *Диверсификация* выражается во владении многими рискованными активами, вместо концентрации всех капиталовложений только в одном из них. Поэтому диверсификация ограничивает подверженность риску, связанному с одним-единственным видом активов. Совершение рискованных инвестиций облегчается также *специализацией* в принятии риска. Потенциальные инвесторы, вкладывая деньги в ту или иную фирму, могут охотно пойти на один вид риска, но ни в коем случае не на другой.

Институциональные механизмы для пере-



носа риска повышают общую эффективность экономики двумя основными способами — они позволяют передать существующий риск тем, кто желает его принять, и вызывают перераспределение ресурсов в сфере производства и потребления в соответствии с новым распределением риска. Позволяя людям уменьшить их подверженность риску при занятии разными видами бизнеса, они способны активизировать предпринимательскую активность, которая сама по себе полезна для общества. Возможность объединять и разделять риски приводит к активизации научно-исследовательской деятельности и к созданию новых видов товаров.

*Поиск информации* также способствует снижению риска. Большинство ошибочных решений связано с недостатком информации. Чтобы определить количество необходимой информации, следует сравнить ожидаемые от нее предельные выгоды с ожидаемыми предельными издержками, связанными с ее получением. Если ожидаемая выгода от покупки информации не превышает ожидаемых предельных издержек, то такую информацию необходимо приобрести. Если же наоборот, то от покупки такой дорогой информации лучше отказаться: дешевле будет сделать некоторые ошибки<sup>6</sup>.

4. Вслед за решением о том, как поступать с выявленным риском, следует переходить к *реализации выбранного приема*. Главный принцип, которого следует придерживаться на этом этапе управления риском, сводится к минимизации затрат на реализацию избранного курса действий.

5. *Оценка результатов*. Управление риском — это динамический процесс с обратной связью, при котором принятые решения должны периодически анализироваться и пересматриваться. Время идет, обстоятельства меняются и несут с собой перемены: появляются новые виды риска, или новые сведения об имеющихся видах риска, или дешевле стратегия управления риском. Возникает необходимость *мониторинга* рисков.

Многообразие ситуаций и проблем, возникающих в фирмах, различие точек зрения и степени детализации ведет к возникновению большого количества видов рисков. В зависимости от поставленной цели используют различные классификации рисков. Построение универсальной, всеобщей классификации рисков не представляется возможным и не является необходимым. Гораздо важнее определить индивидуальный комплекс рисков, потенциально опасных для конкретной фирмы, и оценить их. Важнейшим моментом является определение факторов риска — условий, которые могут вызвать или способствовать проявлению причин риска. Полностью избежать рисков невозможно, но, зная, что порождает потери, фирма способна снизить их угрозу, уменьшая действие неблагоприятного фактора.

Два важных аспекта характеризуют риск: во-первых, изменчивость финансовых индикаторов,

вероятность или частота событий и, во-вторых, чувствительность критериев деятельности к их последствиям. Соответственно используются две основные категории измерителей риска: показатели чувствительности и вероятностные (статистические) величины. В основе вероятностной оценки риска лежит нахождение зависимости между определенными потерями фирм и вероятностью их возникновения. В упрощенном виде эта зависимость представляет собой кривую Гаусса.

Построение кривой вероятностей (или таблицы) для фирм, функционирующих в условиях нестабильной среды, задача чаще всего невыполнимая. Поэтому ограничиваются упрощенными оценками риска по нескольким показателям, наиболее важным для суждения о приемлемости риска. Такая оценка проводится в виде определения зон риска в зависимости от величины потерь. Безрисковой зоной называется область, в которой потери нулевые или отрицательные. Зона допустимого риска — область, в пределах которой потери имеют место, но они меньше ожидаемой прибыли. Зона критического риска характеризуется возможностью потерь, превышающих величину ожидаемой прибыли. Фирма не только не получает от сделки никакого дохода, но несет убытки в сумме всех бесплодных затрат. Зона катастрофического риска представляет область потерь, которые по своей величине превосходят критический уровень и в максимуме могут достигать величины, равной имущественному состоянию фирмы. Катастрофический риск способен привести к финансовому краху, банкротству фирмы и её ликвидации. Если удастся установить четыре характерные точки (наиболее вероятный уровень риска и вероятности допустимой, критической и катастрофической потери), то задачу оценки риска можно считать успешно решенной. Имея значения трех показателей риска и критериев предельного риска, можно сформулировать самые общие условия приемлемости анализируемого вида деятельности.

Другой подход к измерению рисков — Value at Risk (VaR) — выраженная в денежных единицах оценка максимальных, ожидаемых в течение данного периода времени с данной вероятностью потерь данного портфеля под воздействием рыночных факторов риска. VaR используется в управлении рисками в качестве базы для лимитов, для расчета достаточности капитала, для оценки стоимости портфеля, для оценки доходности и т.д.

Риски, ассоциируемые с какими-либо конкретными активами или пассивами фирмы, не могут рассматриваться изолированно. Любое новое решение, например инвестиция, должно анализироваться с позиции его влияния на изменения доходности и риска всей совокупности активов и пассивов фирмы, поскольку возможные сочетания этих решений могут значительно изменять характеристики всего портфеля в целом. Портфель — это набор активов (пассивов) — титулов собственности или иных благ, который представляет собой составной актив



(пассив), имеющий параметры риска и доходности, изменяющиеся под воздействием комбинации двух факторов: изменения состава портфеля (выбытие активов, обмен); изменения риска и доходности составляющих портфель активов (пассивов)<sup>7</sup>. Любая фирма может рассматриваться как совокупность некоторых активов (материальных и финансовых). Владение любым из этих активов связано с определенным риском в плане воздействия этого актива на величину общего дохода фирмы. Портфельный подход предполагает восприятие активов и пассивов фирмы как элементов единого целого – портфеля. Портфельный подход позволяет эффективно проводить анализ возможностей и оптимизацию параметров финансовых рисков фирмы.

Финансовый риск в абсолютном выражении может определяться величиной возможных потерь в стоимостном (денежном) выражении. В относительном выражении риск определяется как величина возможных потерь, отнесенная к некоторой базе, в виде которой наиболее удобно принимать либо имущественное состояние фирмы, либо общие затраты ресурсов на данный вид деятельности (проект), либо ожидаемый доход (прибыль). Активы, с которыми ассоциируется относительно большой размер возможных потерь, рассматриваются как более рискованные. Другая интерпретация риска – степень вариабельности дохода, который может быть получен благодаря владению данным видом актива. Так, государственные ценные бумаги обладают относительно небольшим риском, поскольку вариация дохода по ним практически равна нулю. Обыкновенная акция любой компании представляет собой значительно более рискованный актив, поскольку доход по такого рода акциям может ощутимо изменяться.

Измерителями риска также фактически являются следующие показатели: коэффициенты ликвидности, финансовой устойчивости, запасы или разрывы, дифференциал и плечо финансового рычага, производственного рычага, коэффициенты эластичности различных экономических показателей по соответствующим факторам и т.д. Все эти измерители в той или иной степени характеризуют чувствительность (или порог чувствительности) критериев эффективности экономической деятельности к изменениям внутренней хозяйственной и внешней конъюнктуры. Эти показатели определяют приоритет изучаемых и контролируемых параметров, они помогают вскрыть взаимосвязи и логические зависимости между факторами рисков.

Другими показателями риска являются косвенные показатели: рейтинги ценных бумаг, заемщиков, рынков, государств; премии за риск, содержащиеся в доходности различных активов; котировки производных финансовых инструментов (опционов, фьючерсов, свопов и т.д.); параметры дефицита (длина и продолжительность очере-

ди, объем запасов и т.п.) и т.д. Все эти показатели статистическими, экспертными либо рыночными оценками характеризуют риски активов. В формах бухгалтерской отчетности, предусмотренных действующими в России правилами бухгалтерского учета, существуют поля статей отчетности, абсолютные значения которых или динамика этих значений позволяет охарактеризовать финансовые риски фирмы.

Основная задача в деятельности фирмы по управлению рисками – снижение финансового риска до возможно более низкого уровня. В большинстве ситуаций риск может быть минимизирован с помощью различных приемов: 1) перевода риска на страховую компанию; 2) перевода функции, продуцирующей риск, на третью сторону; 3) уменьшения вероятности наступления нежелательного события; 4) снижения размера потерь, связанных с нежелательным событием; 5) полного отказа от деятельности, которая вызывает риск. В случае применения страхования одна из самых сложных дилемм в управлении рисками – определение, какой риск следует сохранить у фирмы, не переводя его на страховщика. Чем больший риск переводится на страховщика, тем выше затраты на оплату страхового договора. Диверсификация – один из лучших способов защиты от риска. Создание диверсифицированного портфеля ценных бумаг и долговых обязательств, включая иностранные и долги с разными сроками погашения, – один из способов уменьшения финансового риска. Можно предположить, что наиболее значимые риски, с которыми фирма сталкивается постоянно, это риск взаимодействия с финансово несостоятельной фирмой и риск упущенной выгоды, который фирма несет из-за отказа вложения средств в деятельность, связанную с риском. Эти риски можно значительно понизить, объективно оценив экономическое состояние предполагаемых партнеров и самой фирмы, что обычно делается с помощью микроэкономического анализа финансовых показателей деятельности фирмы на основе бухгалтерской и управленческой отчетности.

## Примечания

- 1 Шеремет В. В., Павлюченко В. М., Шапиро В. Д. и др. Управление инвестициями: В 2 т. М., 1998. Т. 1.
- 2 См.: Бланк И.А. Основы финансового менеджмента: В 2 т. Киев, 2001.
- 3 См.: Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т. СПб., 1997. Т. 2.
- 4 См.: Боди З., Мертон Р.К. Финансы. М., 2000.
- 5 См.: Аборин С.Л. Модель баланса инвестиционного риска. М., 2006.
- 6 См.: Нуреев Р.М. Курс микроэкономики: Учебник для вузов. М., 2005.
- 7 См.: Рогов М.А. Риск – менеджмент. М., 2001. С. 15.