

УПРАВЛЕНИЕ РЕГИОНАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ РИСКАМИ

Учебное пособие

Майкоп - 2016

УДК [330.332:338.24](075.8)

ББК 65.05

У-67

Печатается по решению научно-технического совета Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Майкопский государственный технологический университет»

Составители: доктор экономических наук, профессор **Э.К. Тхакушинов**
кандидат экономических наук, доцент **А.К. Доргушаова**

Рецензенты: доктор экономических наук, профессор **А.А. Керашев**
кандидат экономических наук, доцент **Э.А. Хачемизова**

**У-67 Управление региональными инвестиционными рисками: Учебное пособие. Издание 2-е, перераб. и доп. / Сост.: Э.К. Тхакушинов, А.К. Доргушаова – Майкоп: Изд-во «ИП Кучеренко В.О.», 2016. – 166 с.
ISBN 978-5-906696-47-2**

В учебном пособии изложен теоретический материал дисциплины «Региональная экономика и управление». Особое внимание уделено проблемам управления рисками в условиях общесистемной модернизации региональной экономики. Рассматриваются концептуальные подходы к оценке инвестиционного риска, предлагается теоретико-концептуальная модель формирования комплексной системы оценки региональных инвестиционных рисков.

Пособие предназначено для усвоения теоретического материала курса «Региональная экономика и управление» в рамках ООП направления подготовки «Государственное и муниципальное управление» очной и заочной формы обучения.

ISBN 978-5-906696-47-2



УДК [330.332:338.24](075.8)

ББК 65.05

© Тхакушинов Э.К., составление, 2016
© Доргушаова А.К., составление, 2016

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
Глава 1. Теоретические аспекты системного управления рисками в регионе	7
Тема 1.1. Экономическая сущность и свойства инвестиционных рисков в условиях глобализации и общесистемной модернизации	7
Тема 1.2. Традиционные и новационные факторы классификации инвестиционных рисков и их субъектов на региональном уровне	30
Тема 1.3. Принципы и процессное представление управления инвестиционными рисками в регионе.....	52
Глава 2. Методологические основы формирования системы оценки региональных инвестиционных рисков	77
Тема 2.1. Концептуальные подходы к оценке инвестиционного риска как базовой платформы процесса управления.....	77
Тема 2.2. Институциональная инфраструктура экономической оценки региональных инвестиционных рисков: общие принципы и особенности мезоэкономических моделей	102
Тема 2.3. Теоретико-концептуальная модель территориально- адаптированного подхода к формированию комплексной системы оценки инвестиционных рисков	121
Заключение	155
Литература	162

Введение

Новые условия хозяйствования в России, определяемые процессами глобализации и инновационно-ориентированного развития, продуцируют активизацию экономических систем разных уровней (макро-, мезо- и микро-) в направлении выявления и учета причин и условий неэффективного или недостаточно эффективного использования общесистемных факторов экономического роста. К числу такого рода факторов, прежде всего, относятся инвестиции, а объективно сопряженные с ними различного рода риски создают платформу для формирования и действия причин нерационального использования инвестиционного потенциала экономических систем. Инвестиции, являясь базовым фактором и главным условием количественного (экономический рост) и качественного (экономическое развитие) векторов общей эволюции экономической системы, преимущественно (по сравнению с другими факторами экономической динамики) формируют основные параметры ее расширенного воспроизводства, что объясняет существенную методологическую значимость глубокого исследования причин их неадекватного развития и использования, в числе которых приоритетные позиции принадлежат инвестиционным рискам.

Данное обстоятельство в сочетании с императивом перехода экономики России от восстановительного к расширительному росту, предполагающему, в том числе, максимально полный учет территориально-хозяйственных особенностей экономических систем (региональных детерминант), актуализирует глубокое изучение проблемы управления инвестиционными рисками именно в мезоэкономическом контексте. В силу целого ряда причин объективного характера (дифференциации территориальных

экономик по основным социально-экономическим параметрам, сложившейся в процессе рыночного реформирования, глобализации и регионализации, усиления центробежных тенденций в управлении экономикой страны с одновременным сосредоточением потенциала экономического роста в ее регионах) для стимулирования репродуктивных возможностей региональных инвестиций необходимо задействование механизмов их аккумуляции и эффективного использования на приоритетных направлениях предпринимательской среды региона. Существенный потенциал механизма управления инвестиционными рисками, адекватного региональной специфике инвестиционного менеджмента, инициирует концентрацию исследовательского внимания на ключевых проблемах, сопряженных с его разработкой и территориальной адаптацией. Последнее означает необходимость коррекции общего механизма регионального управления, а также той его компоненты, которая продуцирует управленческие решения в отношении региональных инвестиций, в направлении органичного «встраивания» в нее системы управления региональными инвестиционными рисками.

В этой связи важно систематизировать, обобщать и инвентаризировать разноаспектные теоретико-методологические и прикладные исследования, проводимые в рамках инвестиционной и в целом региональной проблематики (включая анализ и оценку инвестиционных рисков), с целью выделения общих закономерностей, инвариантно проявляющихся в территориально-локализованных образованиях различного типа, что позволит сформировать научную базу для разработки новой методологии и адаптивного механизма управления региональными инвестиционными рисками как части системы управления регионом в целом.

Это актуализирует проблему формирования новых эффективных моделей, технологий и инструментов действенной коррекции существующего механизма регионального инвестиционного менеджмента посредством инкорпорирования в его структуру целостной системы управления инвестиционными рисками, обоснования направлений и способов ее адаптации к экономико-институциональным условиям конкретной территории.

Глава 1. Теоретические аспекты системного управления рисками в регионе

Тема 1.1. Экономическая сущность и свойства инвестиционных рисков в условиях глобализации и общесистемной модернизации

В современной экономической литературе представлен достаточно широкий диапазон научных публикаций, охватывающих различные управленческие аспекты, связанные с активизацией инвестиционных процессов в экономике. При этом ведущим императивом развития современной экономической мысли в данной предметной области является приоритет репродуктивного потенциала инвестиций в экономических системах, что проявилось в значительном количестве исследований, посвященных управлению ими на макро-, мезо- и микроуровнях. Тем не менее, вопросы, связанные с оценкой рисков, составляющей инвестиционных процессов, хорошо проработаны, как правило, на микроуровне, то есть на уровне отдельных инвестиционных проектов, тогда как, диктуемая процессами регионализации и усилением территориального аспекта в экономических отношениях, объективная необходимость их развития на мезоуровне остается нереализованной. Вследствие этого решение проблемы управления региональными инвестиционными рисками остается необеспеченным адекватным инструментарием, учитывающим специфику конкретной территории протекания инвестиционных процессов, что существенно ограничивает прикладные возможности имеющихся подходов к решению данной проблемы.

Необходимость формирования нового, регионального, подхода к управлению рисками инвестирования в границах территориально-локализованных экономических систем мезоуровня подтверждается также объективно существующей «неравномерностью и непропорциональностью территориального социально-экономического развития страны и соответствующим наращиванием центрo-периферийных градиентов с гиперконцентрацией ресурсов и властных полномочий в ее «центре», а также выстраиванием государственной вертикали на фоне последовательного и все более тотального контроля над мезоэкономическими системами»¹. В качестве подтверждения высокой степени дифференциации территорий как по потенциалу (в том числе инвестиционному), так по уровню его использования, могут служить следующие данные.

В целом благоприятный (особенно в самые последние годы) макроэкономический «фон» развития инвестиционных процессов, постепенное выравнивание динамики объемов производства в добывающих и обрабатывающих секторах экономики, тем не менее, свидетельствует о по-прежнему преимущественном инвестировании в сферу торговли и услуг, финансовую деятельность (финансовое посредничество), операции с недвижимостью и т.п. (исключение составляет строительство) по сравнению с финансированием реального сектора экономики.

Вместе с тем, в соответствии с макроэкономическими прогнозами, проблемы экономического развития России в ближайшие годы будут определяться ее способностью к привлечению инвестиционных ресурсов для ускоренного роста. Исчерпание конъюнктурных факторов (таких как свободные

¹ Джурбина Е.М. Развитие региональной экономики на основе реализации выравнивающей и развивающей функций межбюджетных трансфертов: условия, приоритеты, механизмы.-Автореф.докт.дис.-Ростов-н/Д,2007.

мощности, «мягкие» ресурсные ограничения, благоприятная мировая конъюнктура) выдвигает на первый план задачу количественного и качественного роста производственного капитала, ориентированного на выпуск продукции, обеспеченной спросом внутреннего и внешнего рынков.

Качественная, ориентированная на инновационный вектор развития, трансформация национальной экономики, структуру которой составляют саморазвивающиеся территориально-локализованные образования (регионы), в значительной мере определяется размерами синергетического эффекта от соорганизации отдельных хозяйственных субъектов в единое целое – территориальное хозяйство. Это подтверждается тем, что практика регионального построения российской экономики «... в своем динамическом аспекте носит спонтанный характер, поскольку неизменно дополняется многоаспектными изменениями регионально-локализационных параметров и характеристик производительных сил, сопровождаемых адекватными преобразованиями производственных, территориальных, а также производственно-территориальных отношений, включая реструктуризацию уже сложившейся системы меж- и внутрирегиональных экономических связей, становление новых таксономических уровней экономического регионализма и т.п.»², а также межтерриториальным перераспределением инвестиционных факторов инновационного экономического роста.

Результатом экономических преобразований и структурной перестройки экономики России явилась существенная дифференциация территорий, проявляющаяся в усилении межрегиональных различий в уровне жизни населения, динамике

² Ионов А.Ч. Регионализация агропромышленной сферы в рыночно-трансформационной среде: факторы, тенденции, модели, механизмы. -Ростов-н/Д: Изд-во СКНЦ ВШ. - 2004.

производственных показателей, финансовой ситуации, инвестиционного климата и т.д. Произошло расслоение регионов по основным параметрам, характеризующим социально-экономическую ситуацию и глубину экономических реформ, проявились скрытые каналы территориального перераспределения ресурсов (в первую очередь, инвестиционных и финансовых), в результате чего низкий экономический статус одних регионов может выступать условием ускоренного развития относительно более благополучных территорий.

Такая в целом негативная тенденция «усиления дифференциации уровней социально-экономического развития регионов связана, во-первых, с включением механизма рыночной конкуренции, разделившего регионы по их конкурентным преимуществам и недостаткам, различной адаптацией к рынку регионов с разной структурой экономики и разным менталитетом населения и власти. Во-вторых, значительно ослабла регулирующая роль государства, что выразилось в сокращении государственных инвестиций в региональное развитие, отменен большинства региональных экономических и социальных компенсаторов. В-третьих, сказалось фактическое неравенство различных регионов в экономических отношениях с центром. Чрезмерная и увеличивающаяся межрегиональная социально-экономическая дифференциация имеет своим неизбежным следствием расширение ареалов депрессивности и бедности, ослабление механизмов межрегионального экономического взаимодействия, нарастание межрегиональных противоречий. Все это затрудняет проведение эффективной общероссийской политики социально-экономических преобразований»³.

³ Стратегии макрорегионов России: методологические подходы, приоритеты и пути реализации/ Под ред А.Г.Гранберга.- М.: Наука, 2004.

В сложившемся макро- и мезоэкономическом контексте инвестиции можно рассматривать в качестве приоритетного инструмента механизма регионального производства и распределения результатов производственно-хозяйственной деятельности в социальных целях. Это, наряду с целым комплексом институциональных детерминант территориального характера (о чем речь пойдет ниже), инициирует рост инвестиционной активности не столько в центре, сколько в регионах (территориальных образованиях, экономическая локализация которых определяется административными границами), а также в крупных корпоративных объединениях (территориально-производственных кластерах), обладающих значительным экономическим и инновационным потенциалом и приобретающих в силу этого самостоятельный статус крупных территориально-локализованных экономических систем мезоуровня.

Сопряженный с общей положительной макроэкономической динамикой рост инвестиций в российскую экономику, несмотря на постепенное выравнивание межотраслевых пропорций, остается крайне неравномерным в разрезе отдельных регионов. Осуществляемая в соответствии с этими тенденциями идентификация инвестиционного потенциала и структурного качества инвестиционной политики базируется, прежде всего, на оценке инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности региона. Детерминируемые складывающимися реалиями, современные научные разработки по данной проблеме приобретают качественно новый методический аспект и сориентированы на теоретический синтез разноаспектных категорий инвестиционной проблематики, выявление методических основ релевантных критериев оценки инвестиционного потенциала,

структурный анализ составляющих инвестиционного потенциала, инвестиционного климата и инвестиционных рисков.

Теоретически обосновано и практически выверено, что реальная деформация межотраслевых пропорций воспроизводства, равно как и реальное инвестиционное насыщение сферы материального производства и обращения, происходят на региональном уровне. Региональные особенности экономического развития становятся первичным фактором, учет которого позволяет априори определить общую направленность и особенности развития процессов воспроизводства и обращения в рамках экспериментально заданного или научно обоснованного в качестве наиболее приемлемого уровня инвестиционной активности в отраслевой структуре региона⁴.

Сказанное выше делает продвижение рыночных реформ напрямую детерминированным как масштабами накопления инвестиций на региональном уровне (поскольку их концентрация за счет различных источников финансирования позволяет региону решать наиболее значимые и неотложные для него задачи), так и формированием в регионе адекватной институциональной среды, способствующей активизации привлечения и эффективного использования инвестиций.

В структуре инвестиций в основной капитал на протяжении последних десяти лет доля частных вложений по сравнению с государственным финансированием реального сектора экономики постоянно возрастает, составляя к 2015 году 47,6 % от всей суммы инвестиций в основной капитал и более 57 % российских инвестиций. Определяемая общей макроэкономической стабилизацией российской экономики, а также существенной

⁴ Сперанский М.М. Системный анализ государственного управления инвестиционной сферой // Инвестиции в России. №7, 2003 г.

модернизаций институциональной инфраструктуры инвестиционных процессов в нашей стране позитивная динамика иностранных инвестиций в основной капитал российских предприятий.

В отраслевой структуре инвестиций в основной капитал возрастает доля отраслей, производящих конечную продукцию, сырье и материалы. При этом доля инвестиций в ТЭК постепенно снижается.

В то же время, большая часть исследований, посвященных данной проблематике, методически завязана на решении общеэкономических проблем поиска путей стабилизации экономического развития регионов, рассмотрении универсальных инструментов наиболее полного и интенсивного использования их инвестиционного потенциала. При этом инвестиционный климат отдельно взятого региона рассматривается как обобщающая характеристика инвестиционных процессов в субъектах Российской Федерации, неизбежно оставляя на себе печать, связанную с игнорированием особенностей функционирования региональной рыночной инфраструктуры. На важность учета такого рода априорных допущений указывает, в частности, активное развитие научных методик, позволяющих идентифицировать тип инвестиционного климата региона на фоне крайней неоднородности инвестиционного пространства России⁵.

Единообразная и целеориентированная систематизация усилий в этой области должна быть построена на реализации дифференцированного подхода в региональной экономической политике, приземленного на учет как эволюционно устоявшихся (долгосрочных), так и прогнозируемых особенностей

⁵ Инструменты управления инвестиционной деятельностью на различных уровнях власти: классификация и анализ // Инвестиции в России - №1, 2003 г.

инвестиционного климата региона⁶. В то же время стержневым компонентом инновационных моделей модернизации российской экономики в настоящее время является тесная увязка целевых ориентиров, обозначенных в федеральных и региональных программах социально-экономического развития, с традиционными и новыми инструментами инвестиционной политики. Действенность такого подхода заключается в возможности максимально полного приближения к балансу целей и средств (включая важнейшую их компоненту – инвестиционную) посредством согласования и синхронизации направлений, форм и масштабов аккумулирования инвестиционных ресурсов в проектах, ориентированных на решение экономических, научно-технических и социальных задач развития территории.

Современную логико-методологическую основу новых моделей формирования региональных стратегий и в их составе – адаптивных вариантов мотивации инвестиционной активности в границах конкретной территории образует парадигма: «экономика России – не монообъект, а пространственный (многорегиональный) организм, функционирующий на основе вертикальных (центр – регионы) и горизонтальных (межрегиональных) экономических взаимодействий и входящий в систему мирохозяйственных связей⁷. В соответствии с таким «пространственным подходом», приоритетную роль в формировании национальной инвестиционной стратегии и инвестиционных стратегий отдельных территориально-локализованных экономических систем мезоуровня, приобретает сопряженность инвестиционной системы с реалиями российского экономического регионализма. Это принципиально для России, поскольку данный подход отражает, с

⁶ Андрущенко О.Г. Структурно-территориальный аспект оценки инвестиционного потенциала региона: методология, модели, инструменты. – Ростов-на-Дону: Изд-во СКНЦ ВШ, 2006. – 250 с.

⁷ Стратегии макрорегионов России: методологические подходы, приоритеты и пути реализации/ Под ред А.Г.Гранберга. – М.: Наука, 2004.

одной стороны, разнообразие природных, геополитических, экономических, демографических, этнокультурных и других условий на различных ее территориях, с другой – необходимость создания условий для эффективного функционирования национальной экономики в направлении ее интеграции в мировое экономическое пространство.

Кроме того, в условиях отмеченной дифференциации региональных экономик наблюдается, с одной стороны, огромная неудовлетворенная потребность в инвестициях, а с другой стороны, потенциальные инвесторы при обеспечении гарантий готовы вкладывать капитал и идеи в отечественную экономику с целью получения дополнительных доходов в будущем. В рамках такой парадигмы представляется очевидной дифференциация управленческих стратегий в отношении инвестиционных процессов и сопряженных с ними инвестиционных рисков в границах отдельных территориально-локализованных экономических систем мезоуровня.

В соответствии с этим определение действенных вариантов инвестиционной региональной политики, нацеленной на интегрирование отдельных управленческих решений в оптимальную комбинацию управленческих воздействий, обеспечивающих комплексное развитие экономики мезоуровня, должно базироваться на систематизации и учете максимально полного спектра условий-факторов позитивного и негативного воздействия на инвестиционные процессы. В значительной степени это связано также с тем фактом, что современная российская экономика требует существенных вливаний иностранных инвестиций, что, в свою очередь, актуализирует своевременный запуск механизма учета стратегий и интересов инвестора при формировании и развитии инвестиционного имиджа региона.

Последовательность изучения инвестиционного рынка для принятия решения об инвестировании и управлении инвестиционной деятельностью включает в себя:

- оценку и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка;

- оценку и прогнозирование инвестиционной привлекательности отраслей и подотраслей экономики региона с позиционированием в их составе полюсов роста и лимитирующих компонентов;

- оценку и прогнозирование инвестиционной привлекательности корпоративных агентов региональной экономики и региона в целом;

- оценку инвестиционной привлекательности сегментов инвестиционного рынка и отдельных инвестиционных проектов;

- комплексную оценку инвестиционных рисков;

- разработку стратегии инвестиционной деятельности инвестора;

- формирование эффективного инвестиционного портфеля, включающего реальные, финансовые и инновационные инвестиции;

- управление инвестиционным портфелем⁸.

В соответствии с этим эффективность развития региональной экономики определяется не только и не столько инвестиционными вливаниями в развитие отраслей и сфер экономики территориальной системы, являющихся полюсами роста, сколько своевременными результативными управленческими воздействиями в отношении инвестиционных вложений в их лимитирующие компоненты, выступающие в качестве

⁸ С использованием идей, изложенных в: Мазур И.И., Шапиро В.Д. Управление проектами. – М.: Высшая школа, 2001 – с.63

ограничителей поступательной динамики мезоэкономических трансформаций.

Кроме того, рассмотрение роли, места и значения инвестиций в мезоэкономической системе предполагает учет того обстоятельства, что практически все сложноструктурированные поликомпонентные социально-экономические системы, к числу которых относится система региональной экономики, характеризуются высокой степенью неопределенности поведения и реакции на управленческие воздействия, что обусловлено невозможностью точного прогнозирования реакции активной системы на управленческое решение, наличием конфликтов и противоречий, которые не могут быть разрешены в пользу тех или иных элементов системы, необходимостью ориентации управления на достижение ее желаемого состояния.

Немаловажную роль при этом играет тот факт, что выработка управленческих воздействий региональными органами государственной власти, выступающими в роли субъекта управления по отношению как к системе региональной экономики в целом, так и ее отдельным подсистемам и компонентам, носит более прикладной и действенный характер, а также имеет меньший лаг запаздывания реализации принятых управленческих решений по сравнению со скорее институциональной ролью федеральных структур, задающих общие правила, условия и направления функционирования хозяйствующих субъектов и рыночной системы в целом.

При этом отмеченная необходимость учета при формировании вариантов региональной инвестиционной не только отраслей-полюсов роста, но и их лимитирующих компонентов, проявляющихся вследствие активного действия в системе региональной экономики контура обратной связи, опосредованно

реализующегося в приоритетах инновационных и инвестиционных процессов, в значительной степени определяет фокусировку инвестиций в системе региональной экономики. Схематически данный процесс представлен на рисунке 1.1.1⁹.

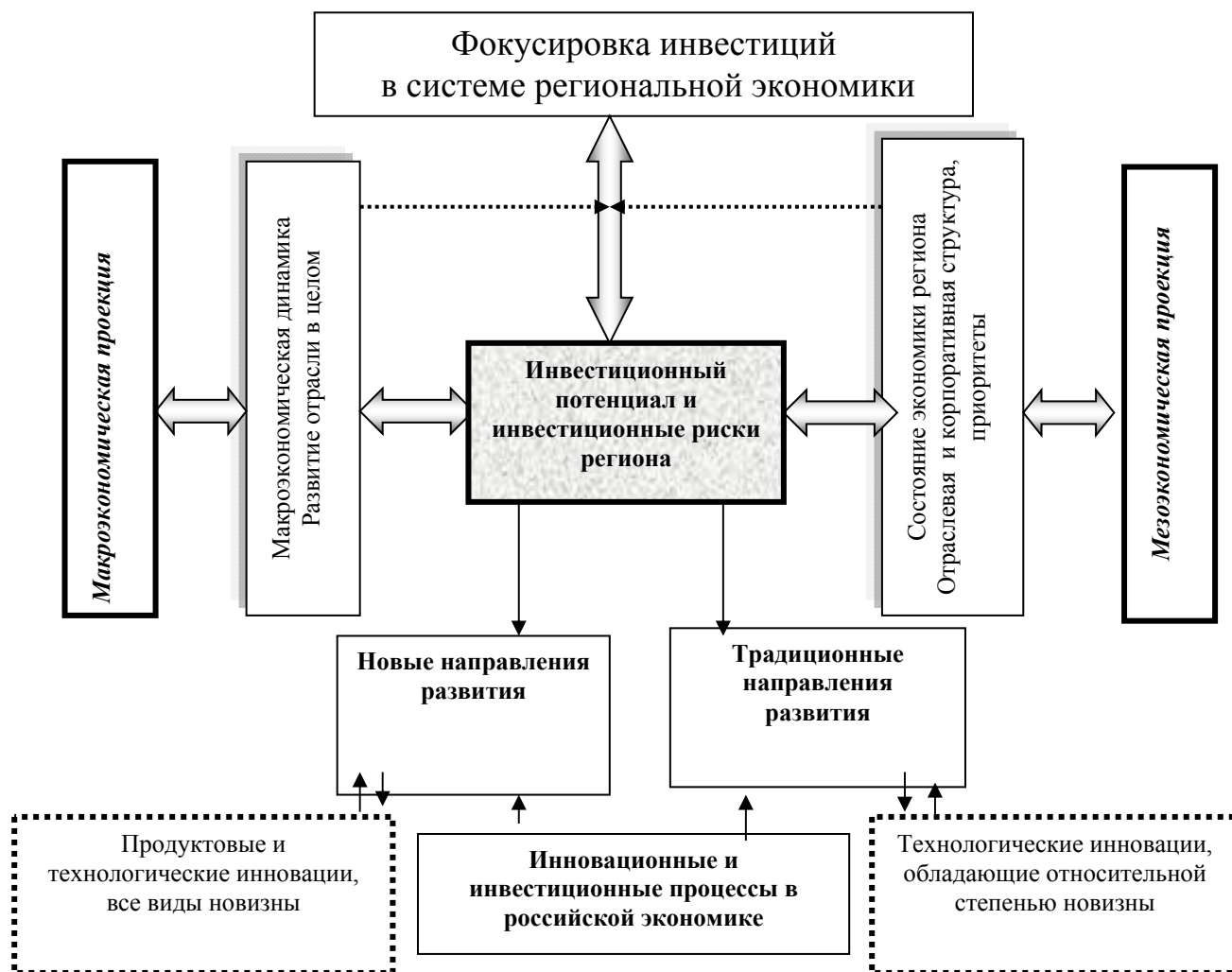


Рисунок 1.1.1- Факторы, определяющие фокусировку инвестиций в системе региональной экономики

⁹ С использованием идей, изложенных в: Андрущенко О.Г. Структурно-территориальный аспект оценки инвестиционного потенциала региона: методология, модели, инструменты. –Ростов-на-Дону: Изд-во СКНЦ ВШ, 2006.-250 с.

Таким образом, в настоящее время при анализе инвестиционных процессов в экономике страны актуализируется важность исследования их территориальной локализации, то есть рассмотрения региона как мезообъекта инвестиционной активности. Регион, являясь административной единицей, осуществляет регулирование и контроль экономической деятельности на данной территории, в частности, инвестиционной, и следовательно, представляет собой систему генерации и локализации инвестиционных рисков. Осуществляемая со сформулированных выше методологических позиций систематизация теоретических и прикладных подходов к управлению инвестиционными рисками в системе региональной экономики методами горизонтального (трендового) и вертикального (структурного) анализа необходима для разработки эффективного механизма принятия согласованных управленческих решений хозяйствующими субъектами и органами власти территории, инкорпорируемых в общий вектор управления регионом.

В связи с этим представляется целесообразным рассмотрение принятых к исследованию вопросов с амбивалентных позиций. В первую очередь, следует учитывать то обстоятельство, что инвестиционная деятельность всех видов и форм всегда рискованна, это ее органическое свойство и неотъемлемая характеристика, порождающая необходимость постоянной оценки и контроля параметров инвестиционной активности, как на уровне отдельных предприятий и организаций любого масштаба, так и на более высоком уровне – региональном. Так как инвестиционная привлекательность в современных отечественных условиях в большой мере определяет вектор экономического роста и развития

территорий, то управление возникающими рисками становится все более и более важным.

С другой стороны, для учета рискованной составляющей инвестиционных процессов, корректной оценки ее характеристик, необходимо четкое определение сущности понятия «риск» как сложной научной категории и синтезируемого на его основе термина «инвестиционный риск». Наиболее существенной является однозначность трактовки слова «риск», так как в его дефиниции в настоящее время доминирует несколько разных, в чем-то противоречивых, подходов. Целесообразно аккумулировать различия в существующих терминах и сконструировать применимое, в контексте методологии и концепции данного исследования, толкование слова «риск».

На основании анализа экономической литературы, посвященной проблеме риска, в частности, таких исследований, как¹⁰¹¹¹²¹³, можно заключить, что среди исследователей отсутствует единое мнение относительно определения понятия «риск». Часть авторов полагает, что риск имеет место в том случае, если некоторое экономически направленное действие приводит к набору последствий для одной и той же альтернативы, причем считается, что вероятность проявления каждого из предполагаемых исходов известна. Другие определяют риск через вероятность, которая в этом случае идентифицируется с угрозой недополучения доходов при осуществлении экономической деятельности. Третьи считают риск исключительно вероятностной категорией, настаивают на использовании «объективных» вероятностных расчетов в процессе

¹⁰ Грантуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: Методическое пособие. — М.: Дело и Сервис, 2002.

¹¹ Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1996.

¹² Цветкова Е.В., Арлюкова И.О. Риски в экономической деятельности; Учебное пособие, — СПб: Санкт-Петербургский институт внешнеэкономических связей экономики и права. Общество «Знание» Санкт-Петербурга и Ленинградской области, 2002.

¹³ Кучин А.Б., Смирнова А.Р., Зайцева В. О. Факторинг — финансовая схема управления вексельными потоками. — М.: Верше-АВ, 2000.

оценки уровня риска. В теории предпринимательства риск, как правило, отождествляется с математическим ожиданием потерь, которые могут быть получены как результат принятого и реализуемого решения, то есть риск рассматривается как ущерб, возможный при реализации данного решения. Такое, в достаточной мере одностороннее с точки зрения рассматриваемых последствий толкование сущности риска, часто вызывающее возражения у ряда зарубежных экономистов.

В работе¹⁴ понятие «риск» в существенной мере и достаточно однозначно связывается авторами с вероятностью, в частности, указывается, что «риск кредитования – это вероятность невозврата полученных заемщиком ссуд и неуплаты процентов за взятый кредит»¹⁵, либо «риски измеряются частотой, вероятностью возникновения того или иного уровня потерь». Кроме того, при анализе категории риска, авторы судят также о причинах риска и каких-либо конкретных его проявлениях таких как, «опасность валютных потерь», «опасность какого-либо события», «вызваны ростом издержек производства» и так далее, что размывает интерпретацию сущностного ядра данного понятия, не охватывают всего содержания термина «риск».

Отличительной особенностью риска как категория научного знания, не только в экономической сфере, сознателен, то есть предполагает выбор субъекта при вовлечении в ситуацию, несущую рисковую компоненту. При экономической деятельности выбор в пользу риска обычно связан с желанием достичь некоторого, часто существенного, успеха, воспринимаемого как рост прибыли, как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе. Например, инвестор, осуществляя рискованное

¹⁴ Там же.-С.844..

¹⁵ Там же.- С. 845.

вложение капитала в ценные бумаги, заранее обладает знанием о том, что в результате его ожидает или доход, или убыток, и готовится к одному из возможных исходов. Для кредитных или страховых организаций традиционным видом хозяйственной активности является принятие на себя рисков за соответствующую плату

Относительно этимологических корней, относящихся к сфере компетенции лингвистов, существует мнение, что глагол «рисковать» имеет греческие корни¹⁶, и восходит к греческому слову «ρίχιον» – утес, при этом первоначально слово «рисковать» означало «лабиринт между скалами». Однако возможно, что английское слово «risk» имеет французскую или итальянскую основу.

В настоящее время возрастает интерес к значению риска, его роли в жизнедеятельности не только хозяйствующих субъектов, но и индивидов, в том числе в связи с тем, что так или иначе принятие решения в ситуации риска принимается людьми. При этом немаловажно, что риск объективно существует во всех сферах человеческого существования, что усложняет понимание данной категории, так как способствует формированию обыденного подхода к его толкованию. Часть таких определений связывает слово «риск» со случайностью, внезапным проявлением неких нежелательных последствий, таких как «риск автокатастрофы», «риск заболевания по причине курения». В некоторых интерпретациях риска в повседневной жизни он относится к мировоззрению в поведенческой мотивации и времяпрепровождении: «кто не рискует, тот не пьет шампанского», занятие экстремальными видами спорта. Также существует личный

¹⁶ Финансово-кредитный энциклопедический словарь/Под ред. А.Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002.

неэкономический риск, связанный с трудовой деятельностью - профессиональный риск, например, в работе пожарных. В каждой из рассмотренных ситуаций человек сознательно подвергает себя риску, причем воспринимаемому, как правило, с негативных позиций.

Характеристика понятия риск в его сущностной интерпретации будет неполной без рассмотрения определения, даваемого в словаре В. Даля. Там слово «риск» определяется, с одной стороны, как «опасность чего-либо», а с другой – «как действие наудачу, требующее смелости, решительности, предприимчивости в надежде на счастливый исход». Таким образом, в «рисковом поведении» прослеживается одновременное активное начало решений человека в ситуации неопределенности исхода, а также связь последствий от реализации этого решения с не зависящими от субъекта обстоятельствами, могущими принести негативный результат.

В другом известном энциклопедическом издании - словаре Вебстера «риск» определяется как «опасность, возможность убытка или ущерба», то есть риск связывается с первую очередь с возможностью наступления некоего неблагоприятного события, причем именно с экономических позиций.

Также часто исследования, в большей степени направленные на практическое применение технологий риск-менеджмента, трактуют риск как вероятность возникновения убытков либо недополучения доходов по сравнению с желаемым результатом развития событий. Кроме того, под риском понимают внутренние и внешние факторы, которые могут отрицательно повлиять на достижение целей.

Таким образом, большинство определений риска носят негативный оттенок, однако такое толкование поддерживается не

всеми исследованиями, рассматривающими обе стороны риска как явления, например: «под риском принято понимать вероятность (угрозу) потери предприятием части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов в результате осуществления деятельности»¹⁷.

Можно отметить, что большинство определений понятия «риск» носит аналогичный характер. В них доминируют отождествления риска с неопределенностью результатов, вероятностью ущерба. При этом слово «вероятность», как правило, не имеет своего исходного значения, как меры наступления случайного события, а рассматривается как синонимичное возможности и неопределенности, то есть не несет квалитетического характера.

В рискологии и теории принятия решений под риском понимают подверженность лица, принимающего решения (ЛПР), возможным убыткам или потерям при желании достичь в некотором проекте более предпочтительного результата. Иными словами, риск всегда предполагает наличие субъекта риска, то есть рискующего, лица, сознательно подвергающего себя воздействию ситуации, в которой возможно нескольких исходов, существенно различающихся по предпочтительности для ЛПР. То есть риск можно интерпретировать как сознательную подверженность ЛПР опасности возникновения убытков или недополучения прибыли, в ситуации, когда возможно получение более высоких доходов либо выгоды другого рода.

Таким образом, аккумулируя рассмотренные определения риска, можно заключить, что в его расширительном толковании, ориентируясь на экономическое содержание, - это сознательная подверженность субъекта ситуации, в которой возможно получение

¹⁷ Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1996.

дополнительной прибыли, или возникновение убытков, недополучение прибыли. В более узком смысле, с позиций обыденного восприятия слова «риск», его можно понимать как конкретный угрозы причинения ущерба. То есть риск – это некоторый сознательный выбор и баланс возможных доходов и убытков, обеспечиваемый лицом, принимающим решение.

Исходя из проанализированных подходов к определению понятия «риск», можно выделить основные его составляющие, позволяющие аккумулировать различные характеристики данного сложного, составного понятия, и выделить его специфические особенности, необходимые для деятельности по управлению риском (рис. 1.1.2).

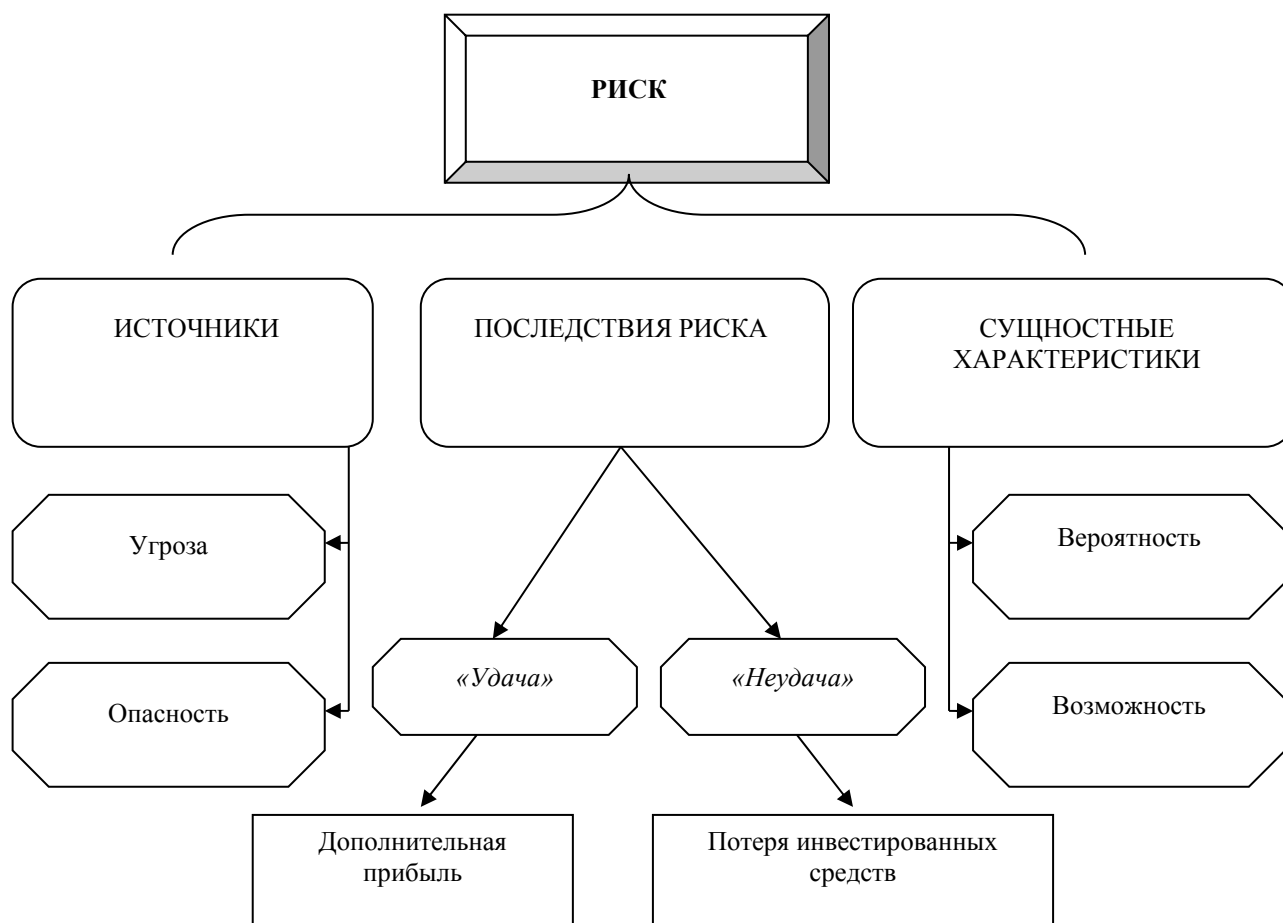


Рисунок 1.1.2 - Составляющие понятия «риск» как экономической категории

В определении понятия риск как экономической категории можно выделить последствия, которые воспринимаются субъектом риска как положительные – «удача», понимаемая как дополнительная прибыль, и отрицательные – «неудача», заключающиеся в потере части либо всех инвестированных средств. Также в качестве данной альтернативы может рассматриваться полное отсутствие прибыли, «нулевой результат».

Наличие в ситуации риска нескольких возможных исходов, на которые не может повлиять ЛПР, порождает такие сущностные характеристики риска, как возможность и вероятность. В данном понимании они не синонимичны, а используются для определения различных смысловых оттенков данного понятия. Возможность трактуется как детерминанта вариабельности, наличия нескольких вариантов развития событий и получаемых результатов. Вероятность рассматривается более конкретно, и скорее измеряет степень возможности каждого варианта.

При анализе экономической и содержательной сущности понятия «риск» важным является рассмотрение его источников как причин, создающих риск как характеристику некоторой ситуации и требующую от субъекта принятия решения для достижения желаемого результата. Среди источников можно выделить угрозы и опасности. Опасность интерпретируется как реально существующие, и возможно, постоянно действующие обстоятельства. Под угрозой понимается некоторое событие, реальное или потенциально возможное, которое может повлечь потери, убытки или другие неблагоприятные события, как для отдельного лица, так и для общества в целом. То есть угроза означает потенциальную возможность подвергнуться опасности. В связи с этим возможно деление всех источников опасностей и угроз

на объективные, не зависящие от решений, принимаемых лицом (субъектом управления), и субъективные, которые возникают в связи с реализацией лицом принятого решения, и нацелены на достижение некоторой цели.

Отрицательными последствиями реализации рисков, в результате влияния опасностей и угроз, являются потери и убытки, обычно объединяемые комплексным понятием «ущерб».

К настоящему времени в рискологии и риск-менеджменте сформировалось достаточно устойчивое представление о детализированном спектре номинаций источников угроз и опасностей в рамках обозначенной системной пары объективных и субъективных обстоятельств. Например, в таких работах, как¹⁸¹⁹²⁰²¹ очерчиваются следующие группы опасностей и угроз, приводящих к возникновению риска в экономической деятельности, а частности, инвестиционной:

- природные явления и техногенные риски;
- политические и социально-политические;
- рыночные;
- ошибки и просчеты при разработке проектов;
- срывы планов работ;
- преступления.

Аналогичные угрозы и опасности характерны при возникновении инвестиционного риска, представляющего собой специфический вид, понятие которого синтезируется на основе общего определения риска, однако несет особенности, порожденные его отнесением к особой хозяйственной активности.

¹⁸ Антикризисное управление/Под ред. Э.М.Короткова. - М.:ИНФРА-М, 1999.

¹⁹ Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1996.

²⁰ Гражданский и арбитражный процесс, нотариат, обязательственные отношения: Образцы документов/Отв. ред. проф.В.В. Ярков. - М.: БЕК, 1998.

²¹ Грантуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: Методическое пособие. — М.: Дело и Сервис, 2002.

Понятие инвестиционного риска является более узким, по сравнению с определением риска в целом, однако наследует все его черты. Так как инвестиционный риск относится исключительно к экономической деятельности, то его дефиниция конструируется на расширительном толковании риска как такового, не вовлекая его обыденное, узкое понимание.

Таким образом, инвестиционный риск – это сознательная инициация субъекта инвестиционной деятельности некоего инвестиционного проекта, в процессе реализации которого возможно получение дополнительной прибыли или возникновение убытков, то есть недополучение прибыли. Отметим, что органически риск присущ любому инвестиционному проекту, поэтому вторая часть данного определения носит дополнительный уточняющий характер и определяет обстоятельства наследования понятием инвестиционного риска особенностей экономического содержания риска в целом. В связи с этим любая инвестиционная деятельность всегда рискованна, так как последствия реализации конкретного инвестиционного проекта, либо их совокупности всегда носит неопределенный относительно последствий характер.

При этом инвестиционный риск возможно рассматривать на любом уровне. Следует отметить, что традиционным является исследование связанных с риском инвестиций проблем на микроуровне – уровне отдельных предприятий и организаций, либо на мезуровне при анализе крупных, высокодиверсифицированных корпораций, как правило, носящих межрегиональный, а иногда и межгосударственный характер. Но в обоих случаях изучаются инвестиционные риски в рамках одного хозяйствующего субъекта. Однако, как было обосновано выше, инвестиционная активность всегда имеет территориально-ориентированный характер, то есть локализуется на определенной территории, обуславливающей, в

том числе, рост или снижение некоторых компонент риска, либо их отсутствие или наличие, в зависимости от административно-правовых, экономических и даже природно-климатических факторов, действующих в данном регионе. Под регионом в данном исследовании понимается именно территориальная направленность инвестиционной деятельности, то есть рассматривается традиционная трактовка этой категории.

Инвестиционные процессы играют важнейшую роль в региональном экономическом развитии, так как определяют множество его параметров, включая социально-ориентированные, роль которых перманентно возрастает. В свете вышесказанного актуальным представляется исследование инвестиционных рисков именно на уровне региона как мезообъекта инвестиционной активности, так как системный характер последней обуславливает генерацию синергетического эффекта, в контексте которого инвестиционные риски региона не представляют собой простой суммы инвестиционных рисков, несомых всеми отдельными субъектами хозяйствования, локализованными на данной территории, но порождает их новые свойства, причем инвестиционный риск на уровне региона в целом может как увеличиваться, так и уменьшаться по сравнению с инвестиционными рисками отдельных предприятий. Поэтому инвестиционная привлекательность регионов является весьма существенной их характеристикой, важную составляющую которой представляют инвестиционные риски, что делает актуальным их исследование именно на мезоуровне.

Тема 1.2. Традиционные и новационные факторы классификации инвестиционных рисков и их субъектов на региональном уровне

Формирование механизмов и способов управления инвестиционными рисками на мезоуровне требует основательного изучения их основополагающих характеристик, которые базируются, в первую очередь, на видах рисков, определяющих как сущность, так и параметры оценок и управления инвестиционными рисками. Поэтому необходимо составление развернутой типологии инвестиционных рисков на основе учета всей совокупности разноаспектных и разноуровневых рискообразующих факторов по ряду критериев, которые позволят уточнить понятийно-терминологическую сущность отдельных видов рисков и выстроить на основании их характеристик комплексную систему оценивания инвестиционного риска в регионе. Формируемая на этих исходных позициях базовая платформа является важным информационным обеспечением выработки адекватной методологии управления им на региональном уровне.

Классификация региональных инвестиционных рисков, как и любой сопряженной с инвестиционной и в целом региональной проблематикой категориальной конструкцией, определяется факторами их формирования, как порождающими сущность и особенности конкретных его видов.

Отмеченная ранее как объективно обусловленная современными реалиями дифференциация территориальных экономик выступает в обозначенном контексте необходимым условием конкретизации рискоформирующих факторов в границах определенного региона.

С другой стороны, имманентная принадлежность каждого региона системе более высокого порядка (макроэкономике в целом) в качестве ее относительно обособленной функциональной подсистемы объясняет наличие комплекса факторов (общих для всех территорий), формирующих региональные риски, проецирующихся с федерального на мезоэкономический уровень. Это инициирует необходимость выявления, систематизации и конкретизации факторов риска не только в мезо-, но и в макроэкономической проекции.

Иными словами, начальным этапом определения и отбора рискоформирующих и рискообразующих факторов в отношении региональных инвестиций является их дифференциация в две большие группы: общие (определяемые макроэкономическим окружением) и специфические региональные (формирующиеся в границах конкретной территории в соответствии с региональными детерминантами), поскольку конкретизация последних как базовый этап методологического обоснования системного управления региональными инвестиционными рисками в существенной степени зависит от корректного и адекватного учета макроэкономических детерминант в границах определенной территории (рис. 1.2.1).

Как известно, определяющим фактором при принятии инвестором (особенно иностранным) решения об инвестировании в тот или иной регион (или страну в целом) является наличие благоприятного инвестиционного климата, то есть совокупности политических, экономических, правовых, административных и других условий инвестиционной деятельности.

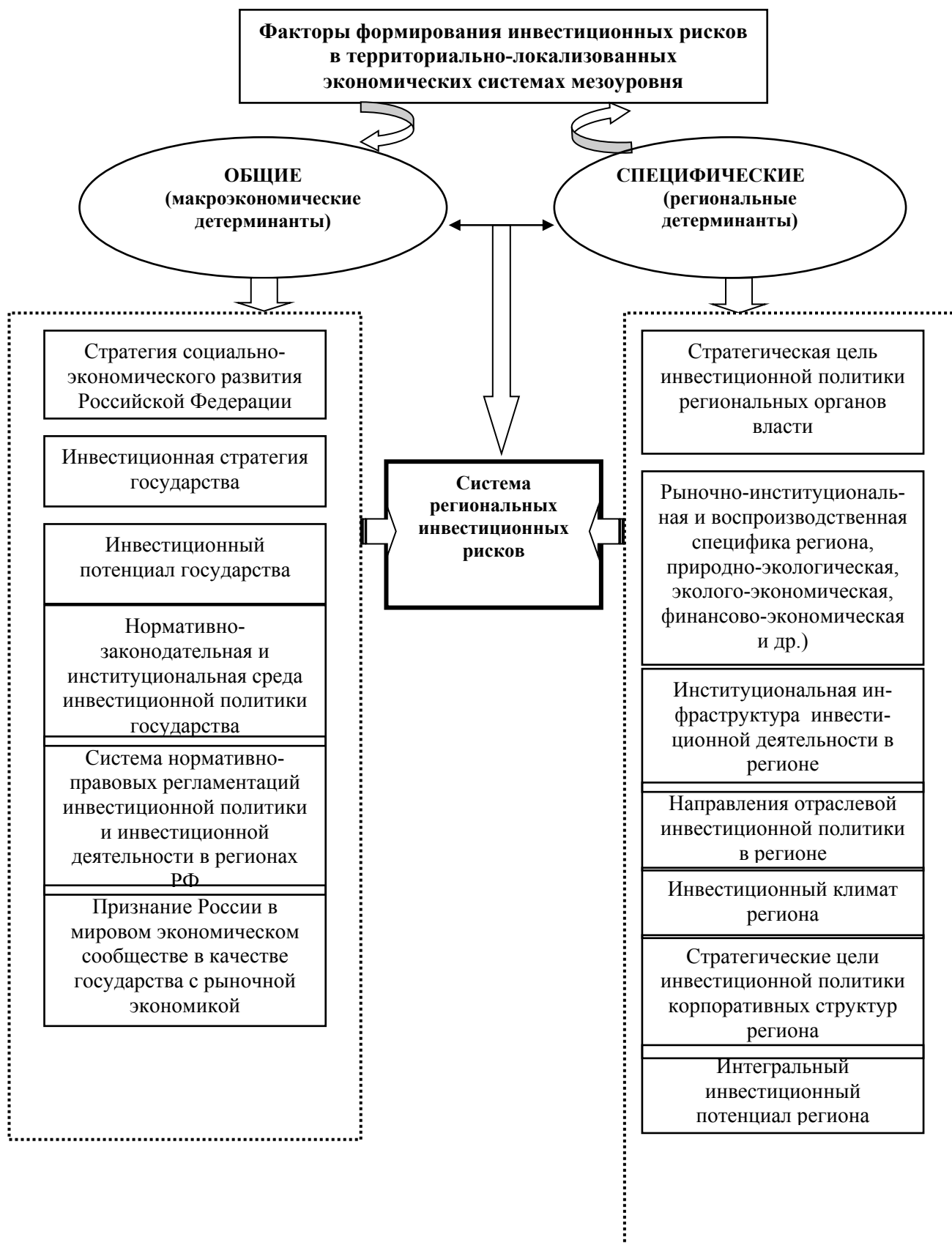


Рисунок 1.2.1- Укрупненная дифференциация факторов формирования региональных инвестиционных рисков в макро--и мезоэкономической проекции

В частности, в контексте повышения инвестиционной привлекательности регионов для иностранного капитала, который вливается преимущественно в совместные, либо полностью иностранные предприятия и не влияет на финансовое поведение основного числа российских фирм, улучшение инвестиционного климата представляется наиболее эффективным в регионах, где отсутствует собственная развитая промышленность, и создание новых производств является наиболее очевидным шансом для повышения уровня благосостояния населения и развития региональной экономики²².

Анализ внутристрановых факторов (которые естественным образом включаются в формирование макроэкономического окружения «рискоформирования» для отдельных территориально-экономических систем мезоуровня), препятствующих притоку инвестиций, интересен с точки зрения изменения политической и экономической ситуации в стране за последние два-три года²³. Прежде всего, обращает на себя внимание тот факт, что среди негативных факторов с огромным отрывом лидирует «низкий уровень защиты прав собственника» - почти 70% респондентов считают это тормозом в инвестиционном процессе (рис. 1.2.2). Такие же приблизительно результаты имели опросы инвесторов, проводимые несколько лет назад: данный фактор имел примерно такой же вес, как и политическая нестабильность, и низкий уровень корпоративной культуры, и прозрачности российских компаний. Последний же опрос выявил, что фактор политического риска в два раза ниже правового фактора: структура корпоративного

²² Дробышевский С., Радыгин А., Горшунов И. Инвестиционное поведение российских предприятий. М: ИЭПП., 2003.

²³ В рамках проекта «Индекс деловой активности» был проведен традиционный опрос предпринимателей по наиболее важным проблемам и перспективам привлечения иностранных инвестиций в Россию.- <http://www.amr.ru/doc429.html#tv>.

управления оценивается достаточно высоко, в меньшей степени - информационная прозрачность бизнеса.



Рис. 1.2.2. Анализ внутренних факторов, препятствующих притоку иностранных инвестиций в Россию

Авторы данного экспертного опроса объясняют это тем, что в сфере корпоративного управления произошли существенные изменения: принят кодекс корпоративного поведения ФКЦБ, корпорации в стремлении привлечь дополнительные инвестиции стремятся сделать структуру бизнеса более четкой и прозрачной для инвесторов.

На фоне позитивной макроэкономической динамики положительные сдвиги отмечены также в политической сфере, в сфере нормативно-законодательного творчества, но в то же время в сфере защиты собственности не произошло существенных изменений. По результатам опроса в отношении оценки наиболее значимых международных событий, на приоритетные позиции

выходит предстоящее вступление России в ВТО, которое, по мнению 32,6% респондентов, приведет к инвестиционному буму. Идентификация доминантных факторов макроэкономического характера позволила в качестве наиболее значимого по силе влияния на региональные инвестиционные риски выделить признаваемое на мировом уровне придание России статуса страны с рыночной экономикой (рис.1.2.3).

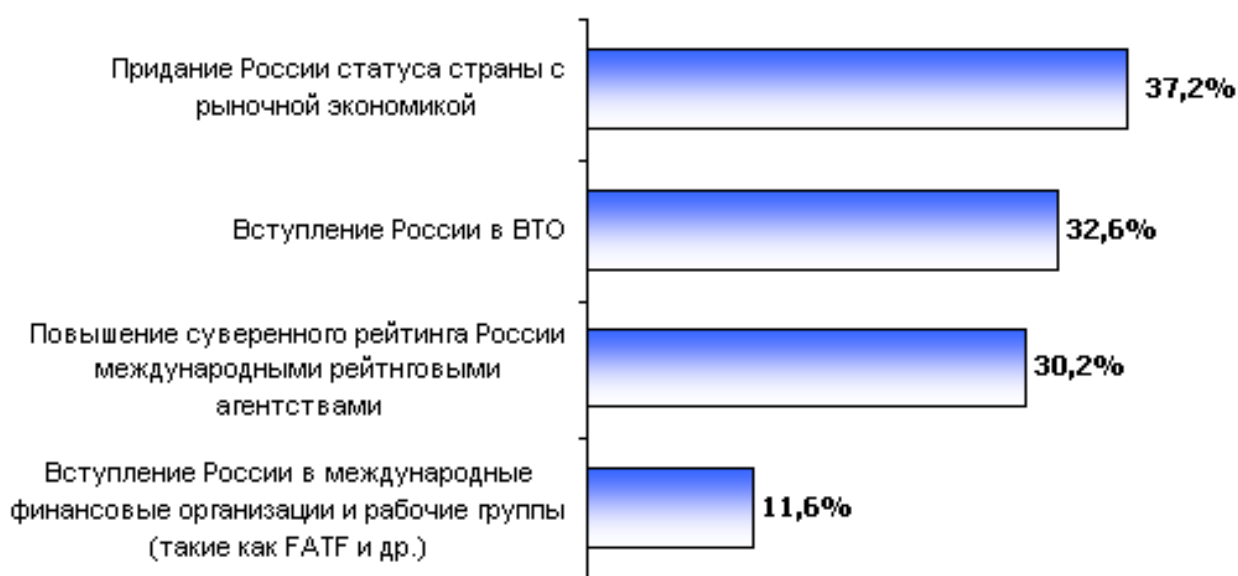


Рисунок 1.2.3- Наиболее значимые события на международной арене, которые смогут положительно повлиять на приток иностранных инвестиций в Россию²⁴

В продолжение исследования диалектического понятия инвестиционного риска в органической связи с факторами его возникновения, необходимо рассмотрение их комплексного влияния на экономическую систему, подверженную

²⁴ В рамках проекта «Индекс деловой активности» был проведен традиционный опрос предпринимателей по наиболее важным проблемам и перспективам привлечения иностранных инвестиций в Россию.- <http://www.amr.ru/doc429.html#tv>.

инвестиционным процессам, с точки зрения возникновения инвестиционного риска.

Исходя из сказанного выше, в контексте дифференциации рискоформирующих факторов инвестиционной деятельности в системе региональной экономики, все факторы инвестиционного риска макро- и мезоэкономического характера делятся также на две большие группы, одновременно имеющие ряд общих черт, и различающиеся по оперативности воздействия на объект либо субъект инвестиционной активности, - угрозы и опасности. Опасности, как правило, действуют в текущий момент времени, и требуют оперативного управления объектом для избежания или минимизации потерь. Угрозы, по сути, представляют собой в некотором роде отсроченные опасности, то есть опасности потенциальные. Поэтому управление риском с позиций минимизации угроз носит более стратегический характер. Помимо того, концепция управления риском для избежания опасностей в большей степени трактует риск как угрозу, то есть в суженном его толковании, однако стратегическое управление инвестиционным риском на систематической основе должно рассматривать комплекс факторов риска, вовремя идентифицировать угрозы и избегать возникновения опасностей (рис. 1.2.4).

Комплекс угроз и опасностей, как факторов инвестиционного риска, производит перманентное воздействие на инвестиционные процессы региона, порождая инвестиционные риски, которые воплощаются в их профиле. Под профилем инвестиционных рисков понимается в данном случае совокупность его видов и подвидов, определяющих содержание инвестиционных рисков региона в условиях качественной и временной определенности, конкретизируя его сущность и параметры. То есть профиль включает как виды, так и оценки уровня инвестиционного риска,

поэтому для его определения, как необходимого инструмента управления риском, требуется развернутая классификация инвестиционных рисков.

При ее построении сначала возникает потребность в построении типологии факторов инвестиционного риска.

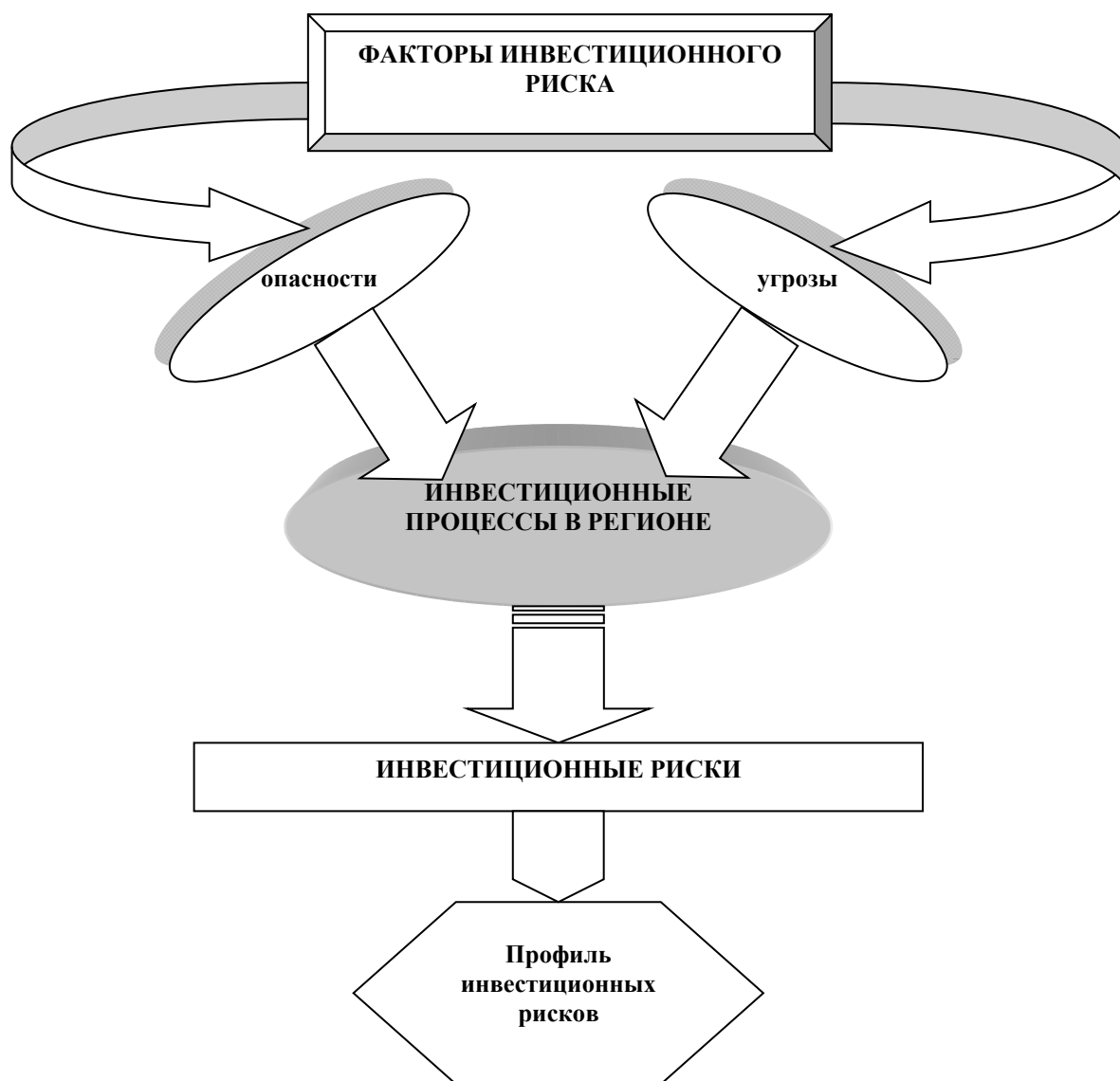


Рисунок 1.2.4- Формирование профиля инвестиционных рисков в регионе

В связи с тем, что угрозы и опасности часто не различаются по причинам возникновения, представляется возможным их обобщенная классификация, наглядно представленная на рис.1.2.5.

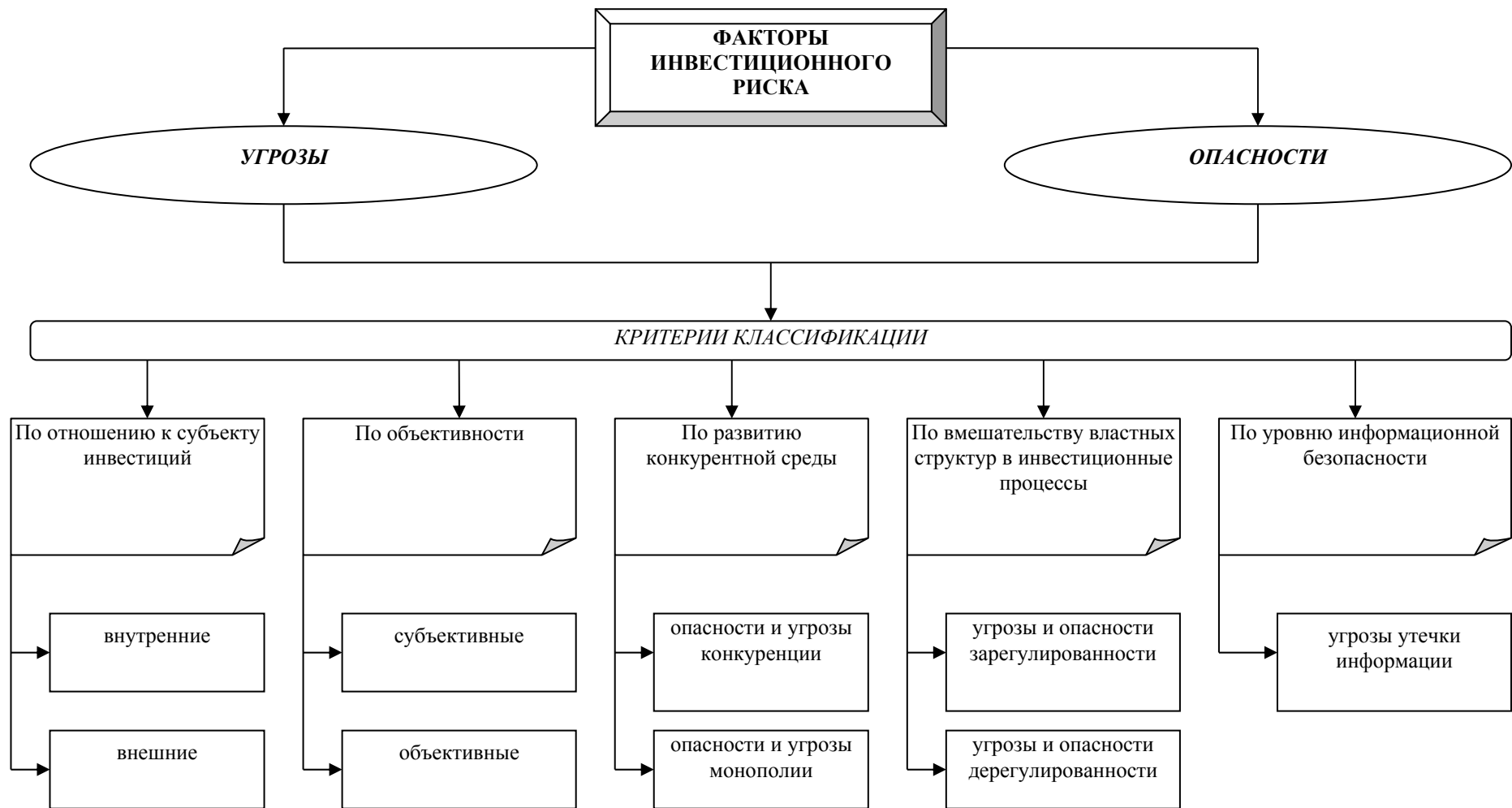


Рисунок - 1.2.5. Классификация факторов, формирующих профиль инвестиционных рисков в регионе

В соответствии с ней факторы делятся на виды по пяти основополагающим критериям. По отношению к субъекту инвестиций факторы делятся на: внешние; внутренние.

Внешними являются все, которые не относятся непосредственно к элементному составу и связям объекта риска, в соответствии с уровнем системного рассмотрения инвестиционных процессов. При исследовании региональной компоненты инвестиционных рисков к внутренним факторам относятся как существующие внутри предприятия – субъекта инвестиционной активности, так и внутри региона нацеленности инвестиций. К внешних в данном случае можно отнести все факторы макроуровня, в также имеющие инорегиональный и иностранный характер.

По объективности, то есть реальности существования и отношению субъекта инвестиционной деятельности факторы риска делятся на: субъективные; объективные.

Объективные существуют реально, их сила и направление действия не зависит от внутреннего восприятия субъекта управления инвестиционным риском. Субъективные, хотя по сути и носят также объективный характер, но в зависимости от личностных характеристик субъекта управления могут либо рассматриваться им как угрозы, либо нет.

Их влияние на формирование профиля рисков конкретного инвестиционного проекта либо их совокупности представляется весьма существенным, так как неучет субъективного фактора в инвестиционной деятельности может повлечь серьезные последствия, включая прямые убытки, в связи с тем, что принятие решений так или иначе осуществляется индивидами со сложившейся системой предпочтений, к том числе в отношении риска.

По уровню и состоянию развития конкурентной среды с общим виде угрозы и опасности инвестиционного риска можно разделить на:

- опасности и угрозы конкуренции;
- опасности и угрозы монополии.

В обоих случаях инвестиционная деятельность может сопрягаться с риском, порождаемым либо активностью конкурентов, либо действием антимонопольных государственных регуляторов. Очевидно, что другие уровни развития конкуренции также могут продуцировать специфические риски инвестиций, однако они не столь существенно выражены.

Также факторы возникновения инвестиционных рисков в региональной системе могут диверсифицироваться в зависимости от степени вмешательства властных структур в инвестиционные процессы территориального образования:

- угрозы и опасности зарегулированности, когда излишние регулирующие барьеры могут создавать дополнительные инвестиционные риски;
- угрозы и опасности дерегулированности, означающие слабость законодательной базы и практики исполнительных решений относительно инвестиционных процессов со стороны органов власти могут генерировать неопределенность и порождать риски инвестиционной деятельности.

Пятый критерий типологизации факторов инвестиционных рисков включает множество угроз и опасностей, связанных с возможностью утечки информации, важной для реализации инвестиционного проекта. При этом принимаются во внимание как угрозы информационной безопасности, так опасности утечки информации, не имеющей электронного воплощения, связанные с деятельностью и интересами людей. К ним относится как утечка

информации по небрежности, из-за отсутствия необходимых мер и системы безопасности, так и в случае корпоративного шпионажа. Все эти угрозы, по сути, не имеют экономической сущности, но так как они порождают экономические последствия, связанные с инвестиционным процессом, то считается целесообразным включить их в классификацию.

Однако угрозы и опасности, хотя и представляют важнейшие элемент системы генерации инвестиционных рисков, и существенно влияют на формирование их профиля, все же не дают представления обо всем спектре инвестиционных рисков, отличающемся многообразием как видов, так и критериев классификации. Общая классификация инвестиционных рисков представлена на рис. 1.2.6.

В контексте данного исследования, слово «риски» употребляется во множественном числе даже применительно к отдельным их видам, в связи с их многообразностью. Каждый вид риска, даже при весьма низком уровне агрегирования, всегда содержит множество компонентов, и имеет ряд модификаций, в том числе в зависимости от обстоятельств проявления. Поэтому оценка и управление риском всегда должны носить конкретизированный характер, адаптированный для объекта управления риском, объекта-носителя риска, особенностей инвестиционного проекта, инвестиционного климата региона в целом, а также специфических характеристик субъекта управления.

Однако это не означает принципиальной невозможности универсализации подходов к классификации, оценке и управлению инвестиционным риском – напротив, сложность объекта исследования обуславливает необходимость поиска единых методологических подходов к анализу и оценке.



Рисунок - 1.2.6 - Многокритериальная классификация инвестиционных рисков в регионе

Классификация инвестиционных рисков была проведена по восьми основным критериям. В первую очередь, инвестиционные риски делятся по отраслевой принадлежности инвестиционного проекта. В зависимости от цели и уровня агрегирования это могут быть как укрупненные отраслевые образования, такие как добывающая, перерабатывающая промышленность, так и более конкретные отрасли.

В зависимости от сферы экономической деятельности предприятия – инициатора инвестиционного проекта или их совокупности инвестиционные риски можно разделить на финансовые, производственные, торговые и так далее. Эта классификация, хотя и связана определенным образом с отраслевой, все же имеет другой смысл с точки зрения конкретизации угроз появления инвестиционных рисков.

По уровню возникновения, как и по уровню реализации инвестиционных проектов, инвестиционные риски можно разделить на микро-, мезо- и макрориски.

По обстоятельствам появления инвестиционные риски можно разделить на: сознательные; вынужденные.

Как правило, в соответствии с определением инвестиционного риска, он представляет собой сознательный акт подверженности определенным угрозам (реальным либо потенциальным). Однако существуют обстоятельства, при которых инвестиционные риски могут носить и вынужденный характер. Это может быть связано с уже заключенным и реализуемым инвестиционным проектом большой длительности, когда условия его реализации меняются настолько резко, что в его начале прогнозирование такого развития ситуации было невозможным, и, чтобы избежать существенных потерь, субъект риска вынужденно принимает решение о его

принятии. Также подобные ситуации могут появляться в случаях проявления коррупции, когда под угрозой неких потерь субъект риска принимает решение о подверженности рискам инвестиционным. Несмотря на относительную редкость подобных рисков и их особенный характер, они важны для системного понимания сущности инвестиционного риска, которых порождается комплексом разнородных факторов, причем даже аналогичные инвестиционные проекты, но реализуемые в разное время, или на разных территориях, будут обладать разными компонентами и уровнями инвестиционного риска.

По сфере их возникновения инвестиционные риски можно разделить, в наиболее общем виде, на: экономические; политические; прочие.

К экономическим относятся все риски, связанные непосредственно с экономической компонентой инвестиционной деятельности в регионе. К ним относятся все риски, классифицированные далее по критерию объекта возникновения. Политические риски связаны с изменением последствий инвестиционного проекта в связи с изменением положения в стране (например, смена государственного строя), с изменением законодательства (скажем, налогового), и так далее, то есть все внезапные прогнозируемые и непрогнозируемые изменения, относящиеся к политической системе государства. При этом часть из них, например, дефолт, хотя и относятся непосредственно к экономической сфере, все же связаны непосредственным образом с политическими решениями. К прочим можно отнести все риски инвестиционного проекта, связанные с техногенными и природными авариями и катастрофами.

По формам инвестиционные риски региона можно разделить на: материальные; финансовые; моральные; репутационные.

Их можно условные образом сгруппировать, отнеся к одной группе риски, имеющие конкретное физическое воплощение – материальные и финансовые; ко второй – не имеющие физического характера, но влекущие конкретные финансовые потери – моральные и репутационные. К материальным относятся потери ресурсов, основные и оборотных фондов. К финансовым – ущерб исключительно денежного содержания, или относящийся к другим видам финансовых активов. Репутационные риски, по сути, представляют собой часть моральных, однако представляется необходимым их отдельное рассмотрение, так как по уровню последствий они наиболее разрушительны, и встречаются чаще, чем другие виды моральных рисков, имеющих косвенное отношение к репутации субъекта риска.

Классификация инвестиционных рисков по масштабам является весьма важной и, одновременно, неоднозначной. Она связана с размерностью и, собственно, масштабом самого анализируемого инвестиционного проекта. Очевидно, что размер ущерба должен выражаться, в первую очередь, в процентах от суммы проекта, а не в абсолютном выражении, только тогда он будет объективно отражать уровень потерь для конкретного субъекта инвестиционной деятельности. Однако, деление масштабов на высокие, средние и низкие является в существенной мере условным, так как зависит от личностного восприятия конкретики риска его субъектом. Даже при одинаковых абсолютных характеристиках один индивид может расценить риск как низкий по масштабам, а другой – как высокий. Поэтому масштаб риска всегда должен расцениваться в неотъемлемой связи

с показателями инвестиционного проекта, и исключительно в общей системе рисков.

Классификация инвестиционных рисков по восьмому из выделенных критериев, а именно – по объекту возникновения, как было отмечено, представляет собой расширение класса экономических рисков, и конкретизирует их содержание в составе каждого инвестиционного проекта в региональной системе. На рисунке 1.2.6 представлено только два типа таких рисков, их расширенная типология представлена на рисунке 1.2.7.

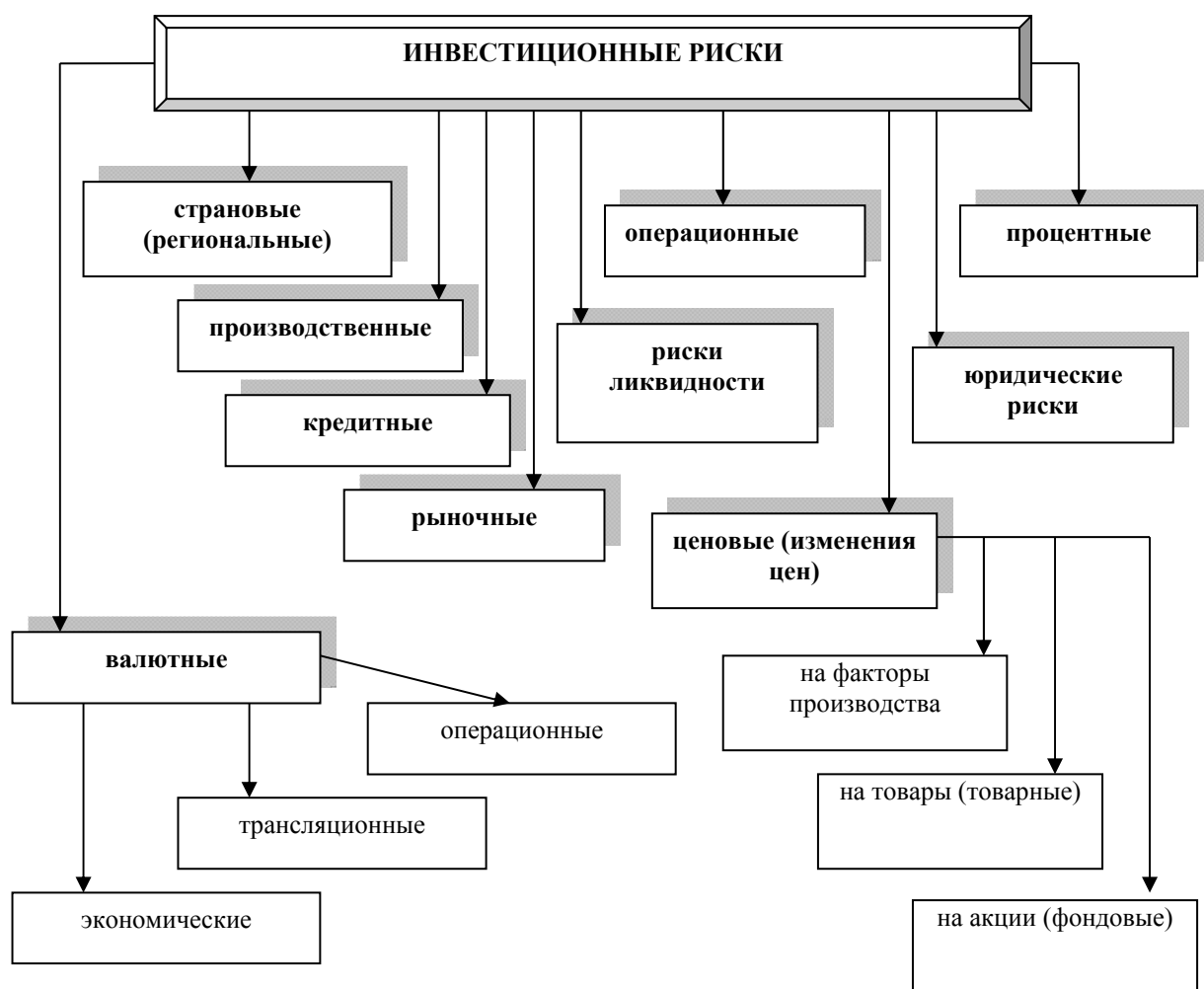


Рисунок 1.2.7 - Классификация региональных инвестиционных рисков по объекту возникновения

С указанной точки зрения инвестиционные риски можно разделить на: валютные; страновые либо региональные; производственные; кредитные; рыночные; операционные; риски ликвидности; ценовые; процентные; юридические. Следует отметить, что хотя данная классификация не претендует на то, чтобы называться исчерпывающей, однако охватывает все основные сферы возникновения инвестиционных рисков регионального уровня.

Валютные риски возникают при вовлечении в инвестиционный процесс валютных активов и заключаются в падении либо росте курса валюты, который приводит к потерям при реализации инвестиционного проекта. При этом валютные риски делятся на:

- операционные, которые могут возникнуть при осуществлении конкретной конверсионной операции в рамках инвестиционного проекта;

- трансляционные, проявляющиеся, прежде всего, в инвестиционной деятельности крупных корпораций, особенно транснациональных, при составлении консолидированной отчетности, особенно при наличии зарубежных активов;

- экономические, определяемые, как правило, как возможность неблагоприятного воздействия изменений валютного курса на экономическое положение компании, ведущей инвестиционную деятельность.

Отметим, что входящие в валютные риски операционные и экономические не тождественны обособленным в отдельные виды, хотя и с одноименным названием.

Страновой инвестиционный риск определяется сложившимся на конкретной территории инвестиционным климатом, и

совокупностью экономических и политических факторов, формирующих профиль риска инвестиций в экономику данной страны. Аналогичным образом определяется риск региональный, на соответствующем уровне детализации.

Производственные риски возникают у инвестиционных процессов, связанных с процессами производства продукции, и включают в себя все, что может привести к срыву, нарушению сроков производственной деятельности, либо снижению качества выпускаемой продукции и возникновению брака.

Кредитные риски представляю собой одни из наиболее важных в инвестиционной деятельности, так как часто инвестиции связаны с привлечением финансовых средств в виде кредитов. К ним, со стороны субъекта инвестиций, относятся изменения условий кредитных договоров, нарушения сроков получения очередных траншей, изменение залоговых условий и так далее. К кредитному риску со стороны заемщика принадлежит также и процентный риск, заключающийся в изменении ставок по кредиту, однако часто выделяемый в качестве самостоятельного, так как имеет особое значение и связь с рядом макро- и мезопоказателей, таких как ставка рефинансирования Центробанка и уровень инфляции. Со стороны кредитора риски заключаются в невозврате части или всей суммы финансовых средств, выданной финансовой организацией на условиях кредита.

К рыночным рискам относят возможные потери в конце срока реализации инвестиционного проекта, связанные с изменением рыночной конъюнктуры, и, соответственно с изменением спроса на товар, производство которого было целью инвестиционного проекта. Аналогичная интерпретация характерна для оказания услуг, других вариантов инвестиций, включая финансовые. Кроме

того, к рыночным рискам иногда относят и риски изменения цен, или ценовые риски. Однако, в силу сложности данного вида, их представляется целесообразным рассматривать отдельно. Ценовые риски в процессе и по окончании реализации инвестиционного проекта заключаются в возможности потерь при изменении цен на:

- факторы производства, задействованные в реализации инвестиционного проекта;
- на товары, называемые иногда товарными рисками, и связанными с падением цен на производимые товары в результате изменения рыночной конъюнктуры;
- на акции, или фондовые риски, проявляющиеся при финансовых инвестициях на фондовом рынке.

Риски ликвидности в инвестиционном процессе также представляют серьезную угрозу, и должны учитываться при планировании и управлении. Они заключаются в нехватке денежных средств для покрытия нужд инвестиционного проекта в обусловленные сроки, и которые могут повлечь штрафы и пени из-за нарушения условий оплаты по контрактам.

Операционные риски возникают из-за опасностей тактической (оперативной) деятельности по реализации инвестиционного проекта, ошибками работников субъекта управления, а также кратковременными сбоями в работе оборудования.

Юридические риски представляют собой возможные потери в результате инвестиционного процесса, по причине ошибок либо несоответствия во внутренних документах, а также в контрактах с контрагентами. Иногда юридические риски рассматриваются как часть политических рисков.

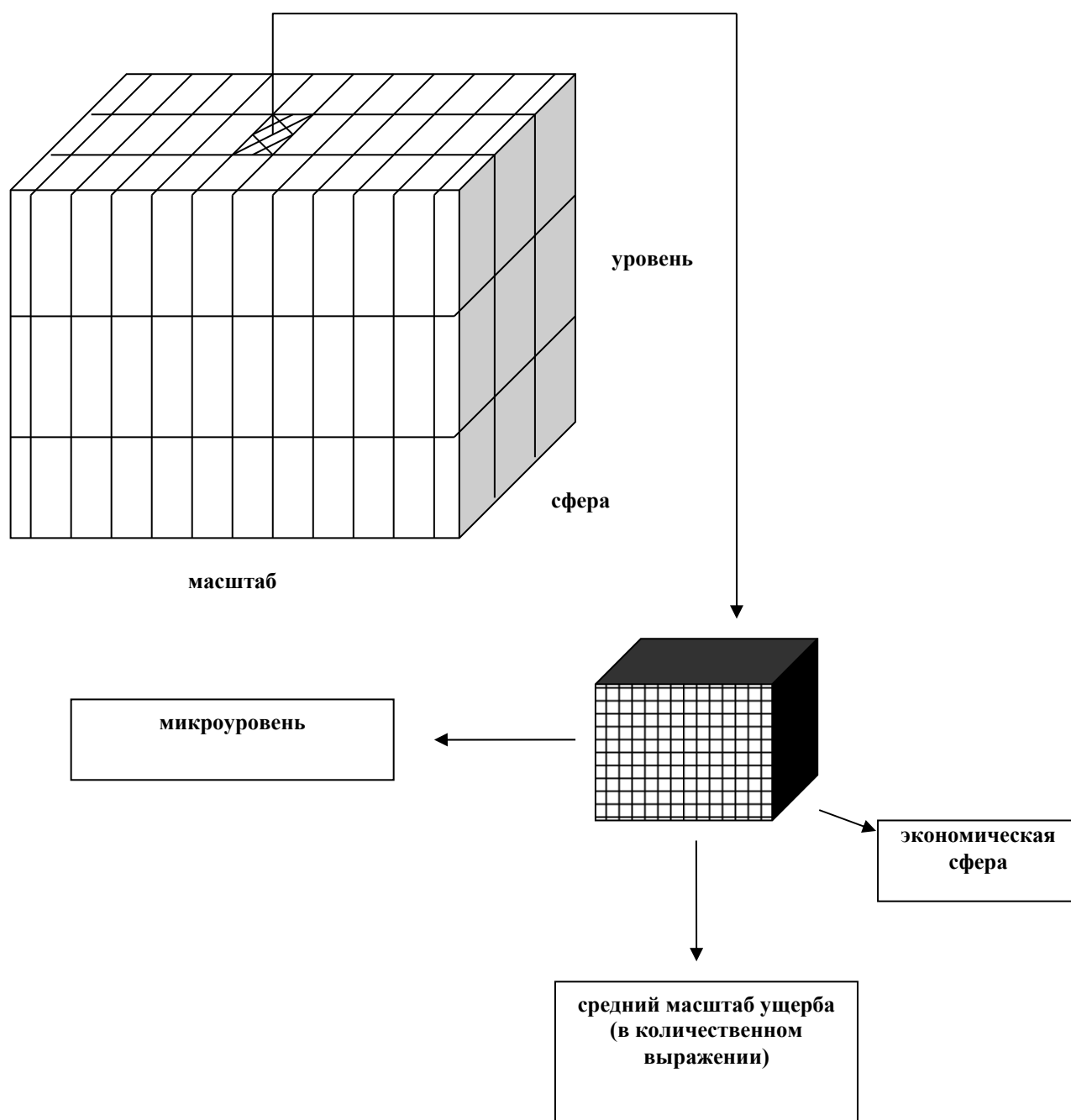


Рисунок 1.2.8 - Трехмерное изображение части гиперкуба классификации инвестиционных рисков

Как было отмечено выше, приведенная здесь классификация региональных инвестиционных рисков, несомненно, не является исчерпывающей, но включает большую часть возможных видов рисков и их причин, порождающих неопределенность результата

инвестиционного процесса и формирующих профиль риска конкретного проекта. При этом важно отметить, что все критерии классификации и все виды риска могут действовать одновременно в одном и том же проекте, в связи с чем рисковые характеристики как целевые параметры объекта управления риском будут иметь многомерный вид. То есть инвестиционный риск необходимо рассматривать одновременно с разных сторон, и в этом случае он будет представлять собой часть гиперкуба классификации инвестиционных рисков, размерность которого соответствует числу критериев. Трехмерное изображение части гиперкуба, как максимально возможное для графической интерпретации, представлено на рис. 1.2.8.

Представление профиля инвестиционных рисков в виде гиперкуба в многомерном пространстве, как отображения их классификации по ряду критериев, имеет важный прикладной характер с точки зрения построения системы параметров оценки уровня риска, которая также должна иметь многомерное выражение для обеспечения более точных значений, для удобства работы с ними, для поддержки принятия решений по управлению инвестиционным риском.

Таким образом, построение типологии факторов инвестиционного риска и собственно инвестиционных рисков уточняет понимание сложного явления инвестиционного риска и создает соответствующую базовую платформу для формирования и реализации основных подходов по управлению ими на региональном уровне посредством конструирования альтернативных и отбора наиболее эффективных решений, определяющих направления, формы и масштабы управленческих воздействий.

Тема 1.3. Принципы и процессное представление управления инвестиционными рисками в регионе

В настоящее время риск в экономической деятельности можно рассматривать как вполне объективное явление, присущее всем объектам, так или иначе вовлеченным в процессы создания новой стоимости и приращения вложенного капитала, достигающуюся активной инвестиционной деятельностью, что обеспечивает насущную необходимость выработки и реализации комплекса мер, позволяющих снизить либо сам уровень риска, либо минимизировать его негативные последствия. Это приводит к потребности инкапсуляции подсистемы управления инвестиционным риском в систему управления региональной экономикой в целом, на всех уровнях регионального представления субъектов финансово-хозяйственной деятельности.

Таким образом, в процессе трансформации подходов к управлению объектами экономической природы любых масштабов - от малых предприятий до крупных корпоративных образований и регионов, управление инвестиционными рисками и рисками произвольной природы органично вплетается в формирующуюся и функционирующую парадигму менеджмента, в которой подсистема риск-менеджмента рассматривается как неотъемлемая составляющая управления стоимостью, капитализацией и инвестиционной привлекательностью экономической системы. Сегодня все более понятным становится, что управление инвестиционными рисками предполагает в первую очередь ответственность на всех уровнях принятия решений.

Мировая практика эффективного управления инвестиционной деятельностью, в которое интегрирована концепция управления

рисками, наиболее ярко демонстрирует тесную корреляцию этих процессов в системах корпоративного менеджмента. Типичная и достаточно распространенная на Западе модель управления рисками в корпорации предусматривает координированное руководство на всех уровнях организации. Это, прежде всего, совет директоров, исполнительный комитет (executive committee), ведущие менеджеры бизнес-единиц (business unit general managers), функциональные эксперты и специалисты (functional experts and specialists), а также линейные менеджеры, так называемые ключевые наблюдатели и офис, (key supervisors and staff). За оформление риск-политики и риск-стратегии в организации отвечает корпоративная группа управления рисками.

Ведущие менеджеры бизнес-единиц осуществляют управление рисками на своих предприятиях. Их главная задача – сформировать в организации культуру понимания рисков. Это означает, что каждый служащий несет ответственность за свой деловой риск. При этом должны быть определены обязанности по управлению рисками и критерии качества работы, чтобы сосредоточить среднее звено руководства и функциональных специалистов на целях и стратегиях управления рисками. Именно таким образом менеджмент отвечает за внедрение политики и стратегии группового участия в управлении рисками. Корпоративная команда управления рисками призвана обеспечить консультирование, обучение, руководство, разработать инструментарий и методики, чтобы помочь менеджерам бизнес-единиц. При необходимости могут быть привлечены внешние эксперты.

Подобные методики риск-менеджмента начинают практиковаться и в крупных российских корпорациях, в основном

ориентированных на западные бизнес-модели. Однако отечественной практики в данной сфере не хватает в связи со слаборазвитой пока инфраструктурой и информационной базой для систематического управления рисками, а также по причине зачастую недостаточного уровня подготовки кадров и необходимостью учета страновой и региональной специфики. Кроме того, несмотря на существенные достижения, достигнутые в ряду крупнейших мировых корпораций по разработке и внедрению целостной системы управления рисками, в настоящее время не существует единого методологического подхода, обеспечивающего однозначность понимания как сущности риска, так и эффективного управления им на всех уровнях иерархии экономической системы. В том числе отсутствует подсистема управления инвестиционными рисками как особым видом, затрагивающим многие процессы внутри организации. В связи с этим необходимо исследовать подходы к управлению инвестиционным риском и изучить их отличия от управления иными экономическими объектами.

Управление инвестиционным риском можно рассматривать с двух сторон: с позиций объекта управления, и с точки зрения характеристик субъекта управления. Помимо этого, специфика управления инвестиционным риском заключается в том, что, с одной стороны, инвестиционный риск можно рассматривать как объект управления (исходя из понятия «управление инвестиционным риском»), с другой – инвестиционный риск представляет собой неотъемлемую часть некоторой экономической системы. Кроме этого, параметры инвестиционного риска сами по себе являются целевыми при осуществлении процесса управления инвестиционным риском. Основные характерные особенности управления инвестиционным риском представлены на рис. 1.3.1.

Специфика инвестиционного риска со стороны субъекта управления заключается в зависимости стратегии и тактики риск-менеджмента от склонности к риску лица, принимающего решения (ЛПР) относительно инвестиционного риска. Иными словами, одни и те же параметры риска могут по-разному восприниматься и трактоваться различными субъектами управления и, соответственно, провоцировать или инициировать существенно отличающиеся действия по управлению объектом инвестиционного риска (предприятием, корпорацией, регионом).

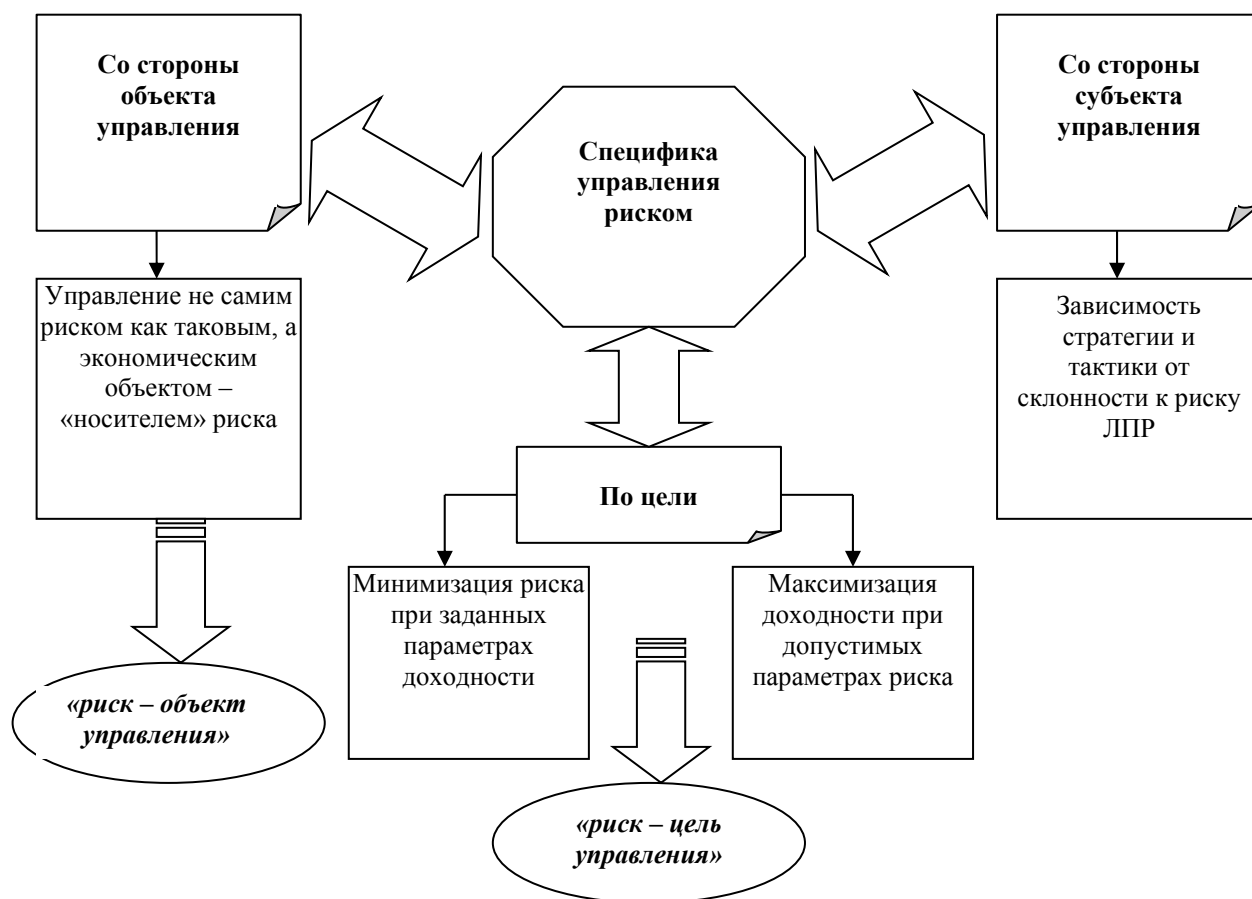


Рисунок 1.3.1 - Особенности управления риском: субъектно-объектный подход

При рассмотрении специфики управления инвестиционным риском со стороны объекта управления в качестве основной характерной особенности можно выделить его опосредованный характер, связанный с тем, что несмотря на объективность существования инвестиционного риска, он не является объектом материальной, информационной или иной природы, к которому применим некоторый вариант существования в физическом воплощении. Информация, являясь по сути нематериальным объектом, может иметь материальное выражение в какой-либо форме записи, от древнейших, традиционных (письменность, запись цифр) до новейших компьютеризированных технологий. Большинство мер информации, особенно простейших, основывается как раз на записи информации. Инвестиционный риск, хотя и является измеримым и объективно существующим, не имеет материального воплощения. Им обладает только ущерб, в случае, если произошло «осуществление» инвестиционного риска в его негативном понимании: финансовые потери, физический, материальный ущерб и так далее. Таким образом, инвестиционный риск представляет собой не некоторый объект материальной природы, а является реально существующим, измеримым свойством материального объекта.

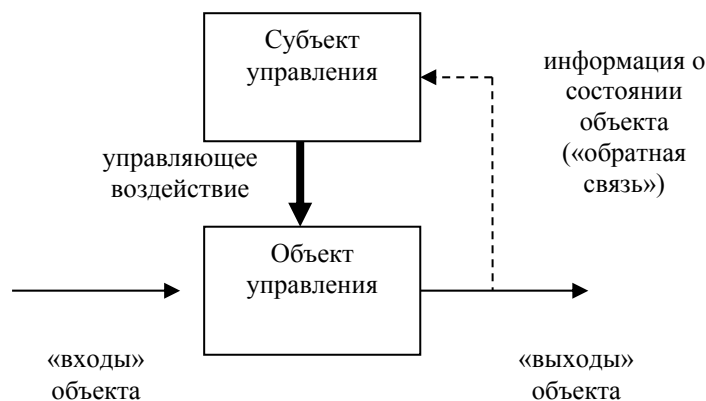
Одному объекту инвестиционного риска могут быть присущи одновременно несколько источников риска, что должно учитываться при управлении. Таким образом, инвестиционный риск как объект управления является сложным, во-первых, с точки зрения составляющих его возникновения, а во-вторых, с позиции непосредственного осуществления управляющего воздействия. Это связано с тем, что процесс управления инвестиционным риском носит опосредованный характер, то есть отсутствует возможность

непосредственного воздействия на инвестиционный риск как объект. Воздействие приходится на финансовый актив, инвестиционный портфель и так далее. То есть, фактически, с целью минимизации инвестиционного риска осуществляется управление объектом (носителем) инвестиционного риска. Можно сказать, что производится управление не самим инвестиционным риском как объектом, а инструментом осуществления финансовых операций, исход которых носит вероятностный характер, с целью минимизации данных рисков. Это является важной специфической чертой инвестиционного риска как объекта управления.

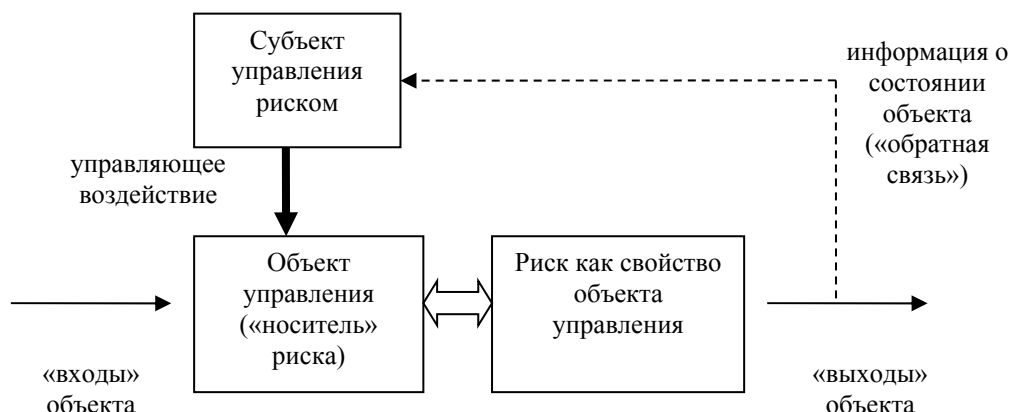
Таким образом, при осуществлении «традиционного» управления любой экономической системой управляющее воздействие приходится непосредственно на объект управления, а при управлении инвестиционным риском воздействие производится на экономическую систему, чаще всего – конкретную подсистему, «порождающую» данный риск, с целью воздействия на риск. Так как риск является свойством экономического объекта, изменяющим его характеристики, то управление инвестиционным риском представляет собой воздействие на экономический объект с целью изменения тех его параметров, которые непосредственным образом связаны с инвестиционным риском и влияют, соответственно, на его оценки. Сравнение общей схемы управления на основе обратной связи в «традиционном» случае и в случае управления инвестиционным риском представлены на рис. 1.3.2.

Все вышесказанное позволяет говорить об «объектном» подходе к управлению инвестиционным риском как непосредственной составляющей общей концепции управления. При этом управление инвестиционным риском наследует все черты, присущие управлению экономическими системами в целом,

и приобретает новые черты, обусловленные спецификой инвестиционного риска как объекта управления, проявляющейся в ее опосредованности экономическим объектом, имеющим «физическое» выражение.



«Традиционное» управление на основе обратной связи



«Опосредованное объектом» управление инвестиционным риском на основе обратной связи

Рисунок 1.3.2 - Отличие схемы управления инвестиционным риском от «традиционной» при «объектном» подходе к управлению инвестиционным риском

Общая схема осуществления процесса управления инвестиционным риском изображена на рис. 1.3.3.

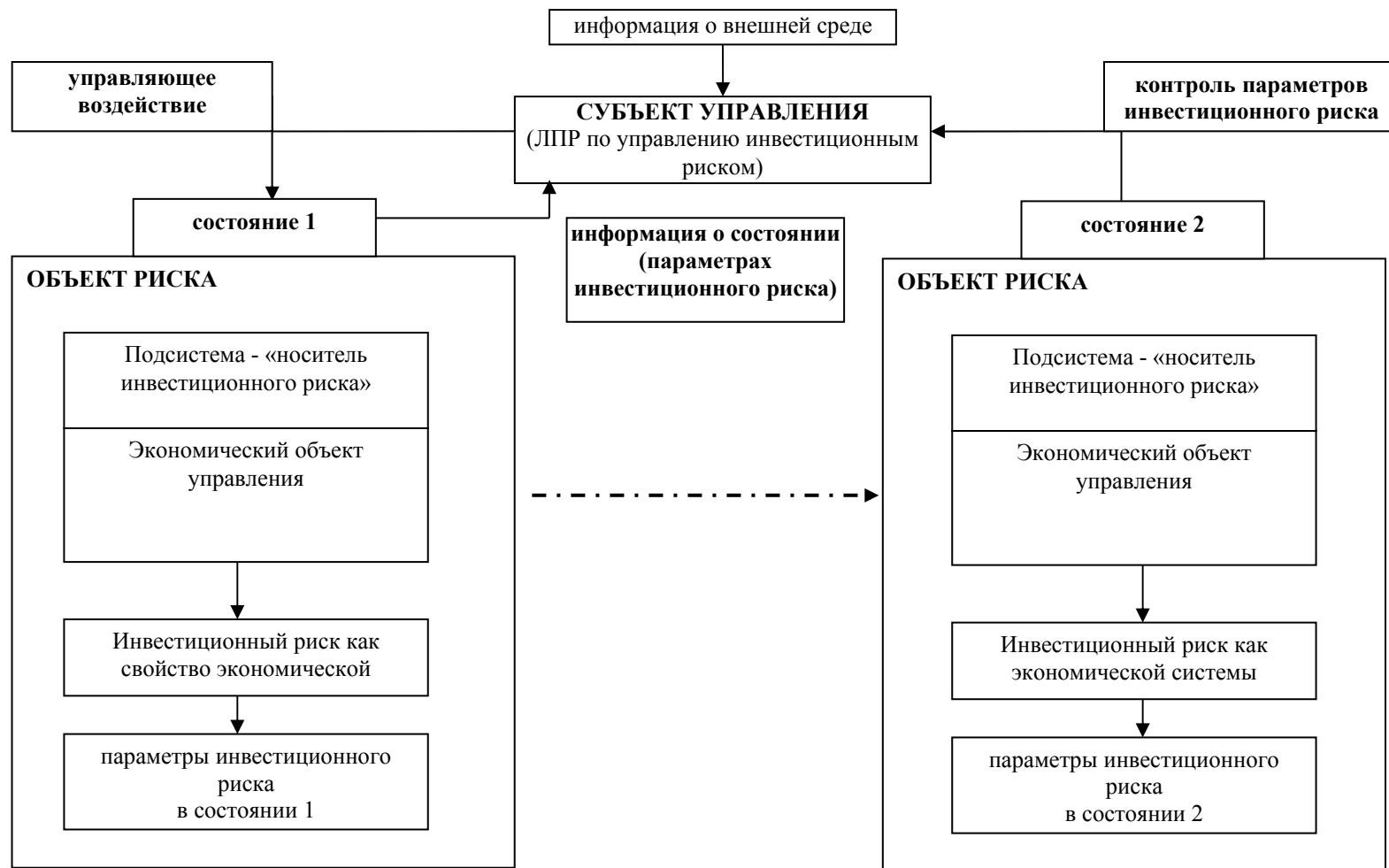


Рисунок 1.3.3 - Схема процесса управления инвестиционным риском

Субъект управления получает информацию о внешней среде, воздействующей на объект управления (при этом принимается во внимание только информация, которая прямо или косвенно влияет на изменение уровня инвестиционного риска, либо других характеристик «носителя» инвестиционного риска, формирующих его качественные или количественные параметры или изменяющих опасности или угрозы для объекта управления как экономического объекта), а также информацию о параметрах инвестиционного риска, присущих в текущий момент времени экономическому объекту, либо более точно – его подсистеме, непосредственно «порождающей» риск. На основании этой информации субъектом управления происходит выработка управляющего воздействия, физическая реализация которого направлена на экономический объект, однако целью является изменение характеристик инвестиционного риска, присущего объекту, что, соответственно, должно иметь следствием изменение параметров инвестиционного риска. При этом управляющее воздействие, являясь целенаправленным, переводит объект управления (экономическую систему) из состояния 1 в состояние 2, что изменяет параметры инвестиционного риска данного объекта, то есть осуществляется опосредованное управление собственно инвестиционным риском.

В данном контексте следует отметить, что в общем случае другие характеристики объекта управления как экономической системы могут не измениться, хотя на практике такая ситуация может представлять собой только частный случай для специфического объекта управления, для которого по определенным причинам рисковые характеристики либо являются основными, либо слабо связанными с другими свойствами элементов. Как правило, так как инвестиционный риск

представляет собой в первую очередь специфическое свойство системы, в том числе экономической природы, его параметры по своей сути производны от других, имеющих некоторое «материальное» воплощение, и, следовательно, переход системы из состояния 1 в состояние 2 будет затрагивать многие ее характеристики.

Таким образом, управление инвестиционным риском является более комплексным, представляя собой, с одной стороны, часть общего управления экономическим объектом, а с другой – в определенных случаях управление инвестиционным риском находится на более высоком уровне, для которого общее управление будет в некоторой степени подчиненным. Это может происходить, когда воздействие на параметры инвестиционного риска является основной целью всего управления в организации.

При этом, хотя с точки зрения основных свойств элементов, внутренняя структура объекта управления также аналогична «традиционной», ему присущи некоторые особенности, определяемые спецификой инвестиционного риска одновременно как объекта управления и как свойства экономического объекта.

Структура инвестиционного риска как объекта управления представлена на рис. 1.3.4. На экономический объект воздействуют источники инвестиционного риска, как внешние по отношению к объекту, так и внутренние. Их влияние порождает присущий экономическому объекту инвестиционный риск, как характерное свойство.

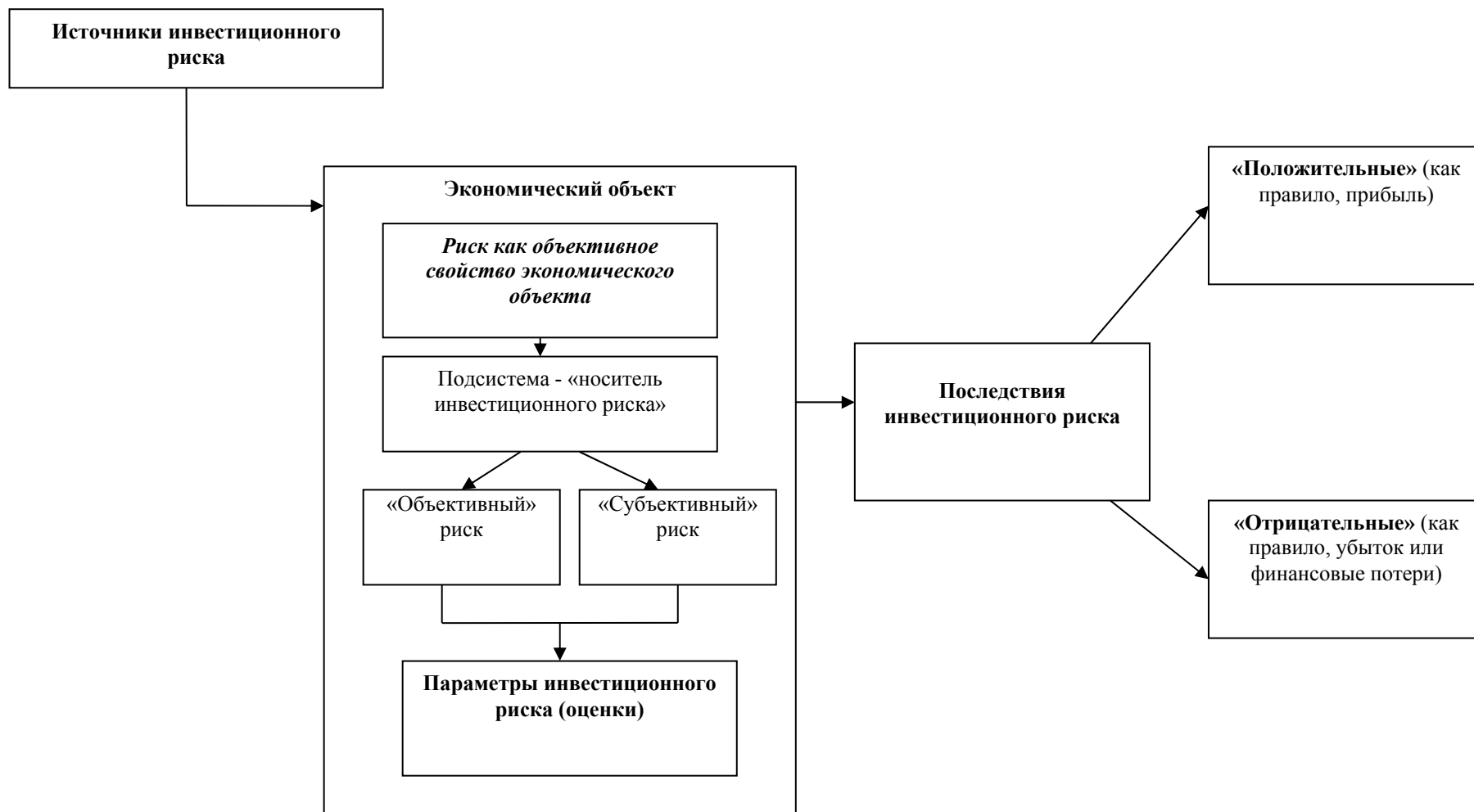


Рисунок 1.3.4 - Структура объекта управления инвестиционным риском

При этом, как указывалось ранее, инвестиционный риск может возникать как в целом в экономической системе, так и в отдельных ее подсистемах. Предположим, для простоты, что такая подсистема одна – подсистема-«носитель» инвестиционного риска. При этом весь инвестиционный риск можно разделить, в общем виде, на две большие группы – объективный и субъективный. Объективный существует реально, может быть оценен с помощью различных мер инвестиционного риска и, соответственно, представляет собой неотъемлемую часть объекта управления. Субъективный инвестиционный риск может рассматриваться с двух сторон – как субъективное восприятие объективно существующего уровня инвестиционного риска, с одной стороны, и как инвестиционный риск, который не относится к объективной реальности, но представляется таковым лицу, принимающему решение, - с другой.

Для измерения уровня инвестиционного риска применяется система показателей, отражающих его основные параметры. В случае, если экономический объект находится в ситуации риска, и принимаются решения по управлению им, то рискованная ситуация может иметь разные последствия, которые в общем можно рассматривать как положительные, то есть прибыль (если измерение производится с финансовой точки зрения), и отрицательные – убытки.

Отметим, что в общем случае последствий реализации рискованной ситуации может быть существенно больше, кроме того, сама ситуация в процессе жизнедеятельности экономического объекта может изменяться, в том числе с точки зрения наличия инвестиционного риска и его уровня. Однако в общем случае для единичной ситуации вполне возможно рассмотрение ситуации

инвестиционного риска с вероятными положительными или отрицательными для субъекта риска последствиями. При этом в ряде случаев характер последствий носит субъективный характер, то есть зависит от восприятия ситуации и результата субъектом инвестиционного риска, то есть различными субъектами принятия решений последствия могут восприниматься позитивно или негативно не по объективным причинам, а по личному отношению.

Субъект инвестиционного риска, или управляющая часть системы управления, осуществляет управление инвестиционным риском на основании информации о риске, то есть основываясь на данных об объекте управления, включающих как различные оценки инвестиционного риска, так и качественное описание сложившейся ситуации, также несущее необходимые для принятия решения данные. Процесс осуществления управляющего воздействия на инвестиционный риск схематично изображен на рис. 1.3.5.

Как видно из рисунка 1.3.5, управление инвестиционным риском представляет собой управление на основе обратной связи, так как в каждом цикле итерационного процесса управления информация об объекте инвестиционного риска поступает субъекту управления, который вырабатывает и реализует управляющее воздействие. После этого обязательной является также оценка изменений, произошедших в характеристиках инвестиционного риска объекта, а также передача этой информации субъекту управления для обеспечения возможности корректировки параметров и реализации нового, уточняющего и поддерживающего управляющего воздействия.

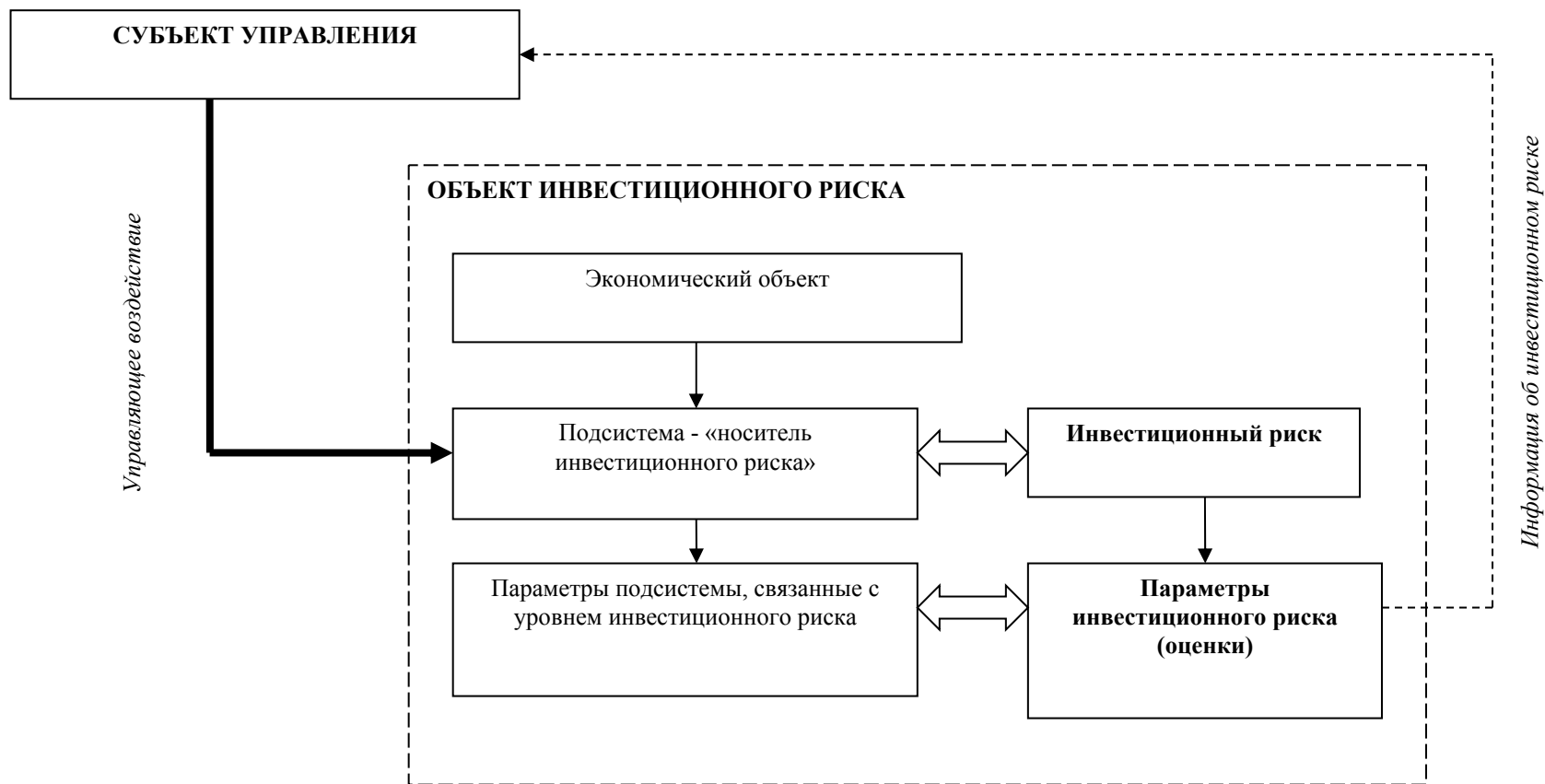


Рисунок 1.3.5 - Процесс осуществления управляющего воздействия на инвестиционный риск

Из-за сложности объекта управления инвестиционным риском, его физической и концептуальной отделенности от непосредственного реального экономического объекта (предприятия, корпорации, территориально-локализованной экономической системы мезоуровня), процесс реализации управляющего воздействия внутри объекта управления также имеет усложненный характер, причем степень усложнения указанного воздействия естественным образом является пропорциональной степени структурированности экономической системы, «производящей» инвестиционный риск.

При этом следует отметить, что управляющее воздействие приходится на часть экономического объекта, ту его подсистему, которая является непосредственным «носителем риска». При этом, как часть любой сложной системы, параметры его риска относятся только к одному аспекту его рассмотрения. Несмотря на это, риск, как присущее экономическому объекту свойство, может аккумулироваться в разных элементах системы. Особенно это касается инвестиционного процесса, затрагивающего многие элементы и подсистемы хозяйствующего субъекта любого уровня, в том числе регионального. При планировании и реализации инвестиционного процесса активизируются не только финансовые ресурсы, но и кадровые, управленческие, организационные и прочие (рис.1.3.6). Это порождает необходимость как комплексной оценки характеристик инвестиционного риска со стороны каждой из ресурсных составляющих, так и системное воздействие на них при управлении.

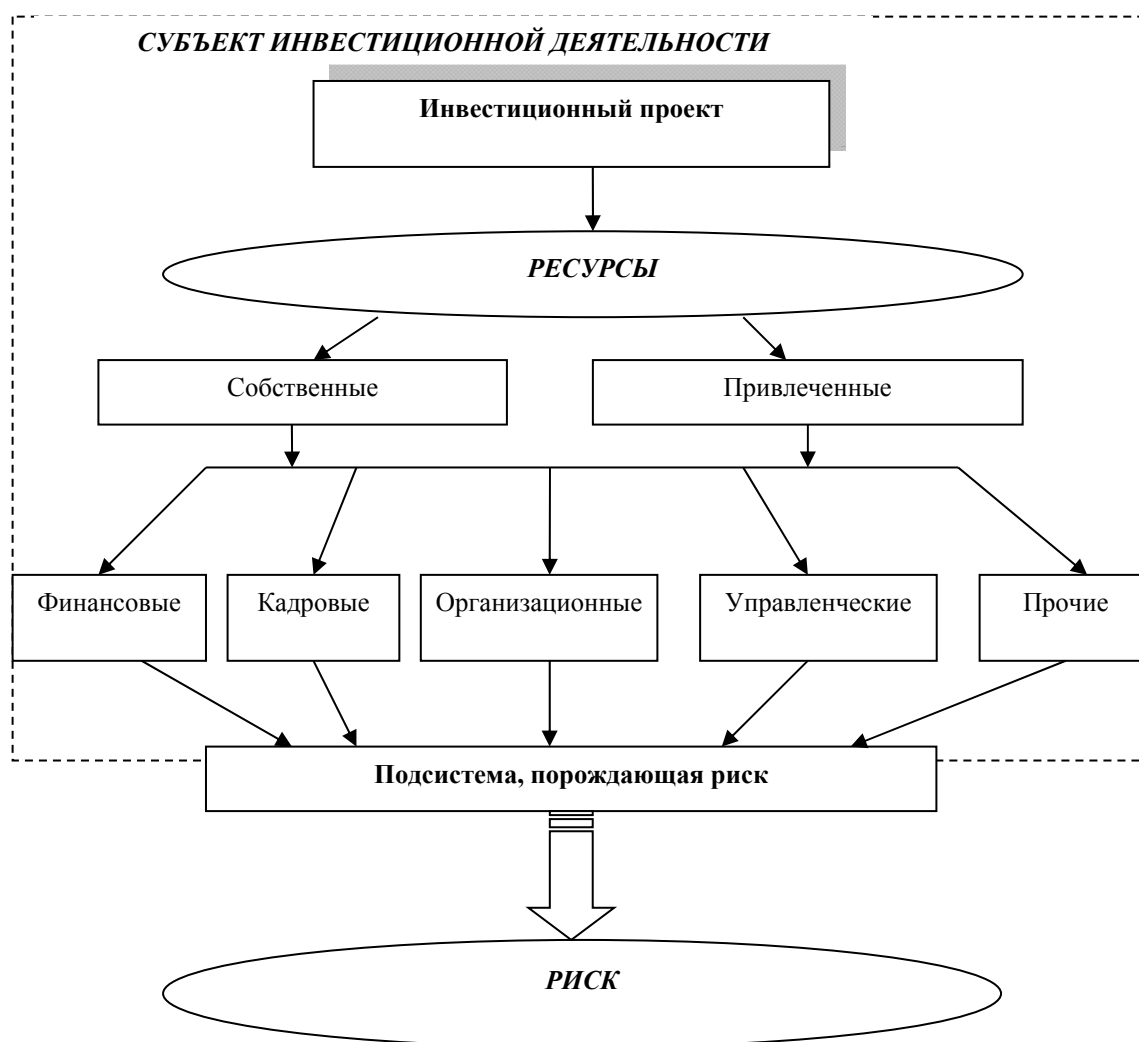


Рисунок 1.3.6 - Задействование инвестиционных ресурсов в генерации риска

Можно заключить, что подсистема – носитель инвестиционного риска состоит из элементов, задействованных в инвестиционном процессе и относящихся к экономическому объекту. При этом они, как правило, выполняют и другие функции, кроме инвестиционных, что является проявлением особенности инвестиционного риска как свойства, а также специфики инвестиционной активности. Совокупность параметров элементов подсистемы – носителя инвестиционного риска - формирует риск, являющийся одновременно и объектом управления, и свойством

системы, и неотъемлемой составляющей сущности инвестиций. Оценки параметров подсистемы в целом инкапсулируют оценки параметров инвестиционного риска. В то же время оценки характеристик инвестиционного риска могут рассматриваться самостоятельно, не только как часть общих параметров инвестиционного проекта в широком смысле, представляющего собой носитель инвестиционного риска, но и отдельно – как информационная база общей системы риск-менеджмента организации. Существенную нагрузку в оценивании параметров инвестиционного риска исполняет роль, присущая предприятию в инвестиционном процессе - инвестора, либо привлекающего инвестиционные ресурсы.

Важнейшим свойством подсистемы – носителя инвестиционного риска - является создание, как у любой системы, синергетического эффекта, означающего несводимость свойств системы к сумме свойств составляющих ее элементов. Для подсистемы, порождающей инвестиционный риск, данное свойство проявляется в увеличении либо уменьшении уровня риска системы в целом по сравнению с риском отдельных ресурсных составляющих.

На более высоком уровне агрегирования, региональном, при рассмотрении инвестиционного риска синергетический эффект приобретает более выраженный характер. На отдельном предприятии инвестиционный риск складывается под воздействием внешней среды, основываясь на внутренних характеристиках отдельных элементов ресурсного обеспечения. На мезоуровне, помимо ресурсных свойств и инвестиционного потенциала предприятий, в подсистему – носитель инвестиционного риска - включаются риски инвестиционных проектов, как

внутриорганизационных, так и межорганизационных. В частности, большинство проектов реальных инвестиций предполагают привлечение финансовых ресурсов. Для предприятия, реализующего проект, риски будут заключаться, в том числе, в росте процентной ставки за кредит, изменении экономической конъюнктуры, которая повлечет ужесточение условий возврата кредита. Для банка-кредитора риски возникают по поводу возможного невозврата кредита, либо просрочки платежей. В обоих случаях риски диалектически связаны между собой единым инвестиционным проектом, однако имеют каждый свое воплощение, измерители и масштабы последствий.

Когда исследование инвестиционных рисков выводится на региональный уровень, система наследует риски отдельных предприятий, но синергетические свойства могут как способствовать росту этих рисков, так и снижать, а в некоторых случаях даже нивелировать их. Это определяется целым спектром региональных детерминант, о которых речь шла ранее, в частности, институциональной инфраструктурой инвестиционной деятельности, включая действующую в регионе нормативно-законодательную базу, программы поддержки инвестиционной активности. Поэтому исследование региона как мезообъекта инвестиционных рисков особенно актуально, в том числе в условиях роста межрегиональной экономической дифференциации.

Другая важная особенность управления инвестиционным риском экономической системы заключается в специфике целеполагания. Как известно, управление всегда представляет собой целенаправленный процесс, то есть осуществляется для того, чтобы объект управления перешел в некоторое другое (отличное от существующего), целевое состояние. При управлении

инвестиционными рисками цели, как правило, подчинены общим целям инвестиционной деятельности (рис. 1.3.7). То есть, любой инвестиционный проект реализуется для максимизации прибыли, выхода на новые рынки, и так далее. Наличие риска снижает вероятность достижения глобальной инвестиционной цели, поэтому возникает подчиненная цель – снизить риск, или, как минимум, уменьшить потери, сопряженные с инвестиционным проектом (проектами).

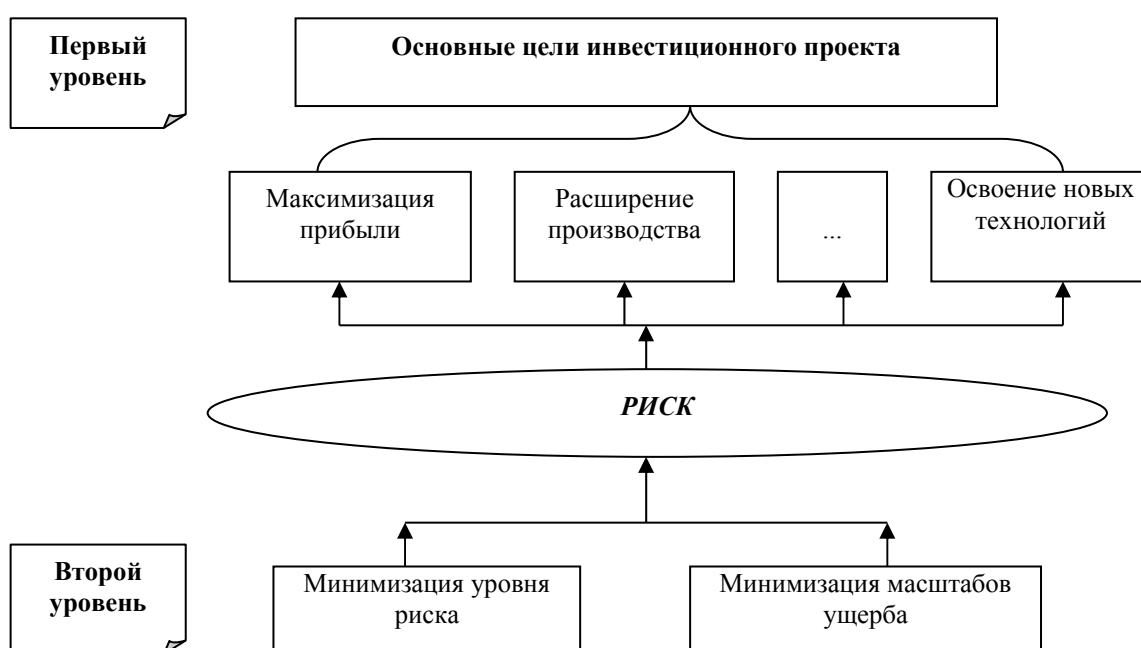


Рисунок 1.3.7 - Иерархия целей при управлении инвестиционным риском

При этом немаловажно учитывать субъективный подход к управлению инвестиционным риском. Одни и те же цели риска, то есть его уровни, могут по-разному восприниматься разными лицами, принимающими решения (ЛПР), и, соответственно, повлекут разные подходы к управлению и различные решения. Это зависит от склонности к риску ЛПР, относящейся к личностным характеристикам субъекта и определяющей в каждой конкретной

ситуации риска, как поведет себя ЛПР – примет риск, либо предпочтет не входить в рисковую ситуацию. По отношению к риску выделяют три типа личностей:

- не терпящие риск (не склонные к риску);
- нейтральные к риску (безразличные к риску);
- предпочитающие риск (склонные к риску).

В соответствии со склонностью к риску определяется доминирующая стратегия поведения субъекта управления риском. Не склонные к риску обычно придерживаются осторожной стратегии поведения, которая часто встречается при принятии решений в связанных с риском ситуациях, относящихся к обыденной, повседневной жизни. Это связано с тем, что при решении вопросов, касающихся личной безопасности, безопасности семьи, включая экономическую компоненту, люди более склонны к консервативному поведению. Безразличные к риску субъекты реализуют, как правило, нейтральную стратегию, которая признается оптимальной для бизнес-решений, так как в определенной степени позволяет исключить субъективность при принятии решения. Кроме того, большинство формальных критериев поддержки принятия решений относительно риска основываются именно на нейтральной стратегии. Третья стратегия, соответствующая поведению склонного к риску субъекта, называется азартной. Такой тип принятия решений часто встречается среди предпринимателей, однако более склонные к риску ЛПР чаще подвергаются убыткам.

В качестве критерия деления типов личности ЛПР в отношении риска выступает, как правило, размер вознаграждения за риск. Для того чтобы не склонный к риску субъект принял

рискованное решение, ему необходима большая компенсация, нежели склонному к риску (азартному).

С точки зрения управления инвестиционными рисками, тип личности ЛПР имеет большое значение. Его можно рассматривать с двух сторон – при гипотетической реализации одного и того же инвестиционного проекта разными по склонности к риску ЛПР и при выборе одним ЛПР инвестиционного проекта из предложенных, с разными характеристиками риска. Вторая ситуация достаточно прозрачна – более склонный к риску ЛПР выберет проект с большей ожидаемой прибылью даже при более высоком уровне риска, и наоборот. При этом проекты с относительно более высокими параметрами риска и низкой доходностью будут исключаться из рассмотрения субъектами с любым типом склонности к риску. Естественно, имеется в виду гипотеза рационального поведения и отказ от рассмотрения других параметров инвестиционных проектов, включая коррупционные.

Большой интерес представляют варианты управления инвестиционным риском субъектами с разными уровнями склонности к риску. Так как реализация инвестиционного проекта носит вероятностный характер, усложненный управлением в инвестиционном процессе, субъект принятия решения существенно влияет на результат. Варианты реализации инвестиционного проекта в зависимости от типа личности лица, принимающего решение, представлены на рисунке 1.3.8.

Как видно из данного рисунка, при высокой склонности к риску и высокой стохастичности результата инвестиционный проект может быть как более прибыльным, так и принести существенно большие убытки. В обратном случае потери могут быть меньше, но и ожидаемая прибыль также будет меньше.

Это касается тактического управления при реализации инвестиционного проекта, носящего сложный характер, когда величина конечного результата может изменяться под воздействием ряда факторов, в том числе управляющих воздействий.

При управлении инвестиционными рисками процесс принятия управленческих решений носит традиционный характер: субъект управления, или управляющая часть, получает целевую информацию, то есть информацию о желаемых параметрах риска при реализации инвестиционного проекта. В ряде случаев, если субъект управления риском относится к высокому уровню иерархии общего управления всей системой, он может выполнять и функцию целеполагания. На основании информации о желаемых параметрах субъект управления вырабатывает управляющее воздействие, которое приводит к изменению характеристик инвестиционного риска объекта. Это изменение выражает так называемое движение объекта управления – инвестиционного риска - по траектории, намеченной субъектом управления. Далее, так как управление риском всегда осуществляется как управление на основе обратной связи, субъект управления получает контрольную информацию о параметрах риска, изменившихся в результате управляющего воздействия. В управляющей части производится сравнение фактических характеристик инвестиционного риска с желаемыми. В случае обнаружения отклонения субъект управления генерирует новое воздействие, которое возвращает объект управления риском на устраивающую его (желаемую) траекторию. Таким образом, управление инвестиционным риском представляет итерационный характер.

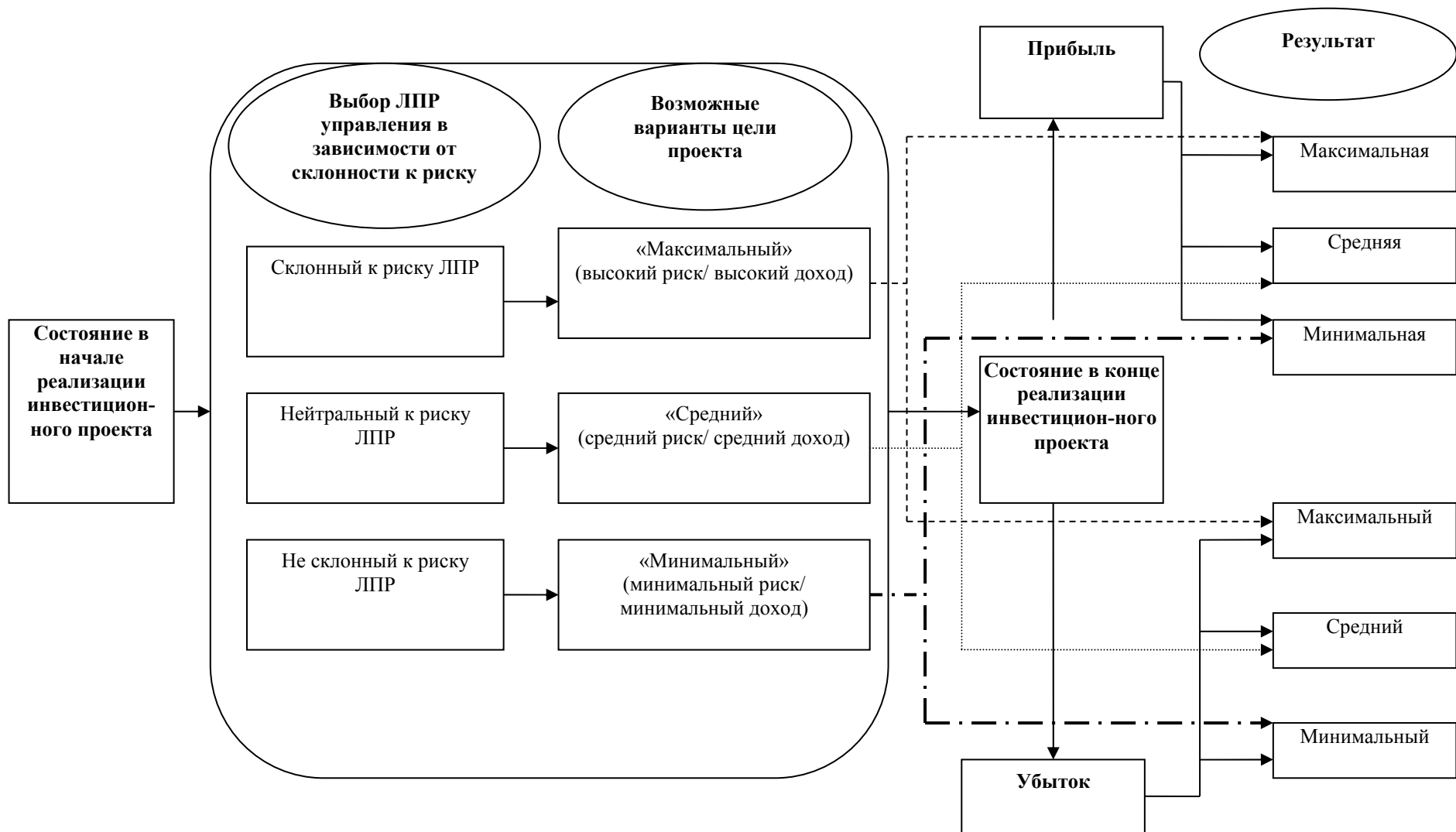


Рисунок 1.3.8 - Варианты реализации инвестиционного проекта в зависимости от типа личности ЛПР

В этом процессе реализуются основные функции управления, также аналогичные классическим: планирование, организация, мотивация и контроль. Планирование включает целеполагание и разработку бизнес-планов инвестиционного процесса при расчетах и обосновании его рисков составляющих. Функция организации реализуется в процессе привлечения и активизации необходимых ресурсов, а также в непосредственной организации мер риск-менеджмента. Мотивация в процессе управления инвестиционными рисками является частью мотивационного процесса в целом. Контрольная функция достигается посредством постоянного мониторинга параметров риска для своевременной выработки корректирующих решений.

Основополагающей отличительной чертой управления инвестиционным риском является его вероятностный характер. Неопределенность относительно результатов существенно усложняет процесс управления, так как субъекту приходится выбирать: предпринять какие-либо действия по снижению риска, которые, возможно, отвлекут ресурсы, и, тем самым, несколько снизят потенциальную прибыль, либо отказаться от управления риском, что также не обязательно приведет к отрицательным последствиям. Как правило, об отсутствии системы риск-менеджмента жалеют лишь в случаях, когда инвестиционный проект не приносит ожидаемой прибыли или оказывается убыточным, в ситуации же отсутствия управления риском положительные результаты ощущаются как нормальные ожидаемые последствия. В этом заключается феномен вероятностного характера исхода инвестиций.

Наличие управления инвестиционными рисками как элемента общей системы управления на регулярной основе, хотя и основывается в некоторой мере на субъективных параметрах лица,

принимающего решения, но должно в существенной мере базироваться на системе некоторых измерителей риска. Это позволит привнести объективный оттенок в процесс управления инвестиционным риском, что обосновывает необходимость разработки методологии и инструментария комплексной системы оценки инвестиционного риска экономической системы (в частности, региональной).

Глава 2. Методологические основы формирования системы оценки региональных инвестиционных рисков

Тема 2.1. Концептуальные подходы к оценке инвестиционного риска как базовой платформы процесса управления

Управление экономической системой любого уровня представляет собой информационный процесс, причем роль информации в обеспечении управления как устойчивого целенаправленного воздействия на систему трудно переоценить. В современных условиях глобализации и информатизации все элементы управления в экономике, так или иначе, носят информационный характер, начиная от самого управляющего воздействия, формулируемого, как правило, в форме устного приказа, либо некоего документа, который может иметь электронный вид.

В наиболее общем виде, позволяющем, однако, схематично представить далее функциональное наполнение данного процесса, информационное взаимодействие субъекта и объекта управления, с учетом иерархичности самого управленческого воздействия и в целом системы управления в экономике, можно представить следующим образом.

Субъект управления высшего иерархического уровня, представленный неким коллегиальным органом или лицом, передает информацию о необходимых действиях в отношении объекта управления подчиненному ему уровню управления, затем нижеследующим по иерархии, на которых должны однозначно интерпретироваться полученные данные и быть выполнены именно те действия, которые подразумевает управляющая часть, в

результате чего сам объект управления будет двигаться по намеченной траектории и переходить из одного состояния в другое. Смена состояний характеризуется изменением определенных параметров управляемой системы, значения которых должны передаваться субъекту управления, для того чтобы управление осуществлялось на основе принципа обратной связи. Получаемые управляющей частью значения параметров также представляют собой информацию, и могут иметь один из трех вариантов воплощения – устный, письменный либо электронный. Субъект управления обрабатывает полученную информацию, сопоставляет ее с желаемыми, или целевыми, характеристиками объекта управления и на ее основании вырабатывает следующее управляющее воздействие, то есть принимает некое решение, которое тоже носит информационный характер. Далее информация поступает в объект управления для реализации, и круг замыкается, продолжая диалектическое движение системы управления как органической целостности во времени (рис. 2.1.1).

Таким образом, из данной упрощенной схемы информационного взаимодействия объекта и субъекта в процессе управления видно, весь процесс управления связан с информацией, которая играет важнейшую роль в его правильном осуществлении. Под «правильным» в данном случае можно понимать управление, проводимое с учетом всех требований к этому процессу, предъявляемых современной наукой, так как если мелкие нарушения, каждодневные совершаемые руководителями любого уровня всех экономических объектов не приводят, как правило, к серьезным последствиям в виде сбоев работы и убытков, то крупные нарушения постулатов теории управления и кибернетики влекут значительные потери при функционировании экономической системы. При этом, так как управление объектом

экономической природы носит насквозь информационный характер, то и нарушения связаны, как правило, с неправильным составом или направлением информационных потоков, нарушением сроков передачи и получения как управляющей, так и контрольной информации.

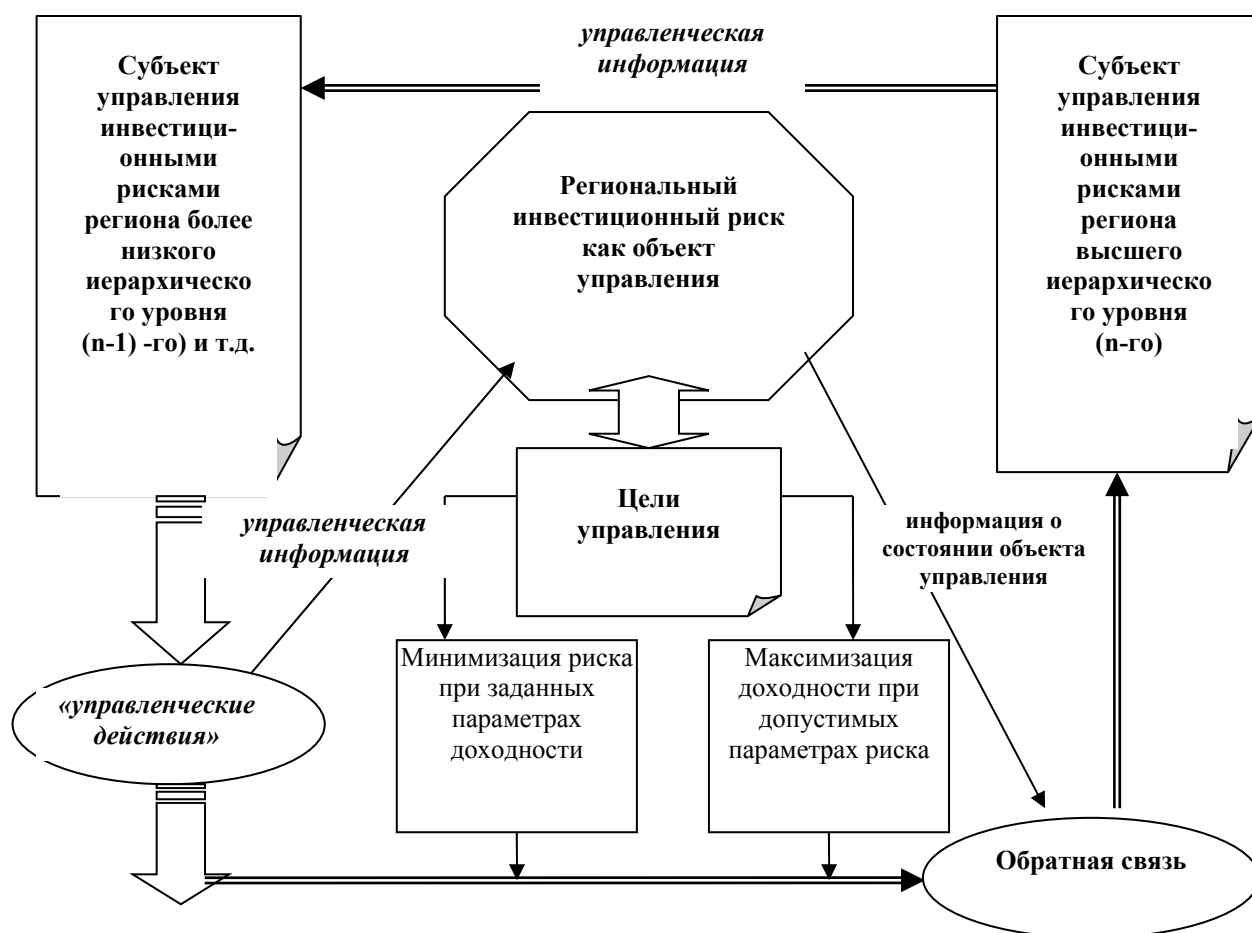


Рисунок 2.1.1 – Информационное взаимодействие объекта и субъекта в системе управления инвестиционным риском региона

Деятельность экономических объектов всегда осуществляется в условиях неопределенности, как относительно состава, силы и направления воздействия внешних факторов, так и касательно внутреннего состояния. Информация по своей сути представляет собой способ снятия неопределенности, при этом, очевидно, что

более высокий уровень неопределенности любого происхождения требует больших объемов информации. В то же время, как уже было рассмотрено, любая ситуация риска характеризуется неопределенностью относительно ее исхода. Это в существенной мере относится к инвестиционной деятельности, где уровень риска всегда достаточно велик, и варианты возможных последствий реализации проекта весьма многообразны. Поэтому роль информационной составляющей и в управлении инвестиционными рисками приобретает все большее значение.

При этом следует отметить, что информация в процессе управления инвестиционными рисками имеет многообразный характер. Часть информационного обеспечения аналогична процессам «обычного» управления, без задействования рискованной компоненты, то есть соответствует вышеописанной схеме. Другая часть не касается непосредственно состояния объекта управления, а относится к характеристикам инвестиционного риска и является весьма важной при принятии решения о первоначальном выборе инвестиционного проекта, а также при изменении его параметров в процессе реализации, для снижения возможных негативных последствий.

Инвестиционные риски органически присущи любому проекту, являются частью его сущности, однако не всегда принимаются во внимание инвестором. При этом существует три возможных ситуации. В первой лицо, принимающее решение (ЛПР) относительно инвестиционной деятельности, склонно игнорировать возможный риск, даже зная о его существовании. Такое поведение свойственно, как правило, склонным к риску субъектам и предпринимателям, для которых собственные желания в реализации инвестиционного проекта подчас важнее результата, то есть имеет место «нацеленность на процесс», а не «на

результат». В этом случае, хотя управление инвестиционным процессом существует, управление риском отсутствует полностью, и информация о риске, даже если она и поступает ЛПР, последним не используется. Часто такой тип решений относительно инвестиционного риска присутствует в мелком и среднем бизнесе, со слабо развитой культурой управления и, как правило, когда ответственным за риск является сам предприниматель. Вторая ситуация относительно инвестиционного риска возникает в случае осознания ЛПР важности учета рискованной компоненты и наличия у него стремления к минимизации риска. Инвестиционный риск рассматривается, скорее, в значении угрозы желаемому результату инвестиционного проекта, и управление заключается в выборе стратегии действия, которая снизит вероятность потерь. Управление риском чаще всего носит спорадический характер, когда опасность воспринимается ЛПР как явная и требующая немедленного тактического вмешательства. В этом случае информация о риске не собирается на регулярной основе и используется только при возникновении потребности в оперативном реагировании на угрозы.

В третьей ситуации управление инвестиционным риском ведется как постоянный регулярный процесс, интегрированный в общий процесс управления инвестиционной деятельностью. ЛПР в полной, или почти полной, мере осознает важность учета компоненты риска в инвестиционной деятельности, не только как опасности недополучения планируемой прибыли или получения нежелательных убытков, но и как источника дополнительных возможностей, использование которых может позволить получить доход сверх прогнозируемого при принятии инвестиционного проекта. Такой подход к управлению рисками практикуется, как правило, крупными корпорациями и требует создания системы

риск-менеджмента, в которую в качестве важной структуры будет включаться система постоянного мониторинга информации о риске и ее всестороннего анализа.

Аналогичная организация системы управления инвестиционными рисками должна присутствовать и на региональном уровне. Регион, как территориально обособленная и ограниченная административными барьерами единица хозяйствования, нуждается в регулярном сборе и всестороннем анализе информации об инвестиционном риске, причем как региона в целом (с точки зрения оценки его инвестиционной привлекательности), так и отдельных предприятий, локализирующих инвестиционную активность на данной территории, как его отдельных элементов.

При этом важно подчеркнуть следующее: совершенно очевидно, что управление инвестиционными рисками в регионе не может носить случайного, эпизодического характера, так как благодаря наличию в региональной экономической системе синергетического эффекта от инвестиционной деятельности различных участников инвестиционного процесса «нечаянные» просчеты и убытки отдельных из них могут представлять собой серьезную угрозу для экономической безопасности региона, его основных макроэкономических показателей, а также инвестиционной привлекательности, имиджа и репутации. Поэтому для построения и налаживания комплексной системы эффективного управления инвестиционными рисками мезоуровня необходима постоянно функционирующая система сбора и обработки информации об инвестиционных рисках, ядром которой должна стать совокупность показателей оценки инвестиционного риска.

В широком смысле под оценкой инвестиционного риска можно понимать некий показатель, или систему показателей, позволяющих характеризовать уровень риска в доступных и понятных пользователю терминах, а также сравнивать разные инвестиционные проекты и их совокупности по степени рискованности.

Процедура оценки риска необходима на всех уровнях иерархии инвестиционного процесса. С точки зрения объекта и субъекта управления риском, одни и те же оценки риска будут нести различную, с позиции их использования, информацию. Так, например, для рассмотрения объекта управления риском на микроэкономическом уровне, то есть собственно экономической подсистемы предприятия, в которой осуществляется инвестиционная активность, оценки риска будут органически включаться в остальные параметры инвестиционного проекта и использоваться для принятия тактических решений. На более высокой ступени, для субъекта управления риском как систематического процесса, оценки риска будут нести основную информацию состояния, необходимую для управления. На этом уровне оценки риска будут аккумулироваться и, в отличие от предшествующей ситуации, анализироваться в динамике и систематически использоваться для принятия решений по управлению инвестиционным риском.

Мезоуровневые оценки инвестиционного риска, хотя и базируются на тех же принципах, имеют ряд отличительных особенностей, связанных, в первую очередь, с уровнем агрегирования инвестиционной активности. Инвестиционная деятельность региона представляет собой совокупность всех реализуемых на данной территории инвестиционных проектов, относящихся к любой сфере и к предприятиям любого масштаба.

Поэтому система оценивания инвестиционных рисков региона должна состоять, с одной стороны, из всех оценок риска инвестиционных проектов, с учетом степени их влияния на инвестиционный потенциал региона, и с другой – из неких агрегированных рисковых характеристик, относящихся к синергетическим показателям инвестиционного риска региона в целом. При этом очевидно, что исследование абсолютно всех показателей риска всех предприятий региона нецелесообразно, в связи с их большим количеством, которое неизбежно повлечет потерю информативности из-за размерности получаемых показателей, так и по причине того, что не все инвестиционные проекты, реализуемые на данной территории, изменяют оценки риска региона как мезообъекта инвестиционной активности, и поэтому их расчет и рассмотрение не представляется необходимым. При этом для оценки инвестиционного риска отдельных предприятий должны рассматриваться и применяться традиционные методы, использование которых имеет достаточную историю и сложившуюся практику, пусть не всегда отечественную. Построение же синергетических, сводных показателей инвестиционного риска региона в целом представляет важную и интересную задачу. Очевидно, что мезоуровневая система оценок инвестиционного риска должна базироваться на тех же базовых посылах и относиться к тем же типам, что и «традиционные» параметры, для обеспечения сопоставимости с оценками инвестиционного риска отдельных проектов, но учитывать ряд специфических особенностей уровня рассмотрения. Поэтому для построения системы оценивания инвестиционного риска региона необходимо исследование существующего опыта оценки риска с точки зрения возможных подходов и видов оценки.

Оценивание риска может проводиться разными способами. Наиболее простыми и часто встречающимися являются атрибутивные оценки риска, состоящие в том, что рисковым характеристикам присваиваются некоторые описания, имеющие словесные выражения. Примером может служить деление риска на «высокий», «средний», «небольшой». Однако такая характеристика имеет ряд недостатков, связанных с субъективным восприятием и отношением ЛПР к риску. Разными индивидами один и тот же уровень риска может оцениваться одновременно как «высокий» либо «низкий», причем для каждого ЛПР оценка будет корректной. В общем, этот вид оценок риска можно применять только в случаях сравнения инвестиционных проектов, принимаемых на одном предприятии одним и тем же аппаратом управления. Кроме того, такая оценка подразумевает слишком узкий спектр классификации возможных уровней риска – всего три. Конечно, их количество легко может быть расширено за счет введения таких категорий, как, например, «очень высокий», «очень низкий» и так далее. Однако это еще более усложняет содержательную интерпретацию уровня риска, и собственно его конкретизацию, не только в связи с тем, что люди по-разному воспринимают данные лексические единицы, когда они касаются риска, но и по причине их излишней неконкретности. Даже если индивид достаточно хорошо представляет, что лично он понимает под «высоким риском» инвестиционного проекта как понятия, то для каждого отдельного, определенного проекта содержательное наполнение этого словосочетания в условиях качественной и количественной определенности будет требовать существенного уточнения. Таким образом, подобные оценки риска, с учетом их недостатков, рекомендуется употреблять весьма аккуратно, в основном для сравнения альтернативных инвестиционных проектов, для

получения с их использованием легко интерпретируемого, хотя и с размытым значением, определения уровня риска. Следует при этом отметить, что данное определение должно быть обязательно подкреплено рядом других оценок, в первую очередь, количественных, для упрощения понимания всех результатов исследования степени риска проекта, и рассматриваться исключительно как резюмирующее.

Другим видом атрибутивных оценок риска являются разного рода буквенные или другие кодировки, аналогичные буквенным рейтингам надежности банков или «звездной» системе оценивания отелей, представляющей тоже своего рода оценку риска. Такие атрибутивные оценки, хотя и носят в ряде случаев сложившийся характер (как в приведенных примерах), ничем существенно не отличаются от первой рассмотренной словесной оценки, в первую очередь тем, что также имеют (причем, как правило, достаточно развернутую) смысловую характеристику. По сути, они представляют собой расширенную и зашифрованную форму той же самой атрибутивной оценки.

Поэтому применение атрибутивных оценок инвестиционного риска весьма ограничено, и, скорее, имеет вспомогательное значение в дополнение к количественным оценкам.

Количественное оценивание инвестиционного риска также имеет несколько подходов. Основной смысл заключается в том, чтобы получить некоторое, желательно однозначно интерпретируемое число, которое позволило бы судить об уровне инвестиционного риска проекта. При этом инвестиционный проект может описываться несколькими, либо целым рядом оценок риска, относящихся к отдельным его аспектам, или просто имеющим разную интерпретацию. Однако для того, чтобы поддержка принятия решений относительно инвестиционного риска носила

завершенный характер, желательное завершение ряда специальных оценок одной результирующей, позволяющей количественно сравнивать уровень риска любого количества проектов. Поэтому целесообразно рассмотреть существующие подходы к количественному оцениванию рисков, с целью анализа их пригодности для завершающей оценки инвестиционного риска.

Одним из таких подходов к оценке риска является балльная рейтинговая система, заключающаяся в присвоении объекту риска некоторого числа, выражающего уровень риска. Ее можно анализировать с нескольких сторон. С одной – ее можно рассматривать как «псевдоколичественную» разновидность атрибутивной оценки, так как существенного различия для определения уровня риска не имеет факт выражения рейтинга в виде балла или в виде буквенной либо словесной кодировки. С другой стороны, баллы представляют собой число, которое, хотя и не дает представления о том, насколько один инвестиционный объект рискованнее другого, все же позволяет ранжировать их по уровню риска, и, что важно, все же осуществлять некоторую их математическую обработку по определенным правилам. Особенно это применимо в случае экспертной оценки уровня риска, когда с помощью известных процедур достигается необходимая степень согласованности мнений экспертов, и оценки можно считать в достаточной степени объективными. Поэтому представляется возможным, и весьма полезным использование экспертных оценок при оценке уровня инвестиционного риска. Это возможно в случае несопоставимости основных характеристик инвестиционных проектов, а также исключительно при использовании одного и того же метода экспертного оценивания, и, желательно, идентичного состава экспертов. Это позволит получить оценки инвестиционного риска, которые можно успешно применять на мезоуровне, так как

высокий уровень агрегирования затрудняет конкретные количественные оценки, экспертные же оценки не имеют таких ограничений.

Существенную проблему при экспертном оценивании представляет выбор системы баллов и межбалльного расстояния, так как фактически представляет определение разной системы отсчета. Важно, чтобы при сопоставлении инвестиционных проектов баллы экспертами выставлялись по единому правилу, иначе полученные оценки будут абсолютно несопоставимыми. Большое значение имеет также состав экспертов, с одной стороны, для достижения требуемого уровня согласованности мнений, с другой – для получения достаточно объективных оценок риска, что достижимо только в случае независимости экспертных мнений. Если же все, или большинство, экспертов будут связаны каким-либо образом друг с другом, их мнения, хотя, скорее всего, и будут согласованными, но объективными вряд ли будут, так как станут выражать, хотя и коллективное, но все же субъективное мнение. Поэтому, хотя применение экспертных методов для оценки инвестиционного риска имеет большие перспективы, оно должно осуществляться с соответствующей долей научной осторожности и необходимой корректности.

Однако более понятными и конкретными количественными характеристиками являются собственно количественные параметры, такие, например, как размер ущерба и вероятность получения убытков. Размер возможного ущерба представляет собой характеристику масштаба инвестиционного риска, и позволяет количественно оценить риск вероятных потерь. Очевидно, что размер ущерба может служить хорошей оценкой риска при выборе вариантов одного и того же инвестиционного проекта, либо при оценке однопорядковых альтернатив. Сравнить же риск разных

по природе и масштабу инвестиционных проектов по величине возможного ущерба нельзя. Тем не менее, вполне приемлемым показателем риска с точки зрения характеристики ущерба может служить размер возможного ущерба, нормированный каким-либо образом, например, по величине планируемой прибыли. В этом случае будет получена пригодная для сопоставления оценка величины потерь при неблагоприятном развитии инвестиционного процесса. Но ее применение, представляется, должно носить также вспомогательный характер, дополняемый другими параметрами инвестиционного риска.

Как следует из некоторых подходов к определению понятия «риск», оно часто практически приравнивается к слову «вероятность», которое присутствует в большинстве определений. Очевидно, что эти слова не являются синонимами, но вероятность в оценивании риска весьма важна. Имеется в виду понятие вероятности в исходном смысле, применяемое в теории вероятностей и математической статистике, то есть как мера уверенности в наступлении случайного события, или количественная мера неопределенности. Вероятность каждого из исходов инвестиционного проекта представляет собой наиболее универсальную оценку риска. Отметим, что возможно использование как объективной вероятности, полученной на основе расчетов по формулам теории вероятностей либо по результатам опытов, опираясь на аппарат математической статистики, так и субъективной вероятности, введенной в научный оборот Кейнсом и означающей меру экспертной уверенности в том, что соответствующее случайное событие произойдет. Вероятность как оценка риска имеет ряд очевидных и существенных преимуществ. В первую очередь, она совершенно однозначно интерпретируема, так как это показатель, принимающий исключительно значения от

нуля при невозможном событии до единицы – при достоверном, и ее понимание не зависит от субъективных свойств личности, ее склонности к риску. Часто для удобства при проведении оценивания рисков вероятность выражают в процентах, что не слишком принято в теории вероятностей, но допустимо на конечном этапе расчетов, когда не требуется арифметических действий, в связи с тем, что многими индивидами более легко интерпретируются в качестве рискованных характеристик именно процентные выражения вероятности. При этом, в зависимости от склонности к риску лица, принимающего решения, оно может переводить вероятностную оценку в атрибутивную. Так, одним ЛПР пятипроцентный риск убытков будет пониматься как «низкий», а другим – как «высокий», но они оба смогут, исходя из своей системы предпочтений относительно риска, принять адекватное решение относительно риска.

Другой положительной характеристикой вероятности как оценки риска является ее безразмерность, что позволяет сравнивать их для разных инвестиционных проектов. Таким образом, вероятность может служить наилучшей обобщающей оценкой инвестиционного риска, в случае, если ее удастся получить.

Иными словами, основная сложность использования вероятности при оценивании инвестиционного риска заключается в трудности ее получения. Хотя в ряде случаев удастся рассчитать вероятность из данных отчетности предприятий, часто получение объективной вероятности затруднено. Субъективная вероятность, получаемая по данным экспертного оценивания, связана с уже рассмотренными проблемами экспертных методов получения информации, однако, в случае возможности ее получения, может с успехом использоваться для оценки инвестиционного риска.

Количественные характеристики риска часто рассчитываются на основании статистической информации с применением методов теории статистики, математической статистики, эконометрики. Поэтому информация об инвестиционных процессах в регионе, а также все смежные данные, которые используются при оценке риска, должны удовлетворять основным требованиям, предъявляемым к информации, для того чтобы ее можно было считать статистическими данными, к числу которых относятся достоверность; полнота; сопоставимость.

Достоверность означает соответствие данных реальности и часто представляет достаточно большую проблему при сборе данных, необходимых для оценки инвестиционного риска, особенно со стороны инвестора или кредитора. К сожалению, несовершенство налогового законодательства и относительно невысокий уровень гражданской законопослушности приводит к случаям несовпадения реальной и официальной отчетности ряда предприятий, в результате чего бизнес-планы инвестиционных проектов могут содержать искаженные данные, что будет приводить к смещенным оценкам риска, получаемым на их основе. Причиной этого может также являться отсутствие консолидированной отчетности для организации, состоящей из нескольких юридических лиц, фактически находящихся под единым управлением и действующих в инвестиционной деятельности совокупные финансовые ресурсы, но из-за отсутствия юридической связи между ними не имеющей возможности предоставления кредитору полной информации о собственных активах.

Кроме того, если оценка инвестиционного риска некоторого проекта проводится сначала на микроуровне, с использованием данных опросов домохозяйств, или руководителей предприятий,

проблема достоверности приобретает более глубокий характер. Индивиды могут умышленно искажать анкетные данные, отказываться отвечать на некоторые из вопросов, либо результаты могут быть некорректно зафиксированы.

Все ошибки, которые возникают при сборе информации о риске с помощью выборочных статистических обследований, делятся на:

- умышленные;
- непреднамеренные.

Умышленные ошибки совершаются лицами, предоставляющими информацию, с целью ее сокрытия или искажения по каким-либо причинам. При опросе предпринимателей причины могут заключаться в уже упомянутом расхождении реальных и декларируемых показателей работы; индивиды и домохозяйства могут скрывать теневые доходы и расходы, и т.д. Для борьбы с умышленными ошибками при проведении опросов методом интервью в анкету иногда включают контрольный вопрос для интервьюера, который дает заключение о том, насколько, по его мнению, был искренен опрашиваемый.

Неумышленные ошибки, как связанные непосредственно со спецификой выборочного наблюдения как метода сбора статистической информации, делятся на:

- ошибки регистрации;
- ошибки репрезентативности.

Ошибки регистрации выражаются в отклонении зафиксированных (зарегистрированных) значений данных анкеты от фактических, реальных. Они бывают двух основных видов, в зависимости от причины возникновения:

- случайные;
- систематические.

Случайные получаются как результат действия непредсказуемых, непрогнозируемых факторов, и заключаются в основном в описках, оговорках, ошибках при переносе данных на электронные носители и т.д. Под действием случайных ошибок значения показателей, имеющих числовое выражение, могут как завышаться, так и занижаться. Когда количество наблюдений достаточно велико, случайные ошибки взаимно погашаются, нивелируются, в чем проявляется действие универсального закона больших чисел.

Систематические ошибки регистрации всегда обладают однонаправленной тенденцией завышения либо занижения значений числовых показателей, в связи с чем их взаимное уничтожение невозможно, напротив, увеличение количества наблюдений имеет следствием только накопление систематических ошибок, приводящих в итоге к существенному смещению значений. Для коррекции данных с учетом систематических ошибок используются различные специальные методы.

Ошибки репрезентативности относятся исключительно к выборочным обследованиям и заключаются в отклонении значений обобщающих показателей, полученных в результате опроса, от значений этих же показателей, характерных для генеральной совокупности, то есть от реальных показателей фактической либо гипотетической совокупности, включающей все возможные значения интересующих параметров инвестиционной деятельности. Данный вид ошибок также делится на случайные и систематические. Случайные обусловлены недостаточной воспроизводимостью выборочной совокупностью совокупности генеральной. Систематические возникают в случае нарушения принципа отбора единиц из исходной совокупности, подлежащей наблюдению. Для предотвращения ошибок репрезентативности

требуется тщательное планирование выборочного обследования и соблюдения требований отбора единиц совокупности.

Все виды ошибок искажают значения показателей, регистрируемых при проведении выборочного обследования, в связи с чем нарушается принцип достоверности получаемой информации. Поэтому меры борьбы с ошибками, такие как логический и арифметический контроль, должны обязательно присутствовать при получении исходных данных для оценки инвестиционного риска.

Требование полноты информации означает необходимость системного исследования показателей инвестиционного риска, для всесторонней его оценки, предполагающей использование достаточно больших массивов данных. Если значения характеристик, так или иначе имеющих отношение к оценке риска, будет недостаточно, как с точки зрения динамики за ряд периодов, так и в плане небольшого количества параметров, зафиксированных в один и тот же момент времени, оценки риска также не будут полными. В связи с особой важностью информации для принятия решений по управлению инвестиционным риском, так как неверное решение может повлечь значительные убытки, полнота информации, необходимой для оценки риска, имеет определяющее значение.

Сопоставимость информации также очень важна для корректной оценки риска, так как означает, что получение сравниваемых, либо аналогичных, используемых одновременно для оценки риска показателей должно производиться в один и тот же момент или период времени по одной и той же методике. В противном случае рассчитанные оценки инвестиционного риска не будут достоверными, так как несопоставимость показателей влечет, в частности, невозможность их агрегирования на любом уровне.

Несопоставимость при оценке инвестиционного риска часто носит неявный характер, так как некоторые показатели инвестиционной деятельности, особенно размерные, нельзя сравнивать по разномасштабным предприятиям и проектам, что иногда делается. Поэтому при отборе данных для оценки риска необходимо тщательное исследование природы и способа сбора и расчета используемых данных.

Другим аспектом как проблемы сопоставимости данных о риске, так и выбора типа количественного измерения риска, являются разные шкалы, которые могут использоваться в этом процессе. Выбранная шкала измерений в существенной мере влияет на информативность получаемых оценок, то есть на содержащееся в них количество информации. Различают номинальную, порядковую (ординальную), интервальную шкалы, и шкалу отношений.

Соотношение шкал измерений и типов оценок риска представлено наглядно на рис. 2.1.2.

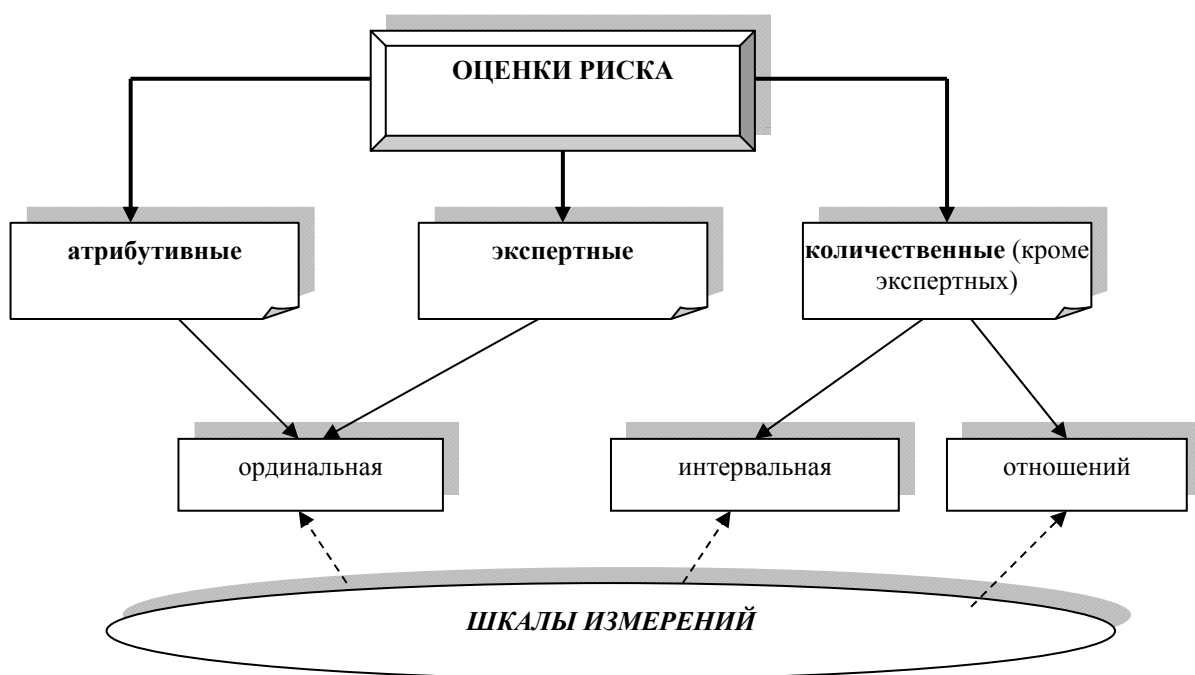


Рисунок 2.1.2 - Соотношение типов оценок риска и шкал измерений

Номинальные шкалы не находят применения в оценке уровня риска, так как позволяют только относить объекты к некоторому классу, и не дают возможности задания некоторого порядка, в то время как самые простейшие показатели риска все же позволяют ранжировать инвестиционные проекты по степени рискованности. Порядковые, или ординальные шкалы соответствуют атрибутивным оценкам риска, так как позволяют только отнести риск инвестиций к некоторому уровню, но не дают ответа на вопрос о том, на сколько конкретно риск одного проекта выше другого.

Балльные оценки, в том числе получаемые экспертным путем, хотя и отнесенные к количественным, также по своей сути являются измеренными в ординальной шкале, так как баллы, хотя и представляют собой числа, не несут информации о расстоянии между риском упорядоченных объектов. Реальные же количественные характеристики могут быть измеренными либо в интервальных шкалах, либо в шкалах отношений. Наиболее часто применяются интервальные шкалы, в которых возможно не только упорядочение объектов измерения, то есть параметров инвестиционного риска, но и указание конкретного расстояния между ними.

Самое точное, с точки зрения шкалирования, измерение риска может быть проведено с использованием шкалы отношений, которая отличается от интервальной наличием абсолютного нуля. Обычно в качестве примера шкалы отношений приводится температурная шкала Кельвина, либо разные варианты измерения пространственных и временных характеристик. Представляется, что масштабные показатели инвестиционных процессов также измеряются в шкале отношений, ибо имеется возможность указания не только, например, величины ущерба двух проектов, но

и конкретного значения, показывающего, во сколько раз они различаются. Вероятность также можно считать характеристикой в шкале отношений, однако она представляет собой специфический параметр риска, работа с которым в существенной мере отлична от масштабных, временных и финансовых показателей инвестиционного проекта, и требует соблюдения определенных правил. Следует отметить, однако, что большинство процедур обработки статистической информации не проводят разграничения между интервальной шкалой и шкалой отношений, и позволяют применять к ним одни и те же методы и приемы.

Как известно, инвестиционные процессы в регионе носят динамический характер, и все инвестиционные проекты, все зависимости от того, классифицируются ли они как кратко-, средне- или долгосрочные, имеют определенную длительность. Это связано с невозможностью получения прибыли мгновенно после того, как финансовые средства были вложены, и представляет собой одну из основных сущностных характеристик инвестиций как экономической категории, и одновременно – как специфического рода деятельности. Поэтому одним из главных показателей единичного инвестиционного проекта и, как следствие, совокупности инвестиционной активности, локализованной в некотором регионе, является время длительности его реализации, фактической или плановой. С течением времени характеристики инвестиционной деятельности, как правило, изменяются, причем иногда достаточно существенно.

Это актуализирует необходимость оценки инвестиционного риска региона не только в статике, но и в динамике, причем динамические показатели имеют первостепенное значение. Кроме того, большинство оценок риска, считающихся достаточно надежными и достоверными, построены на использовании

показателей временных рядов, то есть данных об изменении значений инвестиционных характеристик, либо основных параметров деятельности предприятия или региона – субъекта инвестиций, за некоторое, желательно достаточно большое, число периодов времени.

В оценке регионального инвестиционного риска могут использоваться разные интервалы фиксации данных о динамике интересующего показателя. Основное требование заключается в том, чтобы эти данные находились на равных интервалах друг от друга, то есть были бы равноотстоящими. Наименее удобными для анализа являются ежегодные данные, как содержащие информацию, усредненную за достаточно большой период времени, в течение которого значение показателя могло претерпевать существенные изменения. Кроме того, ряду инвестиционных проектов присуща сезонность, которая будет отражаться, в том числе, и в оценках риска, и, под действием синергетического эффекта, может создавать сезонные колебания характеристик инвестиционного риска региона в целом. При использовании для анализа годичных данных возможность выявления наличия, типа и характера сезонности отсутствует. И, наконец, наиболее существенной отрицательной чертой данных такой периодичности является их, как правило, небольшое количество, часто затрудняющее, а в некоторых случаях – исключаящее применение достаточно точных сложных математических и математико-статистических методов для оценки уровня инвестиционного риска. Таким образом, такие данные, хотя и встречаются наиболее часто, особенно при рассмотрении показателей мезоуровня, наименее удобны и информативны для оценки инвестиционного риска.

Более перспективными в этом смысле представляются данные, собираемые либо рассчитываемые чаще, чем один раз в год. Однако полугодовые данные в этом смысле незначительно отличаются от годовых, только увеличивая вдвое количество наблюдений. В статистике полугодовые данные рассчитываются, как правило, при разбиении надвое календарного года, что, как известно, не совпадает с сезонным делением годового цикла. Как было отмечено, часть инвестиционных проектов носит сезонный характер, что может быть связано, в частности, с производством строительных работ, затрудненных на многих территориях в осенне-зимний период. Кроме того, реализация достаточного количества товаров и оказания услуг также в существенной мере сезонна, каковыми являются и соответствующие цены, значительно меняющие финансовые показатели инвестиционного проекта. Примером могут являться инвестиции в сельхозпроизводство, носящие четкий сезонный характер, с достаточно хорошо известными и описанными колебаниями объемов спроса, предложения и цен, не исключая, разумеется, их изменений под влиянием других факторов, которые, в ряде случаев, могут «забивать» сезонные изменения. В то же время очевидно, что сельскохозяйственный год совершенно не совпадает с календарным, поэтому даже полугодичные данные не позволят адекватно оценить изменения важнейших финансовых и маркетинговых показателей проекта.

Помимо необходимости учета сезонности как фактора регулярных циклических колебаний параметров инвестиционных проектов, особенно имеющих длину более двух лет, она представляет важность и как самостоятельная детерминанта инвестиционного риска. Недостаточный анализ данного явления, как и его влияния на инвестиции и их результаты может повлечь

серьезные ошибки, и, как следствие, увеличит риск и, возможно, приведет к ущербу. Поэтому представляется целесообразным использование для анализа регионального инвестиционного риска данных большей частоты, то есть ежеквартальных, или даже ежемесячных. Для отдельных предприятий это, как правило, не представляет сложности, так как имеющаяся отчетность позволяет группировать и рассчитывать множество показателей инвестиционной активности.

На более высоком уровне агрегирования получение данных такой частоты может столкнуться с рядом проблем, особенно в случае использования информации органов официальной статистики. Как известно, большинство региональных показателей рассчитываются Федеральной службой государственной статистики как ежегодные, и публикуются в сборниках за два-три года, в связи с чем при необходимости формирования более длительного временного ряда требуется обращение к нескольким последовательным статистическим сборникам, которые могут быть сформированы по разной методологии, что делает данные несопоставимыми.

Кроме того, работа огромного аппарата государственной статистики, как правило, носит весьма длительный характер, поэтому официальные данные более пригодны для ретроспективного анализа, так как цель оценки инвестиционного риска заключается в оперативном реагировании на возникающие угрозы и своевременном использовании предоставляющихся возможностей, для чего информация должна поступать для исследования своевременно.

Поэтому, хотя данные государственной и региональной статистики могут и должны использоваться для оценки инвестиционных рисков, их необходимо интегрировать в систему

сбора и обработки информации для принятия решений по управлению инвестиционным риском, включающую оперативный сбор данных достаточной для анализа периодичности, получаемой из других источников, в первую очередь, от самих предприятий, как инвесторов, так и реализующих инвестиционные проекты.

Однако квартальные, и особенно ежемесячные данные, хотя и обладают в определенной мере большей информативностью, в сравнении с полугодичными и ежегодными, являются более волатильными, что означает, в частности, что часть данных в получаемых оценках риска будет относиться не собственно к инвестиционному риску, а объясняться случайными единичными колебаниями. Поэтому при оценке инвестиционного риска необходимо применение комплекса математико-статистических методов, позволяющих получать корректные значения показателей с определенной степенью вероятности, в частности, использовать интервальные оценки. Это позволит снизить влияние высокой волатильности ряда данных на получаемые оценки риска и принимать на их основе более обоснованные решения по поводу инвестиционного риска.

Выстраивая предлагаемую в настоящем исследовании методологию оценки региональных инвестиционных рисков с учетом информационной составляющей данной проблемы, необходимо также учитывать, что время, как неотъемлемая характеристика всех экономических, в частности, инвестиционных, процессов, представляет собой один из важнейших факторов порождения риска. Ведь, по сути, риск возникает по причине изменения каких-либо характеристик инвестиционного проекта, предприятия, региона, рыночной конъюнктуры, государственной политики и так далее.

Очевидно, что «изменения» непосредственным образом предполагают динамику, то есть «изменение во времени». Поэтому при оценке инвестиционного риска необходимо не только учитывать фактор времени, но и тщательно относиться к выбору горизонта как ретроспективного анализа, так и прогнозирования, и планирования.

Все вышесказанное позволяет заключить, что оценивание инвестиционного риска не только представляет собой важную задачу при управлении инвестиционным риском, но и является методологически достаточно сложной и комплексной проблемой, требующей учета множества факторов, относящихся к природе и методам сбора и обработки исходной информации. Поэтому система показателей оценки инвестиционного риска региона должна строиться с учетом всех рассмотренных проблем и требований и представлять собой методологически единый комплекс, позволяющий проводить мониторинг инвестиционного риска в регионе на постоянной основе, для того чтобы обеспечивать постоянную актуальную информационную базу для принятия управленческих решений относительно инвестиционного риска регионального уровня.

Тема 2.2. Институциональная инфраструктура экономической оценки региональных инвестиционных рисков: общие принципы и особенности мезоэкономических моделей

В числе доминантных факторов, в совокупности определяющих территориальную организацию инвестиционной сферы с присущим этому процессу формированием инвестиционных рисков (а также их дифференциацией) в системе региональной экономики, одной из групп такого рода факторов,

наиболее тесно коррелирующих со спецификой конкретного региона, являются характеристики институциональной инфраструктуры инвестиционной деятельности в его границах.

В соответствии с этим, факторы институциональной среды конкретной территории, которые по своей сути ориентированы на формирование и реализацию управленческих воздействий, в том числе в отношении региональных инвестиций, аккумулируют в своем составе потенциал системно значимого влияния, как на технологию, так и на результаты оценки сопряженных с ними инвестиционных рисков.

Отмечаемая ранее в разных контекстах дифференциация территориальных экономик обусловлена (и обуславливает) различиями в организации, структуре и функциях разного рода региональных институтов (в том числе инвестиционной сферы), формирующих в основном специфическую среду протекания инвестиционных процессов на мезоуровне, в границах конкретной территории.

Как известно, инвестиционная деятельность в системе региональной экономики осуществляется благодаря сопряженному воздействию целого комплекса имманентно присущих данной системе элементов: макроэкономического механизма, проецирующего на мезоэкономический уровень основные мировые и страновые экономические тенденции; инвестиционной политики, так же отражающей и реализующей инвестиционные стратегии федерального уровня и стратегические инвестиционные цели конкретного территориально-локализованного образования; институционального механизма, представленного совокупностью формальных и неформальных норм и правил, продуцирующих и регламентирующих (с учетом общих для государства и специфических региональных установок) инвестиционные потоки в

границах конкретной территории; рыночного механизма, регулирующего развитие и функционирование региональных рынков и т.д.

Поскольку институциональная компонента объективно «пронизывает» все остальные факторы-условия-причины региональных инвестиционных процессов, постольку ее можно считать определяющим лимитирующим компонентом общей инфратруктуры инвестиционной деятельности в регионе.

Последнее обстоятельство в сочетании с объективным влиянием специфики региона на формирование его институциональной среды (в том числе и в отношении протекания на его территории инвестиционных процессов) позволяет говорить как о наличии и проявлении общих принципов данного процесса, так и об активном влиянии региональных детерминант на его становление в конкретном регионе.

В частности, совокупность общегосударственных норм и правил осуществления инвестиционной деятельности является обязательным условием ее организации на всех территориях страны.

С другой стороны, общеизвестно, что относительная самостоятельность территорий, регионализация и другие процессы общесистемного характера, присущие современной российской экономике, продуцирует целый спектр признаков и специфических особенностей становления и функционирования региональных институтов, регламентирующих инвестиционную деятельность на «своей» территории.

В соответствии с этим в процессе формирования действенной системы управления региональными инвестиционными рисками, с одной стороны, должны учитываться возможность и степень «согласования» параметров и направлений инвестиционной

политики федерального и регионального уровня (проецирование обязательных макроэкономических регуляторов инвестиционных процессов в регионы страны), с другой, - максимально полно отражаться специфические условия и факторы формирования воспроизводственной среды инвестиционной деятельности (а, следовательно, «специфического фона» появления причин и рискообразующих факторов) в границах конкретной территории (рис. 2.2.1).

Идентификация этой инструментальной составляющей системы государственного инвестиционного менеджмента является неотъемлемым условием тотальной экспликации особенностей формирования и реализации региональной инвестиционной политики и связанной с ней системы управления региональными инвестиционными рисками.

Отмеченная здесь инвариантность государственных институциональных норм и правил протекания инвестиционных процессов на отдельных территориях в отношении каждого конкретного региона проистекает из того, что именно инструменты государственного регулирования инвестиционной деятельности на уровне субъекта РФ являются индифферентными к региональным особенностям экономического развития.

В то же время формы их реализации в каждом регионе приобретают собственную специфику, делая данный механизм в каждом регионе адаптивным и в силу этого более или менее ориентированным на снижение региональных инвестиционных рисков.

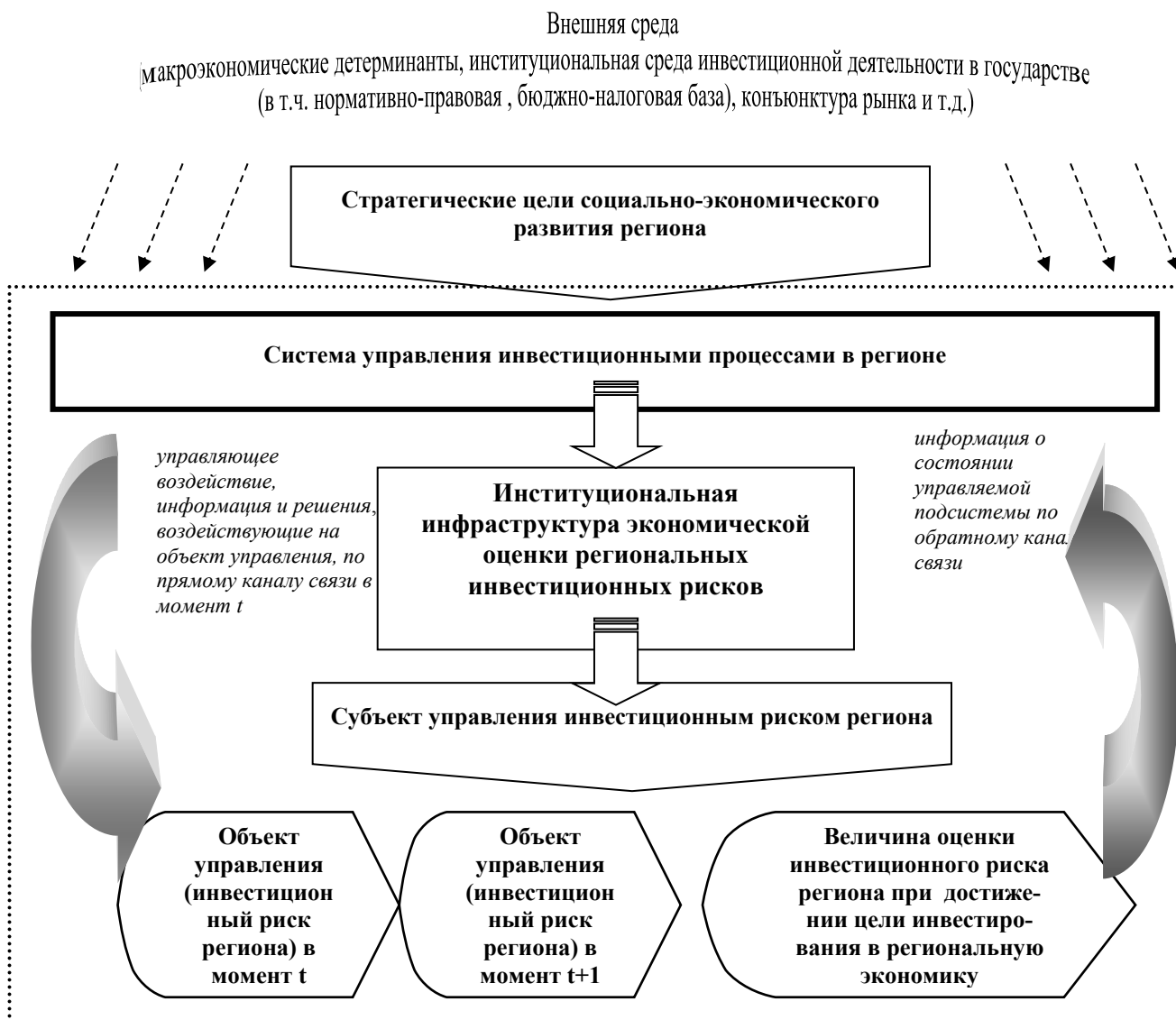


Рисунок 2.2.1- Институциональная составляющая процесса управления (экономической оценки) инвестиционным риском региона

При этом следует специально отметить, что в общей системе институциональных условий эффективного управления региональными инвестиционными рисками, в контексте настоящего исследования, целесообразно определенным образом (несмотря на очевидную общность институциональной платформы протекания инвестиционных процессов в регионе) идентифицировать те их компоненты, которые оказывают непосредственное влияние на, во-первых, формирование условий и

создание самой возможности оценивания рисков инвестирования в регион и его хозяйствующие субъекты, во-вторых, осуществление объективной и адекватной оценки.

Первое обстоятельство связано собственно с уровнем развития и качеством институциональной среды инвестиционной деятельности на территории, второе в значительной степени определяется заинтересованностью соответствующих органов управления в организации и проведении (постоянном осуществлении) такого рода оценочной деятельности, наличием компетентных специалистов в данной области, а также обеспеченностью их действенным инструментарием оценки региональных инвестиционных рисков, адаптированным к условиям и специфике конкретного региона.

В соответствии с этим, определение направлений развития адекватной институциональной среды, благоприятствующей проведению комплексной экономической оценки региональных инвестиционных рисков, связано с необходимостью уточнения их региональных характеристик. В числе наиболее общих для всех регионов, как правило, выделяют следующие основные виды инвестиционных рисков региона:

- экономический (учитывает тенденции в экономическом развитии региона);
- финансовый (отражает степень сбалансированности регионального бюджета и финансов предприятий);
- политический (определяется с учетом политических симпатий избирателей, авторитета местной власти);
- социальный (учитывает уровень социальной напряженности);
- экологический (учитывает уровень загрязнения окружающей среды);

- криминальный (отражает уровень преступности в регионе);
- законодательный (учитывает юридические условия инвестирования)²⁵.

Как известно, полномочия в области регулирования инвестиционной деятельности, а также законодательные возможности субъектов федерации разграничиваются²⁶: Конституцией РФ; Федеративным договором о разграничении предметов ведения между РФ и ее субъектами; иными договорами и соглашениями о разграничении предметов ведения и полномочий между органами государственной власти РФ и ее субъектами; федеральными законами, предоставляющими органом государственной власти регионов полномочия по государственному регулированию инвестиционной деятельности (здесь следует отметить, что несмотря на весьма дифференцированную структуру инструментов управления инвестиционной деятельностью отечественных и иностранных инвесторов, региональная нормативная база в отношении регулирования последней является достаточно унифицированной).

Формирование инвестиционной политики регионов происходило в весьма неоднородных стартовых условиях, в частности, при разной обеспеченности средствами производства и так далее. Неодинаковыми были и пути преодоления инвестиционных трудностей.

В целом анализ пореформенной хозяйственной динамики в крупных экономических районах России выявляет ухудшение инвестиционной ситуации в направлении «северо-запад-юго-восток». Очевидно, что при отсутствии действенной государственной региональной политики, направленной, по

²⁵ РА Эксперт <http://www.raexpert.ru>.

²⁶ Реформирование инвестиционного климата в России: основные аспекты законодательной базы // Инвестиции в России - №9, 2003 г.

меньшей мере, на ослабление территориальных диспропорций, эта проблема не только сохранится, но и будет углубляться.

В этой связи, к началу 2000-го года большая часть регионов страны приняла законодательные акты, направленные на стимулирование инвестиционной деятельности и касающиеся создания зон наибольшего благоприятствования, предоставления налоговых льгот, оказания кредитной поддержки, выделения земель в пользование, развития лизинговой и иной деятельности.

Анализ указанных законодательных актов свидетельствует о том, что инвестиционная политика регионов развивается, прежде всего, по линии системного улучшения федеральных правоустановлений в рамках компетенции региональных властей. Большинство упомянутых документов предусматривает следующее: гарантии равной защиты прав, интересов и имущества инвесторов, например, формирование и использование залоговых фондов, обеспечивающих гарантии по предоставленным отечественными и иностранными кредитам и инвестициям; применение региональными государственными организациями налоговых льгот.

Основными элементами инвестиционной политики на мезоуровне национальной экономики являются:

- принятие собственного законодательства, регулирующего инвестиционный процесс;
- предоставление инвесторам в пределах своих полномочий различных льгот и стимулов финансового и нефинансового характера;
- создание организационных структур по содействию инвестициям;
- разработка и экспертиза инвестиционных проектов за счет государственных источников финансирования;

- оказание содействия инвесторам в получении таможенных льгот;

- предоставление гарантий и поручительств банкам под выделяемые ими средства для реализации отобранных на конкурсной основе инвестиционных проектов;

- аккумуляция средств населения путем выпуска муниципальных займов.

Формы и методы стимулирования инвесторов, применяемые многими российскими регионами, уже сегодня соответствуют мировой практике: льготное налогообложение, гарантии, обеспечение земельными участками, информационное обеспечение и ряд других.

В большинстве российских регионов, испытывающих нехватку финансовых средств для прямой поддержки конкретных проектов, используются косвенные ее формы.

Это, во-первых, освобождение на определенных условиях от уплаты в региональный бюджет налога на прибыль и налога на имущество (как вариант – снижение их ставок).

Во-вторых – отсрочки по налогам и арендным платежам.

В-третьих – предоставление зданий и земель, право распоряжения которыми принадлежит региональным или муниципальным администрациям.

В-четвертых – выдача гарантий региональных и местных органов власти.

В то же время задействование перечисленных форм поддержки инвесторов на начальных этапах (до начала получения отдачи от проектов), которые можно связывать с мероприятиями, направленными на снижение инвестиционных рисков для инвесторов, как показывает практика, зачастую приводит к росту социальной напряженности, поскольку льготы инвесторам по

налогам приводят к недобору средств в доходную часть бюджета, из которой выплачивается заработная плата работникам бюджетной сферы и финансируется социальная инфраструктура региона. Иными словами, такого рода институциональные мероприятия имеют следствием повышение рисков реализации инвестиционных проектов для экономики региона и его социальной сферы.

В этих условиях региональным администрациям приходится делать выбор, правильность которого напрямую связана с объективностью и адекватностью оценки инвестиционного риска.

При осуществлении инвестиций под региональные гарантии иностранных инвесторов волнует ряд вопросов: закреплена ли законодательством правовая механизм выдачи гарантий; имеет ли регион право на их предоставление; отражаются ли гарантии в бюджете региона и каков предел по их сумме, ведется ли учет гарантий и поручительств; возможны ли залог земли и ресурсов, а также уступка требований и ряд других.

Большое внимание потенциальные инвесторы уделяют качеству залоговых инструментов. Региональные залоговые фонды формируются из имеющихся у них ресурсов земли и недвижимости.

Эти и другие обстоятельства способствуют тому, что регионы прилагают большие усилия по организационно-институциональному обеспечению инвестиционного процесса, а также формированию благоприятной инфраструктуры инвестиционной деятельности, направленной на снижение рисков инвестирования.

Во многих регионах для этих целей создаются банки реконструкции и развития, привлекающие денежные средства населения и юридических лиц для осуществления инвестиционного процесса.

Активно формируются специальные структуры, например, центры содействия инвестициям, центры информационной поддержки (базы данных для инвесторов), которые можно рассматривать в качестве потенциальных аналитических подразделений в структуре органов региональной власти, занимающихся (или могущих заниматься) экономической оценкой инвестиционных рисков региона.

Как правило, все подобные структуры финансируются из бюджета, то есть их возможности ограничены, поэтому в дополнение могут создаваться коммерческие структуры (финансово-промышленные или инвестиционные компании), привлекающие финансовые средства для подготовки инвестиционной документации, оценки эффективности инвестиционных проектов и уровня их рисков, кредитования самих проектов, проведения консультаций, обучения, финансового аудита, маркетинговых исследований и т.п.

В целом, можно утверждать, что на региональном уровне эти и другие вопросы государственного стимулирования инвестиций прорабатываются лучше, нежели на федеральном, что свидетельствует о заинтересованном отношении властей к снижению региональных инвестиционных рисков и, как следствие, притоку капитала. Поэтому может идти речь о придании региональной инвестиционной политике закрепленного в соответствующих правовых актах статуса механизма, направленного на снижение рисков инвестирования в регион. При этом становится очевидным, что для ее действенности разработку системы гарантий инвесторам в настоящее время следует интенсифицировать именно на федеральном уровне, а значит, предстоит органически интегрировать весь тот опыт, который накоплен и на местах и в «центре».

В качестве элемента формируемой инфраструктуры оценки региональных инвестиционных рисков можно также рассматривать активно развивающуюся в последние годы идею создания многоуровневой системы гарантий, которую предполагается реализовывать, запустив некую комбинацию регионального (внутреннего) и федерального (внешнего) гарантирующих механизмов.

В рамках регионального механизма гаранты инвестиций должны быть органы государственной власти субъектов федерации и соответствующие региональные агентства по страхованию и гарантированию инвестиций.

В рамках федерального роль страхователя отводится федеральным органам государственной власти при посредничестве Российского государственного агентства по страхованию инвестиционных рисков (не исключено также участие иностранных государств и международных финансовых институтов).

Источниками предоставления гарантий при задействовании регионального механизма должны быть специальные статьи в основных региональных бюджетах (или соответствующие бюджеты развития), средства специальных региональных агентств, а также региональные гарантийно-залоговые фонды (формируемые, как показывает практика, из недвижимого имущества и ценных бумаг, прежде всего пакетов акций высокодоходных предприятий регионов).

При этом следует отметить, что несмотря на интерес инвестора к высоким финансовым показателям, миссия и цели финансовых институтов далеко не всегда ориентированы на последующий возврат денежных средств и рост прибыли в перспективе. В первую очередь, неэкономические факторы играют важную роль при подготовке социально-ориентированных

инвестиционных проектов, в числе наиболее важных факторов инвестиционной привлекательности которых следует обозначить:

- соответствие приоритетам, объявленным инвестором в соответствии с его миссией;

- опыт работы и успешная деятельность просителя по обозначенной цели конкретного проекта;

- просьба о поддержке существующих стратегических установок организации с объявлением всех имеющихся ресурсов и возможностей уже задействованных в реализации принятой стратегии развития;

- запрашиваемый объем инвестирования с четким обозначением всех необходимых, но минимальных затрат, обеспечивающих высокое качество результата;

- сжатые сроки выполнения мероприятий проектов (календарно-тематический план–график выполнения работы);

- обозначение промежуточных и конечных результатов проекта с количественными и качественными параметрами, обеспечивающими однозначное понимание инвестором и исполнителем их значения, возможность текущего и итогового контроля.

Таким образом, как показывает практика, наличие благоприятной институциональной инфраструктуры инвестиционной деятельности в регионе является главным условием регулирования инвестиционных рисков и, как следствие, активизации инвестиционных потоков в экономику региона.

Развитая институциональная инфраструктура инвестиционной деятельности в Краснодарском крае, Ростовской области (о чем подробнее будет идти речь ниже) демонстрирует активное позиционирование этих территорий по объемам привлекаемых инвестиций в составе ЮФО, а также в сравнительном с

макроэкономическим контекстом анализе инвестиционного потенциала этих территорий.

Исследование инвестиционной привлекательности Краснодарского края, а также институциональных особенностей организации инвестиционной деятельности в регионе позволяют сформулировать следующие конкурентные преимущества края в области привлечения инвестиций²⁷.

Во-первых, Краснодарский край обладает высоким инвестиционным потенциалом и представляет большой интерес для иностранных инвесторов. Так, сегодня на его территории осуществляют деятельность более 827 предприятий с зарубежными участниками из 73 стран мира. Наибольшую активность из стран зарубежья проявляют инвесторы из США, Германии, Кипра, Великобритании, а общий объем иностранных инвестиций на территории края за прошедший год составил 752 млн. долларов США, из них 683 млн. долл. (91 %) - прямые инвестиции²⁸.

При этом стратегической детерминантой привлечения инвестиций в реальный сектор экономики данного региона является инновационная деятельность его предприятий.

Департамент экономического развития администрации Краснодарского края, осуществляющий большую деятельность, направленную на формирование привлекательного инвестиционного климата региона (включая инициирование мероприятий, связанных со снижением региональных инвестиционных рисков), активную имиджевую политику, прогнозирует дальнейший рост объема инвестиций в основной капитал.

²⁷ Лунова Я.Е. Модернизационные императивы развития механизма управления инновационной деятельностью в регионе: теория и практика. –Ростов-на-Дону: Изд-во СКНЦ ВШ, 2006.-124 с.

²⁸ Информационный портал «Инвестиционные возможности России»
<http://www.ivr.ru/regions/index.php?a=view&t=&title=533>

Во-вторых, в рамках исследования конкурентных преимуществ Краснодарского края в области привлечения инвестиций необходимо отметить, что край входит в семерку российских регионов с наименьшими инвестиционными рисками.

В-третьих, отличительной особенностью Краснодарского края в рамках политики по привлечению инвестиций в регион является прогрессивная законодательная база. Так, Краснодарский край занимает 2 место в рейтинге российских регионов по законодательной активности в сфере инвестиций²⁹.

В качестве основных форм государственной поддержки инвесторов краевым законодательством предусмотрены:

- налоговые льготы в части платежей, уплачиваемых в краевой бюджет. На сегодняшний день это – освобождение от уплаты налога на имущество, созданное или приобретенное в рамках реализации инвестиционного проекта. Налоговые льготы предоставляются предприятиям, вкладывающим собственные и привлеченные средства в реализацию проектов, которым присвоен статус «одобренных»;

- предоставление гарантий краевого бюджета;

- бюджетные кредиты, в том числе на осуществление лизинговой деятельности;

- субсидирование процентной ставки по кредитам, предоставляемым на инвестиционные цели;

Кроме того, инвесторам могут быть установлены льготные условия пользования землей, а также переданы на льготных условиях объекты недвижимости, являющиеся краевой собственностью.

В качестве одной из форм государственной поддержки инвесторов Законом «О государственном стимулировании

²⁹ Стратегия развития Краснодарского края до 2020 года. Краснодар-Москва, 2006.

инвестиционной деятельности в Краснодарском крае» предусмотрено сопровождение инвестиционных проектов, которое заключается в организации текущей работы специальной группой по содействию инвесторам в реализации инвестиционных проектов, контролю за своевременным получением инвесторами необходимых согласований и разрешений в государственных и муниципальных органах и организациях Краснодарского края.

В-четвертых, благоприятный климат для роста инвестиций в Краснодарском крае обусловлен более серьезной, чем в других регионах России, поддержкой компаний-инвесторов, как на начальном, так и на последующих этапах, что также направлено на снижение инвестиционных рисков.

В крае принято постановление главы администрации края «О преодолении административных барьеров и упрощении согласительных процедур при осуществлении предпринимательской и инвестиционной деятельности», которым установлен порядок, схемы и сроки согласования инвестиционных проектов на территории края.

Для эффективной работы с инвесторами упрощена процедура прохождения документов и создана служба содействию развития бизнеса и работе по принципу «одного окна», обращаясь в которую каждый желающий вложить капитал на территории края может быть уверен в возможности получить все необходимые для начала работ документы.

Принцип «одного окна» устраняет бюрократические барьеры, связанные с длительностью получения различных документов, позволяет экономить время и средства инвесторов, так как при формировании необходимого пакета документов инвестор имеет дело с одной государственной организацией.

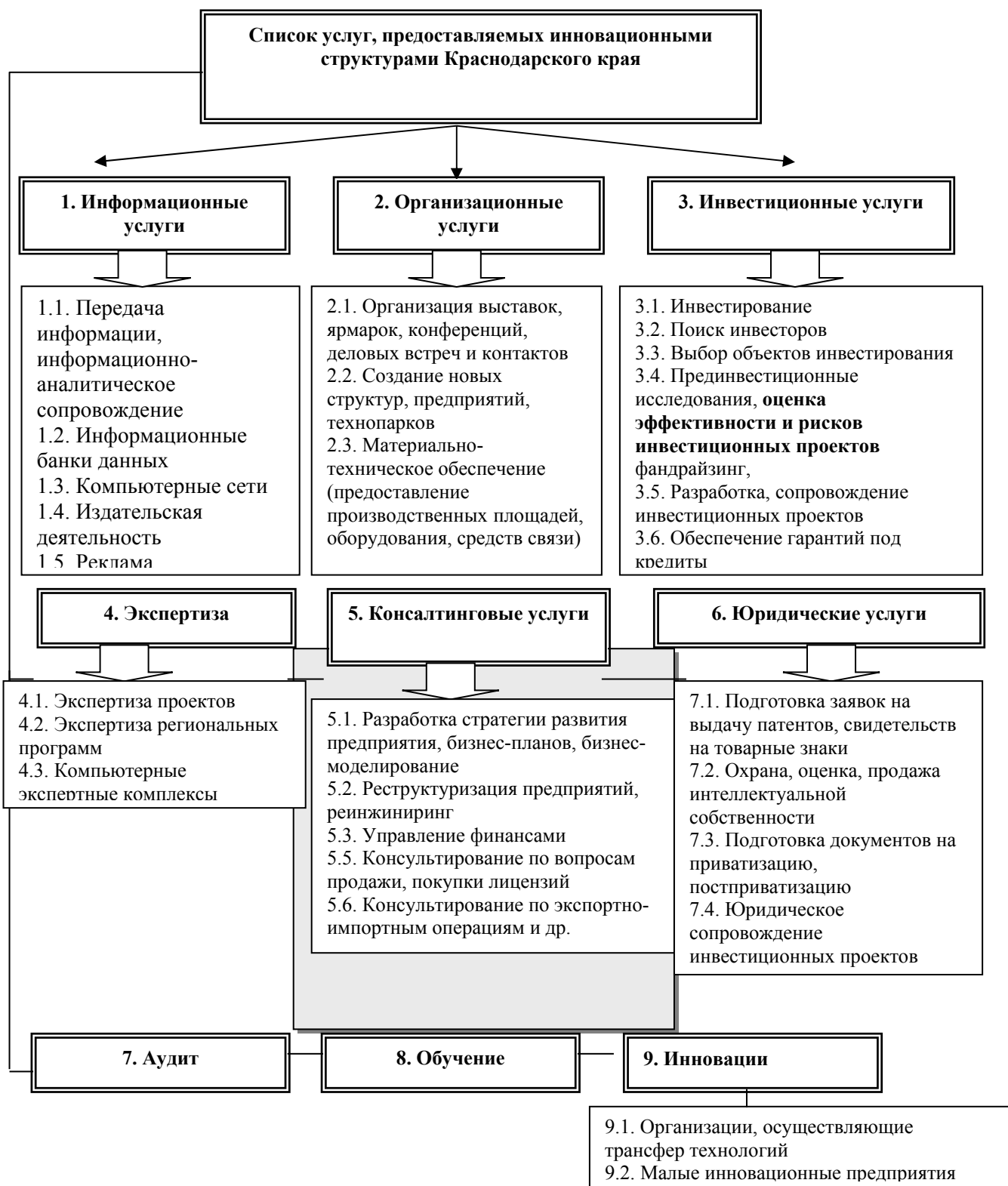


Рисунок 2.2.1 - Список услуг, предоставляемых инновационными структурами Краснодарского края

* Источник: www.extech.ru/regions/subjects/krasnoda/inocentr/index.htm

Служба «одного окна» работает в структуре департамента проектного сопровождения администрации края и имеет своих территориальных представителей во всех муниципальных образованиях, а ее основной задачей является административное содействие в реализации инвестиционных проектов, сокращение сроков прохождения документов.

Работники краевой администрации берут на себя решение проблем инвестора, начиная с момента его обращения, включая вопросы по выбору площадки для размещения объекта, оформлению земельных участков, получению разрешений на строительство и заканчивая сдачей объекта в эксплуатацию³⁰.

Таким образом, необходимо отметить, что Краснодарский край является одним из наиболее прогрессивных и активных регионов в рамках деятельности по привлечению инвестиций, имеющий достаточно большое количество конкретных институциональных схем, позволяющих осуществлять экономическую оценку инвестиционных рисков, формировать и реализовывать мероприятия, направленные на их снижение.

Так, в рамках Комплексной программы «Повышение инвестиционной привлекательности Краснодарского края» поставлены следующие стратегические задачи, направленные на повышение инвестиционной привлекательности региона³¹:

– создание благоприятного инвестиционного климата, повышение инвестиционной привлекательности отраслей экономики, инновационной деятельности и сферы образования края;

³⁰ Лунева Я.Е. Модернизационные императивы развития механизма управления инновационной деятельностью в регионе: теория и практика. –Ростов-на-Дону: Изд-во СКНЦ ВШ, 2006.-124 с.

³¹ Комплексная программа экономического и социального развития Краснодарского края до 2010 г.

– развитие рыночной инфраструктуры, в том числе региональной инвестпроводящей сети и инвестиционной банковской сети;

– государственная поддержка инвестиций в виды деятельности, способные играть роль «точек роста» в экономике края;

– совершенствование системы стимулирования и поддержки привлечения инвестиционных средств посредством ценных бумаг;

– обеспечение финансовой устойчивости и повышение капитализации предприятий, банков и страховых компаний;

– повышение доверия к финансовым институтам;

– расширение инструментария и внедрение практики использования финансовых инструментов (фондовый рынок, кредитование).

Проведенное исследование субъектов инновационной сферы Краснодарского края позволило идентифицировать предоставляемые ими услуги, в числе которых – оценка инвестиционных рисков реализуемых в регионе проектов (рис.2.2.1).

Одним из перспективных направлений оказываемых услуг может стать организационно-управленческий консалтинг, выходящий за рамки подготовки и реализации инновационных проектов.

В контексте реализации механизма формирования базисных основ привлечения инвестиций в комплексное социально-экономическое развитие Ростовской области можно отметить, что данный регион также обладает мощным потенциалом, влияющим и обуславливающим инвестиционную привлекательность территории:

– выгодным географическим положением, близостью емких рынков сбыта;

– мощным ресурсным потенциалом и относительно дешевыми энергоносителями, обеспечивающими прибыльный и эффективный бизнес в сфере производства товаров ежедневного и регулярного спроса;

– развитыми транспортными коммуникациями, производственной инфраструктурой, надежной связью;

– высококвалифицированными трудовыми ресурсами; наличием законодательства, предусматривающего для инвесторов гарантирование их имущественных прав и льготный налоговый режим;

- органы региональной власти и управления осуществляют организационную и финансовую поддержку инвестиционных проектов, обеспечивают гарантии безопасности бизнеса.

Тема 2.3. Теоретико-концептуальная модель территориально-адаптированного подхода к формированию комплексной системы оценки инвестиционных рисков

Как показали проведенные выше исследования, инвестиционные риски такого сложноструктурированного мезообразования, как регион, представляют собой объект, оценивание уровня и масштабов которого сопряжено с рядом сложностей, связанных, в первую очередь, с его сущностью. Последняя объясняется, в том числе, причиной комплексности формирования его структуры из элементов инвестиционной активности хозяйствующих единиц, локализующихся на данной территории, при обязательном порождении системного,

синергетического эффекта. В связи с этим инвестиционный риск региона, хотя и складывается изначально на основе рисков отдельных реализуемых в регионе инвестиционных проектов, представляет собой более масштабное явление, оценивание которого должно проводиться с использованием методики, учитывающей его специфические особенности.

Генезис инвестиционного риска на региональном уровне для целей оценивания представлен на рис. 2.3.1.

Множество хозяйствующих субъектов ведут инвестиционную деятельность на данной административной территории, при этом одно предприятие может реализовывать несколько инвестиционных проектов, либо, наоборот, в одном проекте может быть одновременно задействован ряд организаций, что приводит к арифметическому несовпадению числа объектов инвестиционной активности и количества проектов, и, следовательно, усложняет процедуру порождения рисков. Совокупные инвестиции региона, хотя и включают все проводимые инвестиционные проекты, все же представляют собой систему, свойства которой не сводятся к сумме свойств элементов, в частности, из-за наличия региональной инвестиционной инфраструктуры, инвестиционного климата, формируемого, в том числе, административными рычагами поддержки и регулирования инвестиционной деятельности, поэтому генерируемый ими инвестиционный риск не является однородной структурой, что необходимо учитывать при его оценивании.

Каждый инвестиционный проект на микроуровне всегда проходит некоторую процедуру оценки, которая может быть более или менее формализованной, включать различное количество этапов и методов оценки, давать разную точность, и по-разному использоваться ЛПР при принятии решений по проекту, тем не

менее, в настоящее время инвестиционную деятельность нельзя представить без соответствующего финансового, налогового, юридического, маркетингового и других элементов обоснования. Существуют достаточно устоявшиеся методы оценки инвестиционных проектов, которые, как правило, дают достаточно информации для управления инвестициями. Совокупная инвестиционная активность региона с фундаментальной точки зрения формируется на основе всех реализуемых на данной административной территории проектов. Однако, так как регион является обособленной единицей исполнительной и законодательной власти, и все экономические процессы, в нем протекающие, подлежат соответствующему контролю и регулированию, на мезоуровне неизбежно возникает системная инфраструктура инвестиционной деятельности, которая представляет собой, в том числе, элемент возникновения риска, и влияет на инвестиционный риск региона в целом, как в сторону возможного увеличения, так и уменьшения. Поэтому система оценивания инвестиционного риска региональной структуры должна включать как суммарный рисковый эффект реализуемых проектов, как базисную составляющую, так и оценку синергетической компоненты риска, порождаемую совокупными инвестиционными процессами региона, с учетом его функционирования как мезоэкономического объекта.

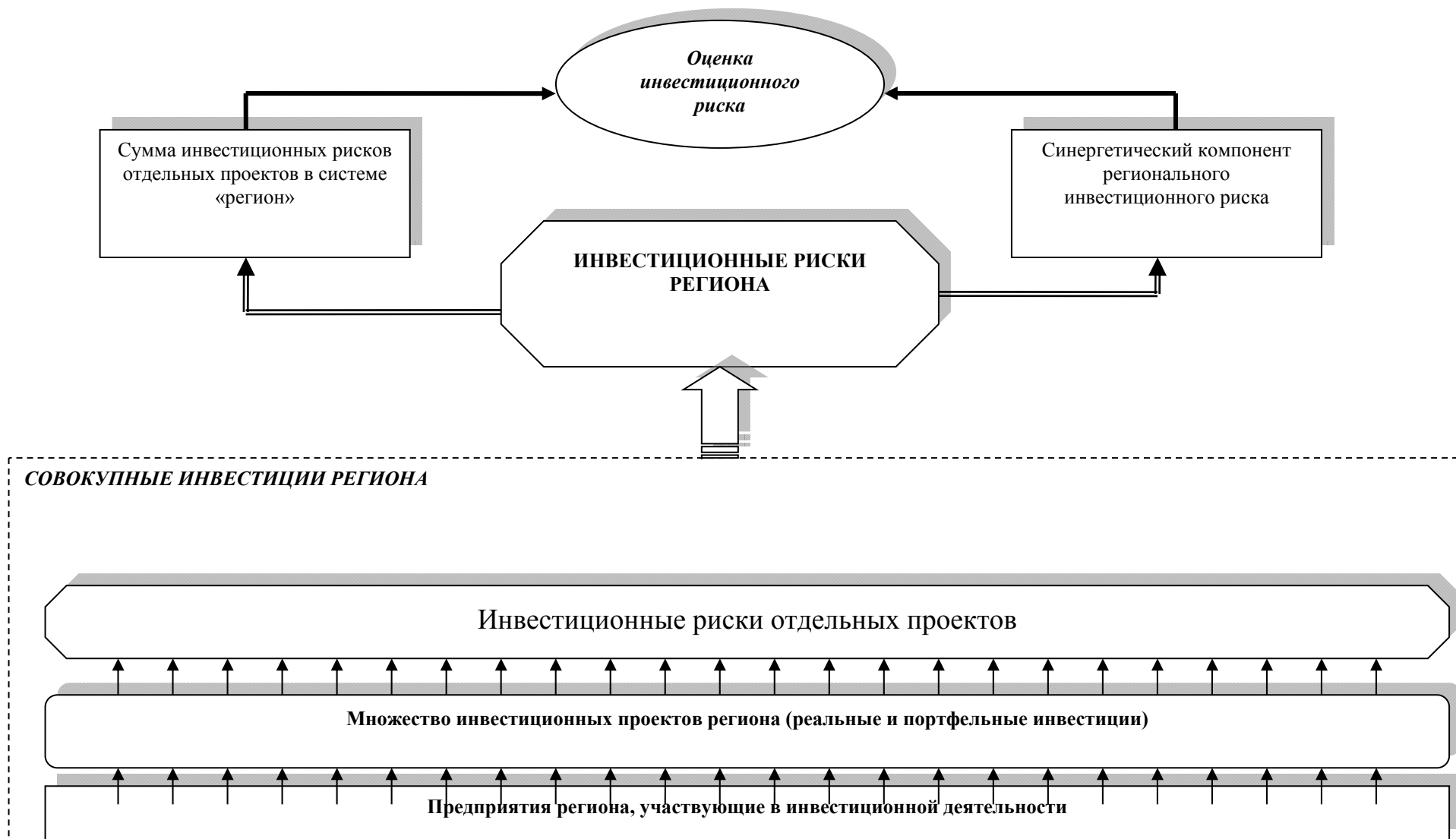


Рисунок 2.3.1 - Генезис инвестиционных рисков региона в контексте его оценки

В связи с этим формирование системы оценок инвестиционного риска должно вестись одновременно в двух направлениях: «снизу вверх», от отдельных инвестиционных проектов до мезоуровня, и «сверху вниз», от показателей экономического положения региона, начиная с инвестиционных, до момента их сопряжения с единичными инвестиционными проектами в едином процессе создания инвестиционной деятельности, ресурсов, климата, и, разумеется, инвестиционных рисков региона.

Наглядно процедура формирования системы оценок инвестиционного риска на региональном уровне представлена на рис. 2.3.2.

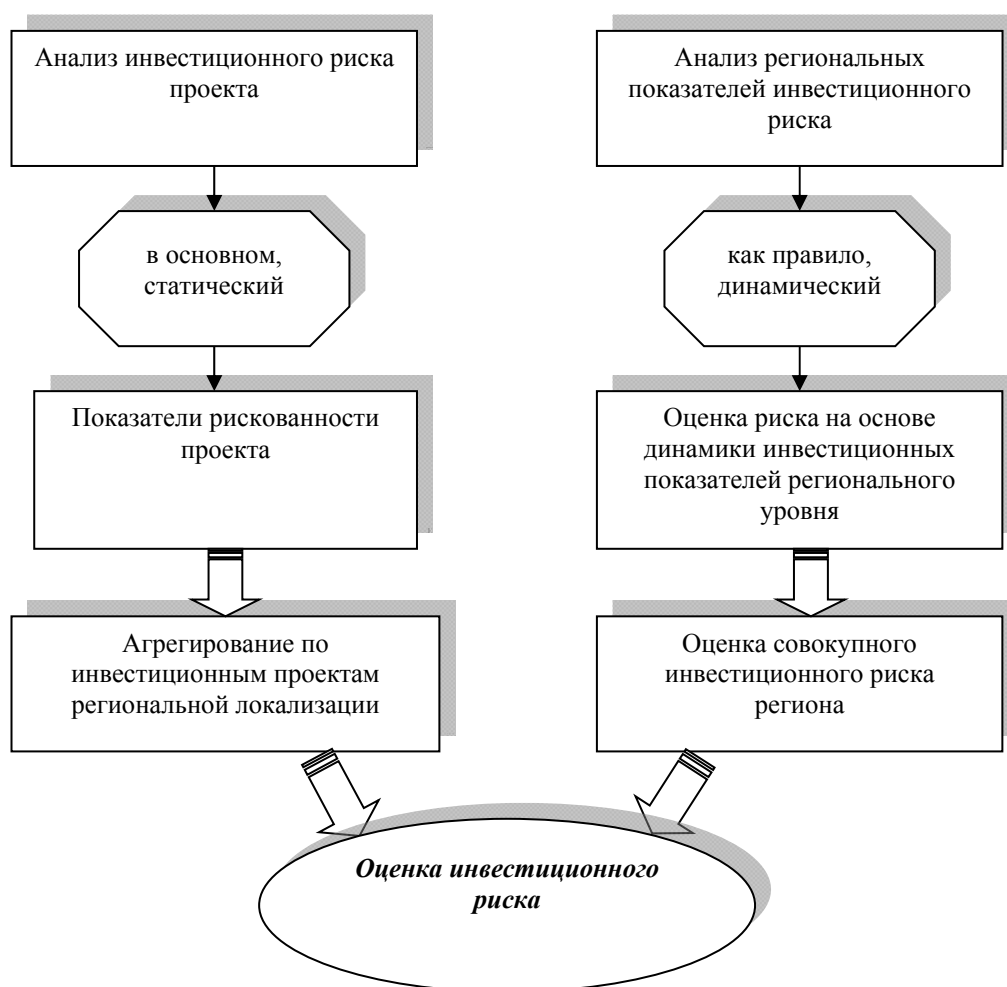


Рисунок 2.3.2 - Формирование системы оценок инвестиционного риска региона

Оно происходит в двух направлениях: «снизу вверх» анализируются инвестиционные проекты, одновременно проводится анализ региональных характеристик инвестиционного риска. Отметим, что, несмотря на учет фактора времени в основных показателях, применяемых при оценке инвестиционных проектов, получаемые значения все же носят статический характер, так как оценивают состояние и риски проекта, имеющего определенную длительность, на конкретный момент, либо период времени, то есть представляют собой статические показатели. Теоретически можно рассчитать последовательность таких показателей в разные периоды времени, и получить таким образом динамическую оценку рисков проекта, однако на практике это нецелесообразно по двум причинам: несопоставимости характеристик проекта на стадии предпроектного анализа и во время его реализации, и отсутствии необходимых данных. Кроме того, подобный анализ в состоянии дать только ретроспективную оценку рисков, что не имеет смысла, так как оценки инвестиционного риска проекта по его завершении не дают возможностей прогнозирования, в том числе из-за несопоставимости разных проектов, имеющих разные масштабы и экономическое содержание. Иными словами, при анализе отдельных проектов, не нарушая общности, можно предполагать, что осуществляется статический анализ инвестиционного риска, который при агрегировании по всем (или большинству значимых для региональной экономики проектов) позволяет получить суммарную оценку инвестиционного риска региона.

Однако региональный инвестиционный риск, в силу наличия соответствующей инфраструктуры, системного единства и синергетического эффекта, включает, помимо суммы рисков составляющих отдельных проектов, дополнительную, синергетическую компоненту риска. Причем ее непосредственная

оценка в количественном выражении затруднена в силу невозможности выделения именно синергетической компоненты «в чистом виде». В результате анализа показателей экономического и, в том числе, инвестиционного развития региона мы получаем оценку совокупного инвестиционного риска региона, не являющегося, однако, оценкой всего риска, а относящегося только к региону как к мезообъекту инвестиционного риска.

Таким образом, можно заключить, что такой двунаправленный подход к оценке инвестиционного риска региона позволяет получить две оценки риска, не равные друг другу. Их соотношение представлено на рис. 2.3.3. Полученные с двух направлений оценки инвестиционного риска региона требуют дооценки и дополнительного сравнения, что в итоге позволяет сформировать сбалансированную систему показателей.



Рисунок 2.3.3 - Соотношение укрупненных компонент оценки инвестиционного риска региона

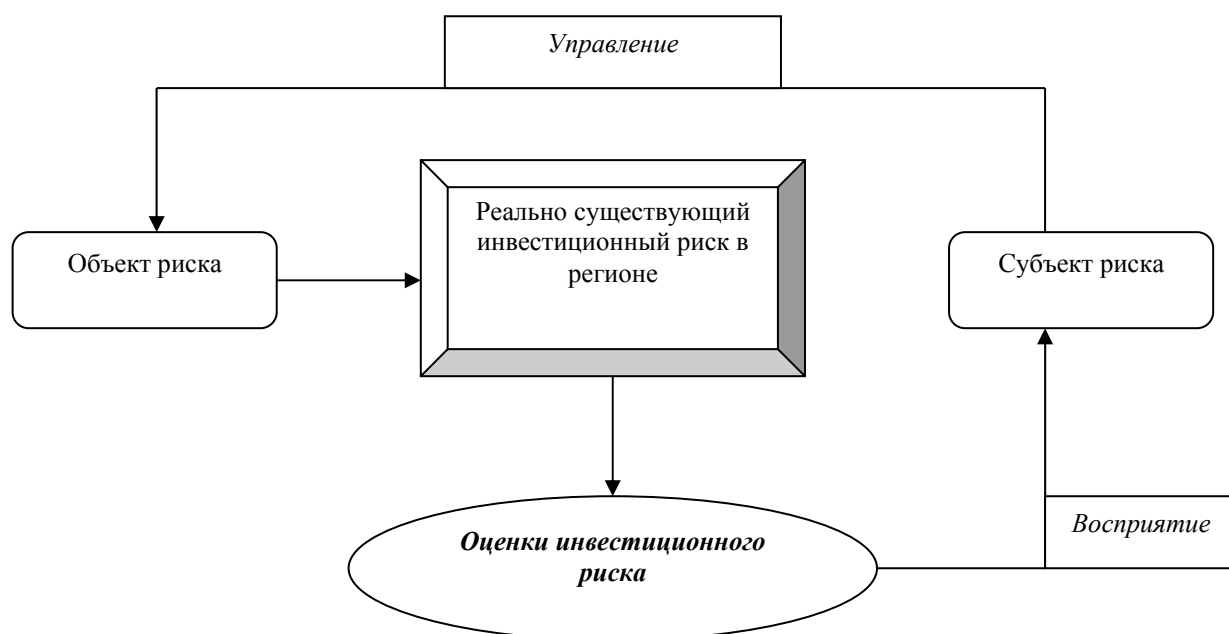


Рисунок 2.3.4 - Место оценок риска в объектно-субъектном управлении инвестиционным риском региона

Несмотря на необходимость формирования сбалансированной системы объективных количественных характеристик инвестиционного риска на региональном уровне, необходимо учитывать объектно-субъектный характер управления им, что обуславливает наличие ряда особенностей, которые сказываются в том числе на принципах оценки риска и их восприятии при осуществлении управления. На рисунке 2.3.4 изображено место оценок риска в системе объектно-субъектного управления. Регион как объект инвестиционной деятельности порождает риск, становясь тем самым объектом инвестиционного риска. Этот риск представляет собой реально существующее свойство инвестиций в регионе, и, таким образом, может быть оценен. Основными оценками инвестиционного риска, однозначно интерпретируемыми, с помощью которых можно выработать управленческие решения, являются оценки количественные.

Однако любые показатели риска всегда проходят через призму субъективного восприятия ЛПР, преломляясь таким образом, чтобы сделать возможным формирование конкретного содержания управляющего воздействия.

Таким образом, любые объективные оценки инвестиционного риска, из-за разницы восприятия отдельными субъектами риска, в итоге приводят к разным управляющим воздействиям, и, соответственно, разным траекториям движения объекта риска. То есть реализуется ли потенциал получения дополнительного дохода, органически заложенный в ситуации инвестиционного риска, или нет, зависит исключительно от конкретного управляющего и его склонности к риску. Управление инвестиционным риском, как сложный процесс, всегда носит субъективный характер. В этих условиях возрастает необходимость формирования системы как можно более объективных показателей риска, в противном случае высокая субъективность оценок, при непредсказуемом взаимодействии с субъективным восприятием ЛПР, может привести к непрогнозируемому возрастанию инвестиционного риска в целом.

Для поддержки принятия решений по управлению инвестиционным риском региона, и для возможной формализации субъективного восприятия объективных количественных оценок риска, предлагается формирование матрицы атрибутивных оценок риска субъектами управления инвестиционным риском региона (рис. 2.3.5).

		субъекты инвестиционного риска					
		1	2	...	j	...	m
количественные объективные оценки инвестиционного риска	номер значение						
	1 Y_1	X_{11}	X_{12}		X_{1j}		X_{1m}
	2 Y_2	X_{21}	X_{22}		X_{2j}		X_{2m}
	...						
	i Y_i	X_{i1}	X_{i2}		X_{ij}		X_{im}
	...						
	n Y_n	X_{n1}	X_{n2}		X_{nj}		X_{nm}

Y_i – i -я объективная количественная оценка инвестиционного риска

X_{ij} – субъективная атрибутивная оценка инвестиционного риска, полученная на основе восприятия j -м субъектом i -й количественной оценки

Рисунок 2.3.5 - Матрица восприятия субъектами инвестиционного риска региона количественных оценок риска как основы для формирования субъективных атрибутивных оценок

Предположим, что существует n объективных количественных оценок инвестиционного риска, объединенных в некую систему. Для более качественной выработки на их основе управляющего воздействия субъекту риска необходимо рассмотрение их всех, в комплексе, во избежание ошибок и погрешностей, связанных с излишним агрегированием. Очевидно, что каждый из субъектов управления инвестиционным риском региона (как реальных, так и потенциальных), видоизменяет объективные оценки, преломляя их через собственное восприятие, с точки зрения предпочтений относительно риска. Тем не менее, восприятие часто носит неконкретный характер, и не позволяет конкретизировать и сравнить разное отношение к одной и той же оценке риска со

стороны разных субъектов. При этом индивиду часто достаточно легко установить, представляет ли для него данная оценка высокий, средний или низкий уровень риска. Таким образом можно трансформировать объективные параметры риска в понятную для субъекта рисковую характеристику атрибутивного типа, на основании которой можно принимать решения по управлению. В случае, когда управляющая подсистема управления инвестиционным риском региона носит сложный характер (что, как правило, и происходит, так как решения принимаются не единолично, а при участии команды управленцев, каждый из которых имеет собственные предпочтения относительно риска), обоснованные решения могут приниматься после проведения несложных процедур проверки согласованности атрибутивных оценок риска субъектов. Это позволит снизить субъективность при принятии решений по управлению инвестиционным риском региона, и приблизить тем самым процесс управления к ситуации нейтральности к риску, позволяющей принимать решения, которые можно считать максимально возможно объективными.

Любые субъективные оценки риска базируются на информации относительно ситуации инвестиционного риска, которая может носить как описательный характер (когда из общих, традиционных параметров инвестиционного процесса делаются выводы об уровне риска), либо представлять собой собственно количественные оценки риска. Поэтому фундамент оценивания инвестиционного риска региона складывается именно из объективных количественных характеристик риска.

На рисунке 2.3.6 представлена достаточно развернутая, однако не претендующая на исчерпывающий характер классификация мер инвестиционного риска, а также методик и моделей его оценки. Деление на группы в некоторой мере условное, однако,

представляющееся достаточно обоснованным в контексте подготовки информации для управления рисками.

К математико-статистическим методам отнесены простейшие показатели риска, рассчитываемые на основании статистических данных. Некоторые меры риска, классифицированные в другие группы, также относятся по методам расчетов к статистическим, как и вся группа «греческих» измерителей, тем не менее, данный принцип деления представляется допустимым, в предположении деления по максимальному подобию. Большинство этих показателей является также «классическими» в своем роде, с точки зрения подходов к измерению риска.

Отметим, что для обеспечения сопоставимости оценок риска, что представляется весьма важным при оценивании инвестиционного риска, как на проектном уровне, так и на региональном, необходимо использование некоторых безразмерных показателей, позволяющих проводить сравнение разномасштабных инвестиций. Таким, достаточно универсальным, и весьма распространенным при анализе портфельных инвестиций является показатель доходности.

Математико-статистические меры риска базируются на предположении о том, что риск оценивается как своего рода изменчивость некоей случайной величины, в качестве которой логично использование доходности (return) инвестиций, в течение некоторого, оговоренного периода времени. В качестве периода измерения может рассматриваться месяц, квартал, год.

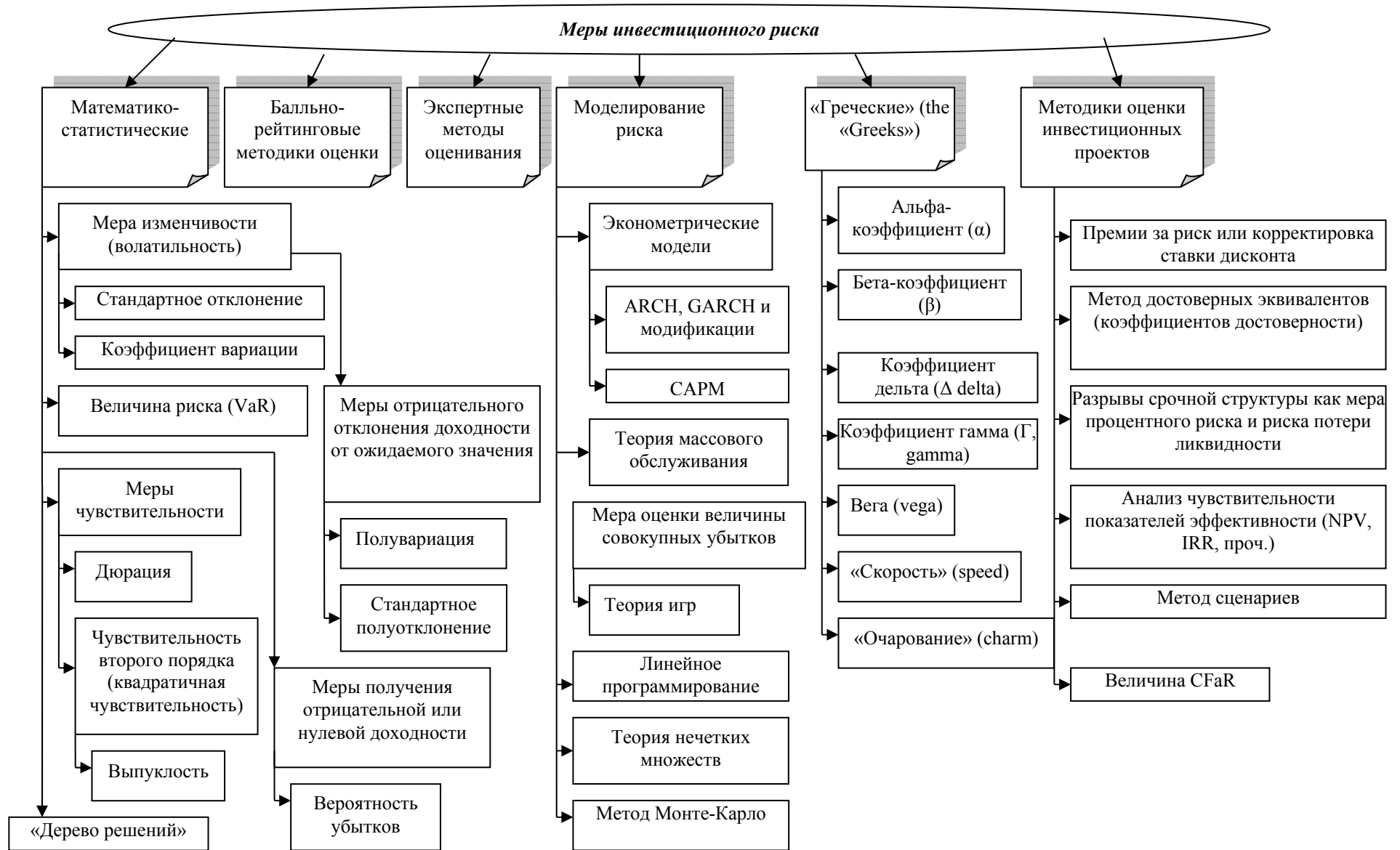


Рисунок - 2.3.6. Классификация мер и методов оценки инвестиционного риска (авторская версия)

При исследовании риска одного инвестиционного проекта можно использовать всю его продолжительность, однако при совокупном исследовании рисков инвестиционной активности это нецелесообразно, так как приведет к несопоставимости. Поэтому при агрегировании инвестиционных рисков отдельных проектов, при рассмотрении всей их длительности необходима процедура приведения к одному периоду.

Доходы, измеренные на конец предыдущего периода, обозначаются индексом $(i-1)$, на конец текущего периода i . Доходность может рассчитываться разными способами. Арифметическая, или дискретная доходность определяется как прирост стоимости активов плюс промежуточные доходы от инвестирования:

$$r_i = \frac{P_i + D_i - P_{i-1}}{P_{i-1}}, \quad (2.3.1)$$

где r_i – рыночная доходность на конец текущего периода;
 P_i – стоимость активов на конец текущего периода;
 P_{i-1} – стоимость активов на конец предыдущего периода;
 D_i – суммарный доход в течение периода рассмотрения.

В долгосрочном плане практикуется использование геометрической, или непрерывно наращенной доходности, определяемой как натуральный логарифм отношения стоимостей (цен), с учетом промежуточных выплат:

$$r_i = \ln \frac{P_i + D_i}{P_{i-1}}, \quad (2.3.2)$$

где r_i, P_i, P_{i-1} – как в (2.3.1).

Большинство представленных методов оценки риска, так или иначе, характеризует колебания доходности. При этом, используя различные меры инвестиционного риска, необходимо понимать, что все они базируются на определенных допущениях. Кроме того,

многие меры риска являются универсальными, применимыми для оценки рисков не только инвестиционной природы, что также формирует их специфику.

Меры изменчивости (волатильности) отражают отклонения доходности инвестиций от среднего значения и вероятности такого отклонения, например, дисперсия или коэффициент вариации, стандартное отклонение, и, как следствие, усредняют риск³².

Используя исправленное стандартное (среднее квадратическое) отклонение, оценивают риск, как вариацию доходности по формуле:

$$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{j=1}^n (r_{ij} - \bar{r}_i)^2}, \quad (2.3.3)$$

где n – число наблюдений (моментов или периодов);

r_{ij} – рыночная доходность i -ого актива в j -й момент (период);

\bar{r}_i – средняя рыночная доходность.

Стандартное отклонение, как известно, является величиной, размерность которой соответствует размерности случайной величины, поэтому несопоставима по разным инвестиционным проектам, или по разным показателям, либо регионам. В связи с этим применяется безразмерный показатель изменчивости – коэффициент вариации:

$$V = \frac{s}{\bar{r}_i}, \quad (2.3.4)$$

где все обозначения идентичны (2.3.3).

Волатильность как таковая представляет собой весьма важную меру риска, являясь случайной составляющей изменения доходности инвестиционного проекта, либо другого показателя, не связанной с логикой инвестиционного процесса региона, а

³² Риск инвестиционных проектов/ Эльжбета Островская, пер. с польского. – М.: ЗАО издательство «Экономика», 2004. – 269 с.

обусловленной случайными причинами. Она измеряет уровень риска, как степень разброса значений доходности вокруг ожидаемого среднего.

Волатильность может определяться не только путем расчетов непосредственно по статистике стоимостей задействованных в инвестиционном процессе активов, но и исходя из моделей ценообразования производных инструментов³³.

Волатильность при этом является случайной величиной, или (при рассмотрении за несколько последовательных интервалов времени) -временным рядом. Моделирование данной случайной величины представляет основу для оценки большинства видов рисков, включая инвестиционные, является достаточно сложной, в некоторых случаях, задачей, и производится разными способами.

Основные способы моделирования волатильности:

- простая волатильность;
- экспоненциальная волатильность;
- прогнозируемая (implied) волатильность;
- реализованная (realized) волатильность;
- ARCH/GARCH модели³⁴.

Наибольший интерес представляют последний метод моделирования волатильности, отнесенный в построенной классификации к эконометрическим моделям. К появлению в начале 80-х годов класса моделей авторегрессионной условной гетероскедастичности (autoregressive conditionally heteroskedastic — ARCH) привело изучение закономерностей изменений волатильности. Суть модели состоит в следующем. Предположим, имеется регрессия временного ряда y_t на другие временные ряды (все ряды предполагаются стационарными):

³³ Сафонова Т.Ф. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами. – М.: Дело, 2000. – 544с

³⁴ Жердер В.М. Методы оценки финансового риска, Методические указания по изучению курса/ РГЭУ – Ростов н/Д, 2005. – 62с.

$$y_t = x'_t \cdot \beta + u_t. \quad (2.3.5)$$

Из эмпирических наблюдений за поведением достаточно большого количества временных рядов, носивших, в основном, финансовый характер, было замечено, что наблюдения с большими и малыми отклонениями от средних имеют тенденцию к образованию кластеров, то есть периоды «спокойного» и «возмущенного» состояний рынка чередуются. Так как показатели инвестиционных процессов относятся к финансовым, и имеют возможность расчета доходности, то такие модели представляются применимыми.

В работе (Engle, 1982) был предложен следующий способ моделирования этого явления. Пусть $\sigma_t^2 = V(u_t | u_{t-1}, \dots, u_{t-p}) = E(u_t^2 | u_{t-1}, \dots, u_{t-p})$ – условная дисперсия ошибок u_t (как обычно, $E(u_t | u_{t-1}, \dots, u_{t-p}) = 0$). Эффект «кластеризации» возмущений можно объяснить следующей моделью зависимости условной дисперсии ошибок u_t от предыстории:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot u_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p \cdot u_{t-p}^2. \quad (2.3.6)$$

Процесс (2.3.5) и (2.3.6) называется авторегрессионной условно гетероскедастичной моделью порядка p , ARCH(p).

Простейшая модель такого рода, ARCH(1), имеет следующий вид:

$$\begin{aligned} y_t &= x'_t \cdot \beta + u_t. \\ u_t &= \varepsilon_t (\alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2)^{1/2}, \quad \varepsilon_t \sim iidN(0,1). \end{aligned} \quad (2.3.7)$$

В этой модели условная дисперсия ошибок зависит от времени: $V(u_t | u_{t-1}) = E(u_t^2 | u_{t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2$, в то время как безусловная дисперсия ошибок не зависит от времени: $V(u_t) = V(u_{t-1}) = \alpha_0 / (1 - \alpha_1)$. Таким образом, модель ARCH(1) удовлетворяет всем условиям классической линейной регрессионной модели и МНК-оценки являются наиболее эффективными линейными оценками.

Идея, лежащая в основе ARCH-модели, заключается в различии между условными и безусловными моментами второго порядка, тогда как безусловные вариации и ковариации постоянны, условные моменты нелинейно зависят от прошлых состояний и развиваются во времени. За последние двадцать лет были разработаны многочисленные модификации базовой модели Энгла, в частности M-ARCH, F-ARCH, T-ARCH, и примеры применения ее к финансовым и макроэкономическим временным рядам. В результате выделился целый набор более совершенных моделей, позволяющих отказаться от предположений о независимости волатильности от своих предыдущих значений и учесть автокорреляцию в них. В частности, появились так называемые GARCH-модели (general autoregressive conditional heteroskedastic – GARCH). Как видно из названия, они учитывают корреляционную зависимость с помощью авторегрессии значений волатильности при условии ее гетероскедастичности³⁵.

Данная модель подразумевает существенную зависимость волатильности от другой случайной величины с учетом времени. GARCH-модель является более сложной, по сравнению с такими моделями волатильности, как равновзвешенное и экспоненциально взвешенное скользящее среднеквадратическое отклонение, о чем свидетельствуют сложный подход к характеристике волатильности. GARCH-модель была предложена в 1986 году Боллерслевом, согласно предположениям которого дисперсия на момент времени t зависит не только от финансовых результатов, но и от условной дисперсии ошибок за предыдущий момент времени:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p u_{t-p}^2 + \dots + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2 + \dots + \gamma_q \sigma_{t-q}^2. \quad (2.3.8)$$

Такая модель называется обобщенной авторегрессионной условно гетероскедастичной порядка p, q , GARCH(p, q).

³⁵ Сафонова Т.Ф. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами. – М.: Дело, 2000. – 544с

Существенным преимуществом GARCH-модели признается ее свойство быстрого реагирования на любые наблюдаемые изменения в параметрах инвестиционного процесса и быстрого восстановления после сильных его колебаний.

Значение коэффициентов q и p зависит от параметров, рассматриваемых временных серий и производительности модели при данных коэффициентах. В большом количестве финансовых моделей эти коэффициенты принимаются за единицу, что позволяет оценить около 95% волатильности доходности, показывая лучшие результаты, чем различные взвешенные модели³⁶. Данная модель имеет ряд модификаций, связанных с настройкой модели под определенные требования, таких как A-GARCH модель (асимметричная GARCH-модель), или более сложная E-GARCH (экспоненциальная GARCH-модель), разработанная Д. Нельсоном в 1991 году.

Меры чувствительности, в отличие от индикаторов и моделей волатильности, информируют о влиянии на доходность различных переменных (факторов). В итоге количество применяемых мер чувствительности зависит от количества анализируемых факторов риска, что создает основу для расчета критических значений и определения границ областей безрискового инвестирования.

Параметры чувствительности можно представить графически с помощью профиля риска, в связи с чем анализ рисков называют также профилированием риска. Профиль риска (risk profile) – это график зависимости изменения экономического показателя (V), например стоимости данного финансового инструмента, от изменения влияющего фактора (p) (курса, процентной ставки, цены

³⁶ Лобанов А.А. Энциклопедия финансового риск-менеджмента, – М.: Альпина Бизнес Букс, 2-е издание, 2006.

базового актива, стоимостей иных товаров или ценных бумаг, объемов торгов и так далее)³⁷.

Помимо этого, необходимо подчеркнуть фундаментальные отличия концепций мер изменчивости и чувствительности. Меры изменчивости направлены только на измерение последствий риска, проявляющегося в дисперсии доходности, а меры чувствительности позволяют оценить влияние факторов риска³⁸.

Существенной и широко известной мерой чувствительности доходности инвестиций считается показатель систематического рыночного риска – бета-коэффициент (β), использующийся в качестве одной из мер рыночного риска:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{D(r_m)}, \quad (2.3.9)$$

где β_i – бета-коэффициент i -го актива;

$Cov(r_i, r_m)$ – ковариация случайных величин доходности i -го актива и рынка (индекса);

$D(r_m)$ – дисперсия доходности рынка.

Этот коэффициент отражает степень влияния рынка на доходность инвестиций и применим только для оценки риска инвестиций, имеющих симметричную кривую доходности.

Чувствительность инвестиционного процесса к изменению значений некоторого базового показателя измеряется коэффициентом дельта. Дельта измеряет величину изменения параметра данного инвестиционного процесса при малом изменении базового ценового фактора (например, ставки процента):

³⁷ Лобанов А.А. Энциклопедия финансового риск-менеджмента, – М.: Альпина Бизнес Букс, 2-е издание, 2006.

³⁸ Риск инвестиционных проектов/ Эльжбета Островская, пер. с польского. – М.: ЗАО издательство «Экономика», 2004. – 269 с.

$$Delta = \frac{\Delta V}{\Delta p}, \quad (2.3.10)$$

где V – значение стоимостного параметра данного инвестиционного проекта, либо суммарных инвестиций региона;

p – базовый фактор.

Если изобразить данную зависимость некоторой линией, то дельта характеризует угол наклона, при этом ее величина равна тангенсу этого угла.

В случае наличия фиксированного инвестиционного дохода чувствительность к движению процентных ставок измеряется дюрацией:

$$Duration = -Delta \cdot \frac{1 + p}{V}, \quad (2.3.11)$$

где обозначения, как в (2.3.10).

Показатели риска, представляющие собой производные второго порядка, называются выпуклостью в случае наличия фиксированного инвестиционного дохода, и коэффициентом гамма при нелинейной форме дохода от инвестиционной деятельности. Выпуклость измеряет изменчивость дюрации по мере изменения процентной ставки. Показатель гамма (Γ , gamma) измеряет изменение дельты при изменении базового ценового фактора:

$$Gamma = \frac{\Delta Delta}{\Delta p}. \quad (2.3.12)$$

Гамма измеряет тот же риск, что и выпуклость. Если график зависимости стоимости инвестированных активов от базового ценового фактора выпуклый, то гамма положительна, при вогнутом графике гамма отрицательна, а если профиль риска – прямая линия, то гамма равна нулю. Оба показателя измеряют чувствительность

второго порядка (или квадратичную чувствительность) к изменениям финансовых переменных ³⁹.

Одним из косвенных показателей инвестиционного риска служит величина премии за риск – разность доходности данного типа инвестиций r_i , которому присущ риск, и доходности безрисковых (условно безрисковых) вложений r_f .

В реальности премии за риск инвестиций в конкретные активы могут отклоняться от расчетных премий за систематический риск этих активов, и величина этих отклонений может быть охарактеризована как несистематический (специфический) риск инвестиций в активы, который описывается альфа-коэффициентом (α), показывающим переоценку или недооценку рынком систематического риска для данного актива:

$$\alpha_i = (r_i - r_f) - \beta(r_m - r_f), \quad (2.3.13)$$

где r_i – доходность i -ого актива;

r_f – безрисковая доходность;

r_m – ожидаемая рыночная доходность;

β_i – бета-коэффициент, определяется также как в (2.3.9).

Существует множество иных показателей риска, традиционно применяемых по отношению к производным инструментам на финансовых рынках, которые могут, однако, использоваться при оценке инвестиционного риска на региональном уровне, обозначаемых в основном греческими буквами, поэтому в целом они иногда называются «греческими» (the «Greeks»).

Вега (vega) – показатель риска измеряющий изменение стоимости инвестированного актива при изменении волатильности базового ценового фактора:

³⁹ Лобанов А.А. Энциклопедия финансового риск-менеджмента, – М.: Альпина Бизнес Букс, 2-е издание, 2006.

$$Vega = \frac{\Delta V}{\Delta s} . \quad (2.3.14)$$

Показатель изменения гаммы при изменении базового ценового фактора носит название «скорость» (speed):

$$Speed = \frac{\Delta Gamma}{\Delta p} . \quad (2.3.15)$$

Если дельта – это первая производная функции стоимости инструмента по базовому ценовому фактору, то гамма – вторая производная, а скорость – производная третьего порядка. Скорость позволяет следить за ростом гаммы и дельты.

Показатель, измеряющий изменение дельты по мере изменения времени до исполнения контракта, называется «очарование» (charm):

$$Charm = \frac{\Delta Delta}{\Delta t} . \quad (2.3.16)$$

Разрыв (gap) срочности определяется как разность суммы процентных активов данной срочности и процентных пассивов данной срочности. Для каждого диапазона можно вычислить величину такого разрыва:

$$Gap_t = A_t - L_t, \quad (2.3.17)$$

где t - разрыв срочности;

A_t – сумма процентных активов данной срочности;

L_t – сумма процентных пассивов данной срочности.

Можно рассчитать кумулятивный разрыв (cumulative gap) накопленным итогом разрывов для каждой срочности. Кумулятивный разрыв представляет собой разрыв для диапазона, включающего в себя все предыдущие диапазоны, начиная с первого, со срочностью t_0 :

$$\text{Cumulative Gap}_T = \sum_{t=t_0}^T \text{Gap}_t, \quad (2.3.18)$$

где t_0 – первый диапазон срочности;

T – время.

Коэффициент отношения разрыва к общей величине активов (gap ratio) для разрывов и кумулятивных разрывов рассчитывается соответственно:

$$\text{Gap Ratio}_t = \frac{\text{Gap}_t}{\sum A}; \quad (2.3.19)$$

$$\text{Cumulative Gap Ratio}_t = \frac{\text{Cumulative Gap}_t}{\sum A}. \quad (2.3.20)$$

С помощью анализа разрывов срочной структуры активов и пассивов можно также исследовать риск недостаточной балансовой ликвидности, то есть недостаточности денежных и других быстро оборачиваемых активов для покрытия потребностей в оборотных средствах и обеспечения платежеспособности фирмы⁴⁰.

К другим статистическим мерам уровня инвестиционного риска можно отнести: полувариацию, стандартное полуотклонение, учитывающие только отрицательные отклонения доходности от ожидаемого значения, а также вероятность убытков (недостижения требуемого уровня), то есть получения отрицательной или нулевой доходности.

Среди моделей и методов оценки уровня инвестиционного риска, в частности для оценки величины совокупных убытков, также применяется теория игр (в условиях неопределенности с ориентацией на наихудший вариант), метод статистического моделирования Монте-Карло, методы теории массового обслуживания и линейного программирования.

⁴⁰ Лобанов А.А. Энциклопедия финансового риск-менеджмента, – М.: Альпина Бизнес Букс, 2-е издание, 2006.

Для всесторонней количественной и качественной оценки инвестиционного риска в настоящее время в мире все активнее используется методология Value-at-Risk (VaR). Концепция рисковости VaR прочно завоевала позиции в финансовом мире как распространенный методологический стандарт для оценки рыночных рисков. Метод расчета величины VaR представляет собой вероятностно-статистический подход для определения соотношения ценовых показателей и риска, основным понятием в нем является распределение вероятностей, где все возможные величины изменений рыночных факторов связаны с их вероятностями. Ключевыми параметрами VaR являются период времени, на который рассчитывается риск, и заданная вероятность того, что потери не превысят определенной величины. Методология VaR обладает рядом других несомненных преимуществ, так как позволяет:

- оценить риск в терминах возможных потерь, соотнесенных с вероятностями их возникновения;
- измерить различные по генезису инвестиционные риски универсальным образом;
- агрегировать отдельные риски в единую величину, учитывая при этом информацию о количестве инвестиционных проектов, волатильности и периоде проекта⁴¹. К другим важным достоинствам VaR относятся: простота и наглядность расчётов, консолидация информации, возможность сравнительного анализа потерь и соответствующих им рисков.

VaR – статистическая оценка максимально возможных потерь данного портфеля финансовых инструментов при заданном

⁴¹ Сурков Г., Границы применимости методологии VaR для оценки рыночных рисков// Финансист. – 2002 – №9. – 63-70с.

распределении за определенный период времени во всех случаях, за исключением заранее заданного малого процента ситуаций.

Пример, поясняющий понятие и определение VaR, приведен на рисунке 2.3.7. По оси абсцисс отложены значения доходностей портфеля в течение определенного периода времени, по оси ординат – вероятность появления этих значений. Кривая на рисунке задает плотность распределения вероятностей доходностей и потерь для данного портфеля (часто не гауссовского распределения) и заданного периода поддержания позиций. Заштрихованная светлым область соответствует выбранному доверительному уровню $(1-p) = 98,5\%$ в том смысле, что ее площадь составляет 98,5% от общей площади под кривой; соответственно площадь заштрихованной области слева составляет 1,5% от общей площади под кривой. Таким образом, VaR представляет собой величину суммарных возможных потерь, отвечающих заданному доверительному уровню⁴².

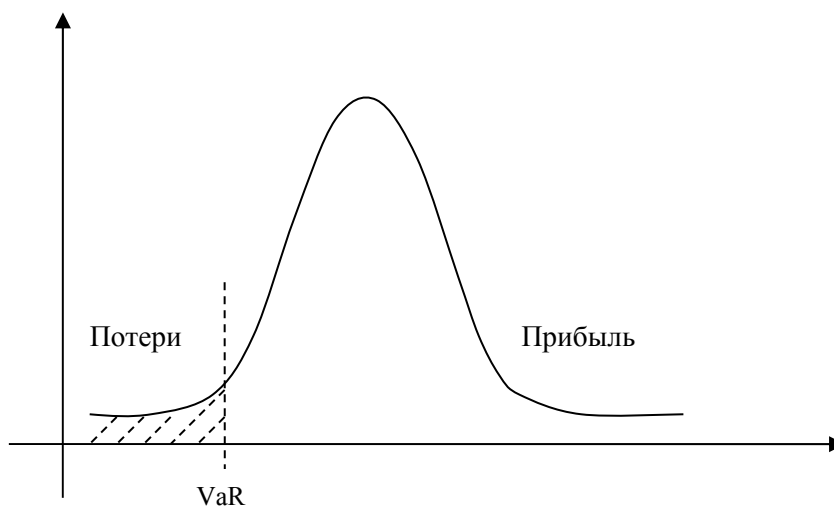


Рисунок 2.3.7 - Иллюстрация понятия VaR*

*Источник:

В любом случае, определение VaR подразумевает знание функции распределения доходности портфеля за выбранный

⁴² Сурков Г., Границы применимости методологии VaR для оценки рыночных рисков// Финансист. – 2002 – №9. – 63-70с.

интервал времени. Если стандартное отклонение как мера риска определяет «ширину» плотности распределения доходности портфеля, то VaR определяет конкретное значение потерь в стоимости портфеля, соответствующее заданному весу «хвоста» распределения.

Следует, однако, помнить, что любая числовая мера степени неопределенности является ограниченной - лишь само реальное распределение дает исчерпывающую характеристику риска. Поэтому в качестве такой меры риска выбор той или иной функции и числовых характеристик распределения должен производиться с учетом особенностей конкретной задачи управления рисками.

Стимулом к распространению VaR среди нефинансовых корпораций стало решение американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission — SEC), установившей в 1997 году для всех подотчетных ей компаний правила по обязательному раскрытию информации о рыночной стоимости используемых деривативов и финансовых активов, чувствительных к колебаниям финансовых рынков. В результате появилась потребность в создании корпоративной версии VaR, отражающей специфику рисков в нефинансовых корпорациях, в связи с тем, что большинство активов нефинансовых фирм неликвидны, и основным риском для них является опасность снижения операционных денежных потоков. Поэтому ключевой стоимостной метрикой риска является кэш-фло в условиях риска. Временной горизонт для вычисления C-FaR варьируется от одного до двадцати кварталов. При его вычислении используются не только базовые финансовые факторы риска, но и специфичные для корпорации факторы, влияющие на операционные денежные потоки, например изменение спроса на продукцию компании, ценовая политика конкурентов, отраслевые результаты НИОКР.

При создании C-FaR модель операционных денежных потоков должна быть интегрирована с моделью поведения финансовых факторов⁴³.

Рассмотренные методы и модели дают возможность с той или иной точностью оценить инвестиционный риск либо в полной мере, либо с учетом какого-то его аспекта. Однако все они используются для оценки рисков либо практически любой природы, либо генетически восходят к оценке инвестиционных портфельных рисков, поэтому, базируясь на статистике, в частности, на данных временных рядов, более применимы для динамической оценки риска, то есть для анализа инвестиционных данных региона в целом. Что же касается агрегированных оценок инвестиционных рисков проектов, локализованных в регионе, то их рекомендуется измерять с помощью традиционных для этого методов, также отраженных на рис. 2.3.6.

Метод корректировки ставки дисконтирования предусматривает приведение будущих денежных потоков к настоящему моменту времени по более высокой ставке, но не дает никакой информации о степени риска (возможных отклонениях конечных экономических результатов). При этом получаемые результаты существенно зависят только от величины надбавки (премии) за риск. Также недостатком данного метода являются существенные ограничения возможностей моделирования различных вариантов развития инвестиционного проекта, которые сводятся к анализу зависимости показателей *NPV*, *IRR* и других от изменений одного показателя - нормы дисконта. Таким образом, в данном методе различные виды неопределенности и риска

⁴³ Лукашов А. Количественное измерение рисков для нефинансовых компаний//[Консультант](#), 2007№ 1

формализуются в виде премии за риск, которая включается в ставку дисконтирования.

Метод достоверных эквивалентов (коэффициентов достоверности) в корректировку денежных потоков ИП в зависимости от достоверности оценки их ожидаемой величины. С этой целью рассчитываются специальные понижающие коэффициенты α_t для каждого планового периода t . Данный метод имеет несколько вариантов в зависимости от способа определения понижающих коэффициентов. Один из способов заключается в вычислении отношения достоверной величины чистых поступлений денежных средств по безрисковым вложениям (операциям) в период t , к запланированной (ожидаемой) величине чистых поступлений от реализации инвестиционного проекта в этот же период t ⁴⁴.

Другой вариант данного метода заключается в экспертной корректировке денежных потоков с помощью понижающего коэффициента, устанавливаемого в зависимости от субъективной оценки вероятностей. Применение коэффициентов достоверности в такой интерпретации делает принятие инвестиционных решений произвольным и при формальном подходе может привести к серьезным ошибкам и, следовательно, к последующим негативным последствиям для предприятия⁴⁵.

Метод анализа чувствительности показателей эффективности инвестиционного проекта (NPV , IRR и др.) позволяет на количественной основе оценить влияние на него изменения его главных переменных.

Метод сценариев позволяет преодолеть основной недостаток метода анализа чувствительности, заключающийся в

⁴⁴ Царев В.В. «Оценка экономической эффективности инвестиций». — СПб.: «Питер», 2004. — 464 с.

⁴⁵ Царев В.В. «Оценка экономической эффективности инвестиций». — СПб.: «Питер», 2004. — 464 с.

инвариантности измерения к другим параметрам, кроме анализируемого, так как с его помощью можно учесть одновременное влияние изменений факторов риска. К основным недостаткам практического использования метода сценариев можно отнести, во-первых, необходимость выполнения достаточно большого объема работ по отбору и аналитической обработке информации для каждого возможного сценария развития, и как следствие, во-вторых, эффект ограниченного числа возможных комбинаций переменных, заключающийся в том, что количество сценариев, подлежащих детальной проработке ограничено, так же как и число переменных, подлежащих варьированию, в-третьих, большая доля субъективизма в выборе сценариев развития и назначении вероятностей их возникновения. Если существует множество вариантов сценариев развития, но их вероятности не могут быть достоверно оценены, то для принятия научно обоснованного инвестиционного решения по выбору наиболее целесообразного инвестиционного проекта из совокупности альтернативных в условиях неопределенности применяются методы теории игр.

Метод построения «дерева решений» сходен с методом сценариев и основан на построении многовариантного прогноза динамики внешней среды. В отличие от метода сценариев он предполагает возможность принятия самой организацией решений, изменяющих ход реализации инвестиционного проекта и использующих специальную графическую форму представления результатов («дерево решений»). Данный метод может применяться в ситуациях, когда более поздние решения сильно зависят от решений, принятых ранее, и в свою очередь, определяют сценарии дальнейшего развития событий⁴⁶.

⁴⁶ Царев В.В. «Оценка экономической эффективности инвестиций». — СПб.: «Питер», 2004. — 464 с.

Имитационное моделирование по методу Монте-Карло является наиболее сложным, но и наиболее мощным методом оценки и учета рисков при принятии инвестиционного решения. В связи с тем, что в процессе реализации этого метода происходит проигрывание достаточно большого количества вариантов, то его можно отнести к дальнейшему развитию метода сценариев. Метод Монте-Карло дает наиболее точные и обоснованные оценки вероятностей по сравнению с вышеописанными методами. Однако, несмотря на очевидную привлекательность и достоинства метода Монте-Карло с теоретической точки зрения, данный метод встречает серьезные препятствия в практическом применении, что обусловлено следующими основными причинами:

- высокая чувствительность получаемого результата по методу Монте-Карло к законам распределения вероятностей и видам зависимостей входных переменных инвестиционного проекта⁴⁷⁴⁸;

- несмотря на то, что современные программные средства позволяют учесть законы распределения вероятностей и корреляции десятков входных переменных, между тем оценить их достоверность в практическом исследовании обычно не представляется возможным, так как, в большинстве случаев, аналитики измеряют вариации основных переменных макро- и микросреды, подбирают законы распределения вероятностей и статистические связи между переменными субъективно, поскольку получение качественной статистической информации не представляется возможным по самым различным причинам

⁴⁷ Кельтон В., Лоу А. «Имитационное моделирование». — «Классика CS». 3-е изд. — СПб.: «Питер»; Киев: Издательская группа ВНУ, 2004. — 847 с.

⁴⁸ «Количественные методы в экономических исследованиях» / Под ред. М.В. Грачевой и др. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. — 791 с

(временным, финансовым и т. д.)⁴⁹, особенно для уникальных инвестиционных проектов в реальном секторе экономики;

– вследствие двух вышеописанных причин, точность результирующих оценок, полученных по данному методу, в значительной степени зависит от качества исходных предположений и учета взаимосвязей входных переменных, что может привести к значимым ошибкам в полученных результатах (например, переоценке или недооценке риска ИП), а, следовательно, к принятию ошибочного инвестиционного решения.

Методы, базирующиеся на теории нечетких множеств, предполагают формализацию исходных параметров и целевых показателей эффективности инвестиционного проекта (в основном, *NPV*) в виде вектора интервальных значений (нечеткого интервала), попадание в каждый интервал которого, характеризуется некоторой степенью неопределенности. Осуществляя арифметические и др. операции с такими нечеткими интервалами по правилам нечеткой математики, эксперты и ЛПР получают результирующий нечеткий интервал для целевого показателя⁵⁰⁵¹⁵²⁵³. На основе исходной информации, опыта и интуиции эксперты часто могут достаточно уверенно количественно охарактеризовать границы (интервалы) возможных (допустимых) значений параметров и области их наиболее возможных (предпочтительных) значений.

Все рассмотренные методы, с точки зрения типологии получаемых мер риска, можно отнести к количественным оценкам.

⁴⁹ Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. «Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика». — М.: «Дело», 2004. — 888 с

⁵⁰ Деревянко П.М. «Сравнение нечеткого и имитационного подхода к моделированию деятельности предприятия в условиях неопределенности // Современные проблемы экономики и управления народным хозяйством». Сб. научн. статей. Вып. 14. — СПб.: СПбГИЭУ, 2005. — с. 289-292.: Персональный сайт в Интернете. — Электрон. дан. — СПб., 2006

⁵¹ Кофман А., Хил Алуха Х. «Введение теории нечетких множеств в управлении предприятиями». Пер. с исп. — Мн.: «Вышэйшая школа», 1992. — 224 с.

⁵² Севастьянов П.В., Севастьянов Д.П. «Оценка финансовых параметров и риска инвестиций с позиций теории нечетких множеств». «Надежные программы», 1997, №1, с. 10-19.

⁵³ Царев В.В. «Оценка экономической эффективности инвестиций». — СПб.: «Питер», 2004. — 464 с.

Однако в составленной классификации присутствуют также два типа оценок, не расшифрованных подробно с точки зрения состава. Это две особые группы оценок, позволяющие получать квазиколичественные (ординальные), или атрибутивные оценки риска.

Балльно-рейтинговые оценки инвестиционного риска представляют собой совокупность методик, базирующихся на сложившихся способах оценка, например, кредитного риска, широко используемых банками, несмотря на некоторый их субъективный характер и нечеткость в определении баллов. Их суть сводится к присвоению объекту инвестиционного риска определенных баллов при анализе его параметров. То есть, существует некоторое правило, согласно которому значения инвестиционных характеристик количественного типа, например, *IRR*, при его попадании в определенный диапазон, получают некоторый балл, и такое оценивание производится по целому ряду параметров. Затем, опять же по соответствующему принципу, выставленные баллы агрегируются (например, суммируются), давая, таким образом, итоговую оценку инвестиционного риска. Основным недостатком подобных методик является их существенная зависимость от принципа выставления баллов, и типа самих баллов, а также их количества (пяти, десяти и т.д. балльные системы). Однако, в некоторых случаях, применение подобных методик достаточно оправданно. Балльно-рейтинговые оценки также применяются для составления рейтингов по уровню инвестиционного риска. Баллы являются оценками в ординальной шкале, то есть атрибутивными по сути измерителями риска, и могут часто переводиться в итоге процедуры оценивания в простейшие атрибутивные показатели.

Экспертные методы применяются для оценки инвестиционных рисков региона в случаях, когда по какой-либо причине использование количественных показателей невозможно. Количественные меры риска, при соблюдении условий сопоставимости, то есть приведения либо самих оценок, либо используемых для их получения данных в сопоставимый, либо безразмерный вид. Оптимальным решением для многих мер является использование доходностей. Такой подход позволяет получить комплексную оценку инвестиционного риска, инвариантную к региональной структуре инвестиций, включая отраслевую, инфраструктурную и другие типы дифференциаций, и рассчитывать достаточно универсальные показатели инвестиционного риска на уровне региона. Эта универсальность достигается, в первую очередь, их объективностью, по причине расчета по достоверным (условно достоверным) статистическим данным, или инвестиционным показателям региона в целом, или проекта в частности. Однако существует ряд случаев, когда для учета некоторых особенностей регионального инвестиционного процесса не существует или недостаточно достоверных данных, и, следовательно, применение количественных оценок риска невозможно. В этих ситуациях измерение инвестиционного риска производится с помощью экспертных методов. При этом рекомендуется их использовать в основном для дооценки уровня рисков, а не как основные их характеристики. Если состав экспертной группы подобран хорошо, процедура экспертного опроса и согласования мнений проводится, в том числе, с учетом компетенции экспертов при условии достижения достаточно высокого уровня согласованности. Такие приемы могут иметь широкое практическое применение в качестве составной части комплексной оценки инвестиционных рисков региона.

Заключение

Качественная, ориентированная на инновационный вектор развития, трансформация национальной экономики, структуру которой составляют саморазвивающиеся территориально-локализованные образования (регионы), в значительной мере определяется размерами синергетического эффекта от кооперации (в том числе инвестиционной) отдельных хозяйственных субъектов в единое целое – территориальное хозяйство. Существенная дифференциация российских территорий, проявляющаяся в усилении межрегиональных различий в уровне жизни населения, динамике производственных показателей, финансовой ситуации, инвестиционного климата и т.д., с одной стороны, является следствием скрытых каналов территориального перераспределения ресурсов (в первую очередь, инвестиционных и финансовых), в результате чего низкий экономический статус одних регионов может выступать условием ускоренного развития относительно более благополучных территорий, с другой, - продуцирует специфические условия протекания инвестиционных процессов и определяющих их факторов. В числе последних особое значение принадлежит региональным инвестиционным рискам, так же специфически формирующимся в зависимости от типа региона и по-разному влияющим на результаты использования инвестиций. Данное обстоятельство послужило исходной базовой посылкой разработки нового, адаптивного подхода к управлению инвестиционными рисками региона с принципиально иных методологических позиций: когда императивами оценки и формирования управляющих воздействий на региональные риски, наряду с общими, макроэкономическими детерминантами, выступают региональные детерминанты.

Кроме того, рассмотрение роли, места и значения инвестиций в мезоэкономической системе предполагает учет того обстоятельства, что практически все сложноструктурированные поликомпонентные социально-экономические системы, к числу которых относится система региональной экономики, характеризуются высокой степенью неопределенности поведения и реакции на управленческие воздействия, что обусловлено невозможностью точного прогнозирования реакции активной системы на управленческое решение, наличием конфликтов и противоречий, которые не могут быть разрешены в пользу тех или иных элементов системы, необходимостью ориентации управления на достижение ее желаемого состояния.

Объективно обусловленная современными реалиями дифференциация территориальных экономик выступает в обозначенном контексте необходимым условием конкретизации рискоформирующих факторов в границах определенного региона. С другой стороны, имманентная принадлежность каждого региона системе более высокого порядка (макроэкономике в целом) в качестве ее относительно обособленной функциональной подсистемы объясняет наличие комплекса факторов (общих для всех территорий), формирующих региональные риски, проецирующихся с федерального на мезоэкономический уровень. Немаловажную роль при этом играет тот факт, что выработка управленческих воздействий региональными органами государственной власти, выступающими в роли субъекта управления по отношению как к системе региональной экономики в целом, так и ее отдельным подсистемам и компонентам, носит более прикладной и действенный характер, а также имеет меньший лаг запаздывания реализации принятых управленческих решений по сравнению со скорее институциональной ролью федеральных

структур, задающих общие правила, условия и направления функционирования хозяйствующих субъектов и рыночной системы в целом. А инвестиционная привлекательность регионов является весьма существенной их характеристикой, важную составляющую которой представляют инвестиционные риски, что делает актуальным их исследование именно на мезоуровне.

Классификация региональных инвестиционных рисков, как и любой сопряженной с инвестиционной и в целом региональной проблематикой категориальной конструкцией, определяется факторами их формирования, как порождающими сущность и особенности конкретных его видов. Начальным этапом определения и отбора рискоформирующих и рискообразующих факторов в отношении региональных инвестиций является их дифференциация в две большие группы: общие (определяемые макроэкономическим окружением) и специфические региональные (формирующиеся в границах конкретной территории в соответствии с региональными детерминантами), поскольку конкретизация последних как базовый этап методологического обоснования системного управления региональными инвестиционными рисками в существенной степени зависит от корректного и адекватного учета макроэкономических детерминант в границах определенной территории

Каждый вид риска, даже при весьма низком уровне агрегирования, всегда содержит множество компонентов, и имеет ряд модификаций, в том числе в зависимости от обстоятельств проявления. Поэтому оценка и управление риском всегда должны носить конкретизированный характер, адаптированный для объекта управления риском, объекта-носителя риска, особенностей инвестиционного проекта, инвестиционного климата региона в целом, а также специфических характеристик субъекта управления.

Однако это не означает принципиальной невозможности универсализации подходов к классификации, оценке и управлению инвестиционным риском – напротив, сложность объекта исследования обуславливает необходимость поиска единых методологических подходов к анализу и оценке.

В контексте проведенной типологизации критериев и признаков дифференциации рискообразующих факторов показано, что все критерии классификации и все виды риска могут действовать одновременно в одном и том же проекте, в связи с чем рисковые характеристики как целевые параметры объекта управления риском будут иметь многомерный вид, а сам инвестиционный риск необходимо рассматривать одновременно с разных сторон, и в этом случае он будет представлять собой часть гиперкуба классификации инвестиционных рисков, размерность которого соответствует числу критериев.

Исследование объектно-субъектной интерпретации рисковой составляющей регионального менеджмента показало, что при рассмотрении специфики управления инвестиционным риском со стороны объекта управления в качестве основной характерной особенности можно выделить его опосредованный характер, связанный с тем, что несмотря на объективность существования инвестиционного риска, он не является объектом материальной, информационной или иной природы, к которому применим некоторый вариант существования в физическом воплощении.

В соответствии с этими выводами обосновано, что управление инвестиционным риском является комплексным, представляя собой, с одной стороны, часть общего управления экономическим объектом (регионом), а с другой – в определенных случаях управление инвестиционным риском находится на более высоком уровне, для которого общее управление будет в некоторой степени

подчиненным. Это может происходить, когда воздействие на параметры инвестиционного риска является основной целью всего управления в организации. При этом, хотя с точки зрения основных свойств элементов, внутренняя структура объекта управления аналогична «традиционной», ему присущи некоторые особенности, определяемые спецификой инвестиционного риска одновременно как объекта управления и как свойства экономического объекта.

Регион как мезообъект инвестиционной активности – носитель инвестиционного риска - состоит из элементов, задействованных в инвестиционном процессе и относящихся к экономическому объекту. При этом указанные элементы экономической региональной системы (важнейшим свойством которой является создание, как у любой системы, синергетического эффекта), как правило, выполняют и другие функции, кроме инвестиционных, что является проявлением особенности инвестиционного риска как свойства, а также как специфики инвестиционной активности. В соответствии с этим совокупность параметров элементов системы – носителя инвестиционного риска - формирует риск, являющийся одновременно и объектом управления, и свойством системы, и неотъемлемой составляющей сущности инвестиций. Оценки параметров подсистемы в целом инкапсулируют оценки параметров инвестиционного риска, в то же время оценки характеристик инвестиционного риска могут рассматриваться самостоятельно: не только как часть общих параметров инвестиционного проекта в широком смысле, представляющего собой носитель инвестиционного риска, но и отдельно – как информационная база общей системы риск-менеджмента в регионе. Существенную нагрузку в оценивании параметров инвестиционного риска исполняет роль, присущая предприятию в

инвестиционном процессе - инвестора, либо привлекающего инвестиционные ресурсы.

При этом немаловажно учитывать субъективный подход к управлению инвестиционным риском (тип личности ЛПР): при гипотетической реализации одного и того же инвестиционного проекта разными по склонности к риску ЛПР и при выборе одним ЛПР инвестиционного проекта из предложенных, но с разными характеристиками риска. В остальном при управлении инвестиционными рисками процесс принятия управленческих решений носит традиционный характер: субъект управления, или управляющая часть, получает целевую информацию, то есть информацию о желаемых параметрах риска при реализации инвестиционного проекта. В этом процессе реализуются основные функции управления, также аналогичные классическим: планирование, организация, мотивация и контроль.

Из представленной в работе схемы информационного взаимодействия объекта и субъекта в процессе управления инвестиционными рисками видно, весь процесс управления связан с информацией, которая играет важнейшую роль в его «правильном» осуществлении, под которым понимается управление, проводимое с учетом всех требований к этому процессу, предъявляемых теорией управления экономическими системами. При этом, так как управление объектом экономической природы имеет информационный характер, то и нарушения связаны, как правило, с неправильным составом или направлением информационных потоков, нарушением сроков передачи и получения как управляющей, так и контрольной информации. Обосновано, что система оценивания инвестиционных рисков региона включает, с одной стороны, все оценки риска инвестиционных проектов с учетом степени их влияния на

инвестиционный потенциал региона, с другой – агрегированные рисковые характеристики, относящиеся к синергетическим показателям инвестиционного риска региона в целом.

В силу особой региональной специфики управления инвестиционными рисками региона, в числе доминантных факторов, определяющих территориальную организацию инвестиционной сферы (с присущим этому процессу формированием инвестиционных рисков) и наиболее тесно коррелирующих со статусом конкретного региона как «носителя инвестиционных рисков», приоритетные позиции имеют характеристики институциональной инфраструктуры инвестиционной деятельности в его границах, которые по своей сути ориентированы на формирование и реализацию управленческих воздействий, аккумулируя потенциал системно значимого влияния как на технологию, так и на результаты оценки инвестиционных рисков.

Литература

1. Департамент инвестиций и проектного сопровождения Краснодарского края <http://www.dips.kubangov.ru/kk3>.
2. Дерябина Я. А. Инструменты управления инвестиционной деятельностью на различных уровнях власти: классификация и анализ //Инвестиции в России. -2003.- № 1; 2.
3. Доронина Н. Г., Семилютина Н. Г. Государство и регулирование инвестиций. Городец - издат. М. 2003. – 272 с.
4. Дружинин А.Г., Ионов А.Ч. Концептуальные основы регионализации экономики. – Ростов н/Д: Изд-во СКНЦ ВШ, 2001.
5. Друкер П. Эффективное управление. Экономические задачи и оптимальные решения / Пер. с англ. М. Котельниковой. – М.: ФАИР-ПРЕСС, 1998. – 288 с.
6. Дубров А.М., Лагоша Б.А., Хрусталеv Е.Ю, Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе: Учебное пособие / Под ред. Б.А. Лагоши. - М.: Финансы и статистика, 1999.
7. Евстигнеева Л., Евстигнеев Р. Глобализация и российские регионы // -2003. – №1.
8. Ермоленко А.А., Керашев А.А. Интеграционно-воспроизводственная парадигма управления хозяйственным комплексом макрорегиона.-Краснодар: Изд-во ЮИМ,2005.
9. Игнатов В.Г. Юг России: проблемы устойчивого развития /в кн. Устойчивое развитие на Юге России. -Рост.-н/Д.: Изд-во СКАГС, 2003.
10. Инвестиционная активность и экономический рост.- Проблемы теории и практики управления, №4, 2002.
11. Инновационный менеджмент. / Под ред. Л.Н. Оголевой. – М.: ИНФРА-М, 2004.

12. Инструменты управления инвестиционной деятельностью на различных уровнях власти: классификация и анализ // Инвестиции в России - №1, 2003 г.

13. Клейнер Г.Б. Эффективность мезоэкономических систем переходного периода//Проблемы теории и практики управления.- 2004.-№4.-С.7-21.

14. Князевская Н.В., Князевский В.С. Принятие рискованных решений в экономике и бизнесе. – М.: “Контур”, 1998.

15. Ковалев В.В. Методы оценки эффективности инвестиций//Экономист. — №3. — 1993.

16. Лобанов А.А. Энциклопедия финансового риск-менеджмента, – М.: Альпина Бизнес Букс, 2-е издание, 2006.

17. Методика определения категории риска при инвестиционном кредитовании и проектном финансировании, применяемая в Сбербанке РФ//Регламент по финансированию инвестиционных проектов № 479-р от 05.02.1999 г. Сбербанк России,

18. Методика оценки уровня и динамики социально-экономического развития субъектов Российской Федерации, расположенных на территории Южного федерального округа. Разработана распоряжением полномочного представителя Президента РФ в ЮФО от 22 марта 2007 г.№36.

19. Овчинников В.Н., Кетова Н.П., Кугаев С.В. Алгоритмы и императивы инвестиционного обеспечения восстановительного роста экономики юга России // Философия хозяйства. - 2004. - №5.

20. Организация и финансирование инвестиций. Под ред. Савчук Т.К. БГЭУ. Минск. 2002. – 196 с.

21. Основы инновационного менеджмента: теория и практика / Под ред. Завлина П.Н., Казанцева А.К., Миндели Л.Э. – М.: Экономика, 2000.

22. Паштова Л.Г. Инвестирование в инновации // Финансы. – 2001.-№7.
23. Попов Р.А. Региональный менеджмент.- Краснодар: «Сов.Кубань», 2000.- 384 с.
24. Принципы построения оптимальных инвестиционно-заемных систем в регионах. – Проблемы теории и практики управления, №4, 2002.
25. Риск инвестиционных проектов/ Эльжбета Островская. Пер. с польского. – М.: ЗАО издательство «Экономика», 2004. – 269 с.
26. Риск -менеджмент как инструмент контроля финансовых результатов деятельности компании//Финансовая газета. —2003, № 7 (583),
27. Романова М.В. Управление рисками инновационной деятельности // Финансы и кредит. – 2001. – № 1.
28. Саати Г., Керне К. Аналитическое планирование. Организация систем. Пер. с англ. — М.: Радио и связь, 1991.
29. Солоу Р.М. Перспективы теории роста// Мировая экономика и международные отношения.- 1966.-№8.- С.69-77.
30. Стратегия развития государства на период до 2010 года. Доклад, подготовленный рабочей группой Государственного совета РФ под руководством В.И. Ишаева// Российский экономический журнал. – 2001. - №1.- С. 3-37.
31. Стратегия развития Краснодарского края до 2020 года. Краснодар-Москва, 2006.
32. Стратегия развития науки и инноваций до 2010 года. Проект // Официальный сайт Министерства образования и науки РФ <http://www.mon.gov.ru/>.
33. Стратегии макрорегионов России: методологические подходы, приоритеты и пути реализации/ Под ред А.Г. Гранберга.- М.: Наука, 2004.

34. Турков С.Л. Неопределенность в управлении региональными программами экономического и социального развития.-

<http://www.lpur.tsu.ru/Public/art99/a011199.html>.

35. Уемов А.И. Системный подход и общая теория систем.- М.: Мысль, 1978.-с.17. 272.

36. Фоломьев А.Н., Ревазов В.Г. Инновационное инвестирование. – СПб.: Наука, 2001.

37. Фурсенко А. Роль инфраструктуры в снижении инвестиционных рисков // Венчурный капитал и прямое инвестирование в России. – СПб.: 2000.

38. Цветкова Е.В., Арлюкова И.О. Риски в экономической деятельности. Учебное пособие. — СПб: Санкт-Петербургский институт внешнеэкономических связей экономики и права. Общество «Знание» Санкт-Петербурга и Ленинградской области, 2002.

39. Цукерман В. А., Хамидулина Т. В. Эффективная региональная бюджетная политика в стимулировании инноваций // Проблемы совершенствования бюджетной политики регионов, городов и коммун России и стран Северной Европы: Сб. науч. статей по материалам научно-практической конференции / ПетрГУ. – Петрозаводск, 2003.

40. Чуб Б. А. Оценка инвестиционного потенциала субъектов российской экономики на мезоуровне. / Под ред. Бандурина В. В. – М.: Буквица, 2001.

41. Чумаченко Б., Лавров К. Некоторые аспекты формирования рыночной инфраструктуры трансфера технологий // Проблемы теории и практики управления. - 2003. - №3.

42. Шапкин А.С., Шапкин В.А., Теория риска и моделирования рискованных ситуаций: Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2006. – 880с.

43. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции. ИНФРА-М. Москва. 2004. – 1028 с.

Составители:
Тхакушинов Э.К.
Доргушаова А.К.

**УПРАВЛЕНИЕ РЕГИОНАЛЬНЫМИ
ИНВЕСТИЦИОННЫМИ РИСКАМИ**

Учебное пособие

Подписано в печать 01.03.2016. Формат бумаги 60x84/16. Бумага офсетная.
Печать цифровая. Гарнитура Таймс. Усл. п.л. 10,3. Тираж 500. Заказ 0009.

Отпечатано с готового оригинал-макета
на участке оперативной полиграфии
ИП Кучеренко В.О. 385008, г. Майкоп, ул. Пионерская, 411/76.
Тел. для справок 8-928-470-36-87. E-mail: slv01.maykop.ru@gmail.com