

DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-6-80-97

УДК 336.761(045)

JEL G11, G18

Методический подход к разработке системы управления рисками для развития фондового рынка России

Е. Н. Алифанова, Т. В. Маняхин

Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Объектом исследования является фондовый рынок России. **Предмет** исследования – управление рисками, которые могут препятствовать решению текущей задачи по обеспечению необходимого вклада фондового рынка в трансформацию и развитие национальной экономики в условиях санкционного давления. **Актуальность** исследования обусловлена высокой значимостью развития национального фондового рынка для решения задач по долгосрочному фондированию отечественной экономики в современных условиях, что требует системного и проактивного управления рисками. **Цель** исследования заключается в разработке методического подхода к управлению рисками для развития национального фондового рынка в условиях трансформации экономики. В ходе исследования использованы преимущественно **методы** анализа и синтеза, классификации, индукции и дедукции. По результатам исследования **рекомендован** уполномоченным государственным органам к внедрению единый для всех вовлеченных сторон методический подход к управлению рисками для развития национального фондового рынка, учитывающий цели разных участников рынка. **Научная новизна** предложенного методического подхода заключается в совмещении двух уровней управления рисками (уровень рынка и уровень владельцев рисков) и учете кросс-функционального и кросс-секторального взаимного влияния рисков. Сделаны **выводы** о потенциальной эффективности разработанного методического подхода, а также о возможности его масштабирования до уровня финансового рынка в целом при условии решения организационных вопросов, связанных с разработкой детальной методологии, ее внедрением, сопровождением и независимой оценкой ее функционирования, а также при условии соблюдения принципа соразмерности выгод от реализации соответствующей системы затратам на ее организацию.

Ключевые слова: фондовый рынок; доверие инвесторов; риски; санкции; финансовая стабильность; трансформация экономики

Для цитирования: Алифанова Е. Н., Маняхин Т. В. Методический подход к разработке системы управления рисками для развития фондового рынка России. *Финансы: теория и практика*. 2024;28(6):80-97. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-6-80-97

ORIGINAL PAPER

Methodical Approach to Developing a Risk Management System of Risks for the Development of the Russian Stock Market

E. N. Alifanova, T. V. Maniakhin

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The **object** of the study is the Russian stock market. The **subject** of the study is the management of risks that may hinder the solution of the current task of ensuring the necessary contribution of the stock market to the transformation and development of the national economy under conditions of sanctions pressure. The **relevance** of the study is due to the high importance of the development of the national stock market for solving problems of long-term funding of the national economy in modern conditions, which requires systematic and proactive risk management. The **purpose** of the study is to work out a methodological approach to risk management for the development of the national stock market in the context of economic transformation. During the study, mainly **methods** of analysis and synthesis, classification, induction and deduction were used. Based on the results of the study, the authorized government bodies were recommended to implement a unified methodological approach to risk management for all involved parties for the development of the national stock market, taking into account the different goals of different participants. The **scientific novelty** of the proposed approach lies in its combination of two levels of risk management (market level and risk owner level) and taking into account the cross-functional and cross-sectoral mutual influence of risks. **Conclusions** are drawn

about the potential effectiveness of the developed approach, as well as the possibility of scaling it to the level of the financial market as a whole, provided that organizational issues related to the development of a detailed methodology, its implementation, maintenance and independent assessment of its functioning are resolved, as well as the principle of proportionality of benefits from the implementation of the system to the costs of its organization.

Keywords: stock market; investor confidence; risks; sanctions; financial stability; economy transformation

For citation: Alifanova E.N., Maniakhin T.V. Methodical approach to developing a risk management system of risks for the development of the Russian stock market. *Finance: Theory and Practice*. 2024;28(6):80-97. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-6-80-97

ВВЕДЕНИЕ

Отечественная экономика в настоящее время проходит сложный период, связанный с продолжающейся трансформацией в условиях санкционного давления. Важную роль при этом играет рынок ценных бумаг в фондировании бизнеса, возможности которого за рубежом на фоне санкций сократились.

Дополнительную значимость для экономики фондовый рынок приобрел в связи с высокими ставками кредитования при жесткой денежно-кредитной политике. В результате с конца 2022 г. на фондовом рынке России наблюдается отчетливая тенденция к росту количества размещений, в том числе первичных, на рынке акций (Initial Public Offering, IPO).

В новых реалиях функционирования отечественной экономики фондовый рынок стал предметом повышенного внимания государства. Ярким примером является поручение Президента России Банку России и Правительству России о принятии мер, обеспечивающих достижение к 2030 г. показателем капитализации фондового рынка уровня, равного 66% валового внутреннего продукта (ВВП)¹, т.е. идет речь об удвоении показателя.

Принимая во внимание уровень постановки задач по развитию фондового рынка и потенциальное негативное влияние их невыполнения на отечественную экономику, важно не допустить возможных событий, препятствующих развитию фондового рынка, т.е. обеспечить эффективное управление рисками, которое невозможно без качественного методического подхода.

Спецификой данного вопроса, которая не может не отразиться на архитектуре и методологии управления рисками, является вовлеченность в вопросы развития рынка целого ряда сторон. В частности, данные вопросы входят в компетенцию Банка России, что вытекает из одной из це-

лей его деятельности в соответствии с действующим законодательством — обеспечение финансовой стабильности и развития финансового рынка Российской Федерации². Банком России уделяется большое внимание угрозе финансовой стабильности через так называемый «фондовый канал» и ее влиянию на устойчивость банковского сектора, а также вопросам финансовой безопасности, без чего невозможно не только развитие, но и функционирование фондового рынка.

Вопросы развития фондового рынка также входят в компетенцию Правительства России — в данном случае с акцентом на стимулирование экономического роста, реализацию государственных программ и обеспечение финансовой и экономической безопасности государства. При этом у разных министерств, например у Минэкономразвития России и Минфина России, могут быть свои цели на фондовом рынке, вытекающие из мандата ведомств.

Кроме того, в вопросы развития фондового рынка вовлечены инфраструктурные организации, например, ПАО «Московская биржа» и крупные участники рынка, в том числе с государственным участием (в сфере реализации государственных программ, управления пенсионными накоплениями и др.), которые также преследуют свои цели на фондовом рынке, нередко имеющие государственное значение.

При этом цели различных ведомств и организаций могут как дополнять друг друга, так и вступать в противоречие. В таких условиях достижение целей развития фондового рынка вряд ли возможно без взаимной увязки целей всех сторон. В этой связи очевидно, что и меры по управлению рисками, препятствующими развитию фондового рынка, вряд ли могут эффективно реализовываться разобщенно. Данный вопрос должен иметь единые методические основы, носить кросс-секторальный характер, позволять сопрягать цели макроуровня (рынка в целом) и микроуровня (от-

¹ Сайт Президента России. Перечень поручений по реализации Послания Президента Федеральному Собранию. URL: <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/73759> (дата обращения: 20.05.2024).

² Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

дельно взятых ведомств и организаций), а также учитывать взаимное влияние рисков.

Дизайн методического подхода к управлению рисками для развития фондового рынка должен учитывать, помимо прочего, критичность обеспечения доверия к рынку розничных инвесторов, доля которых в общем объеме торгов возросла, достигая в отдельные периоды 80%³. Как и в случае с обеспечением финансовой стабильности, без обеспечения доверия к рынку вряд ли можно ожидать его развития.

Цель исследования состоит в разработке методического подхода к системному управлению рисками для развития национального фондового рынка в условиях трансформации экономики.

В рамках исследования не предполагается разработка детальной методологии, включая формы и порядок ведения реестров рисков и риск-событий, а также детальный порядок применения процедур управления рисками (в том числе самооценок рисков и контролей, регистрации риск-событий, мониторинга ключевых индикаторов рисков) и их инструментов (например, таксономий источников рисков и риск-событий, риск-аппетита), что, как показывает практика, не имеет смысла без привлечения к данной работе владельцев рисков, обладающих всей полнотой необходимой информации в зоне их ответственности.

Применяемые в риск-менеджменте математические модели, например, по определению уровня рисков, не входят в периметр данного исследования, поскольку их применение становится возможным уже при наличии баз данных, которые в необходимом виде, как правило, отсутствуют на этапе внедрения систем. Кроме того, математические модели больше применимы к финансовым рискам и к объектам с количественными ориентирами деятельности, а не к объектам, имеющим в первую очередь общественно значимые цели деятельности, риски в которых носят преимущественно операционный характер и измеряются, как правило, с применением критериев качественного/описательного характера.

Таким образом цель исследования ограничивается первым и наиболее критичным этапом разработки и внедрения любой системы риск-менеджмента, а именно — разработкой дизайна системы, общего методического подхода, с предложениями по его ключевым параметрам, в раз-

витие которого на практике уже разрабатывается детальная методология при непосредственном участии владельцев рисков.

Гипотеза заключается в *возможности* управления рисками для развития национального фондового рынка на основе применения единого для всех вовлеченных сторон системного методического подхода, позволяющего сформировать общую сопоставимую карту рисков и увязать между собой цели, задачи и риски различных участников рынка, что содержит в себе потенциал повышения эффективности управления рисками фондового рынка в целом.

В основе гипотезы находятся наблюдения автора в рамках многолетней работы в области управления рисками в отношении объектов управления, совмещающих в себе большое количество видов деятельности и подразделений (организаций), а также обмен опытом по данному вопросу в общепризнанных международных профессиональных ассоциациях⁴, свидетельствующие о том, что при применении к объекту управления рисками единых для всех вовлеченных сторон подходов появляется единое понимание рисков на уровне объектов управления в целом, т.е. того, что действительно значимо для объекта. При этом появляется возможность ранжирования всех рисков по их значимости и расстановки приоритетов в управлении ими.

Кроме того, при наличии единых подходов, в том числе единого глоссария и инструментария, появляется возможность системной увязки рисков различных направлений деятельности и подразделений (организаций) между собой, как правило, по цепочке причинно-следственных связей, когда корневыми причинами рисков в одном направлении деятельности (подразделении, организации) нередко является, в том числе, реализация рисков в другом. Таким образом фактически осуществляется декомпозиция источников значимых рисков объекта управления на отдельные значимые риски разных владельцев рисков.

В конечном итоге такой системный подход повышает эффективность управления рисками за счет того, что позволяет не выпустить риски, которые являются значимыми для объекта управ-

³ Сайт Банка России. Обзор рисков финансовых рынков. Апрель 2024. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 20.05.2024).

⁴ В том числе в рамках группы IORWG (International Operational Risk Working Group), объединяющей специалистов управления рисками большинства центральных банков (регуляторов) мира, и ассоциации PRMIA (Professional Risk Managers' International Association), объединяющей и сертифицирующей специалистов в области риск-менеджмента.

ления в целом, и, наоборот, сократить затраты на управление незначимыми рисками, а также лучше расставлять приоритеты в работе с учетом сопоставимости рисков по значимости на любом уровне управления и более эффективно управлять ими за счет согласованности действий субъектов, чьи риски связаны между собой.

Эффект от применения такого подхода на практике наиболее очевиден для главных бенефициаров его применения — руководства и владельцев объекта управления, проявляясь в конечном итоге в повышении результативности [сокращении количества и масштабов риск-событий (случаев реализации рисков)] и эффективности (затратности) управления рисками в целом по объекту управления.

Данные наблюдения подтверждают и авторитетные экономисты, и государственные деятели. Например, один из руководителей Банка России В.П. Горегляд [1], высказавший в своей работе мнение об эффективности применения единого системного подхода к управлению рисками к таким крупным и сложным объектам, как центральные банки (регуляторы). В работе также отмечено, что ввиду эффективности системного подхода в последние десятилетия по всему миру наблюдается тенденция к его внедрению.

Всего за 20 лет, с 1996 по 2015 г., системный централизованный подход к управлению рисками, как наиболее продвинутый, стали внедрять в свою деятельность около 50 центральных банков и других регуляторов финансовых рынков. Толчком к такому развитию риск-менеджмента в отношении финансовых рынков стали кризисы 1990-х — начала 2000-х гг., вскрывшие очевидные недостатки в регулировании финансовых рынков и в корпоративном управлении. С учетом кризисов, последовавших после 2015 г., указанный показатель, очевидно, стал еще выше.

Согласно одному из исследований современных трендов в риск-менеджменте⁵, в настоящее время подходы к риск-менеджменту на различных объектах управления становятся все более системными, а сама отрасль стремительно развивается. Прогнозируется, что глобальный рынок услуг в области системного управления рисками через несколько лет (к 2028 г.) будет оцениваться в 39 млрд долл. США. Главными потребителями

данных услуг (свыше 40%) выступают представители финансового сектора экономики. При этом наиболее динамично развивающимся рынком считается Азиатско-Тихоокеанский регион, где среднегодовой темп роста рынка указанных услуг в период с 2023 по 2028 г. оценивается на уровне 13%, что связано со все большей востребованностью системного подхода к управлению рисками среди организаций региона.

Внедрение в отношении объектов управления системного подхода к управлению рисками занимает в среднем около одного года, но специалисты заявляют о его эффективности. Так, в коммерческих организациях окупаемость расходов на такую систему (в том числе на персонал, автоматизированные системы) оценивается до 300%. В объектах с некоммерческими целями эффект проявляется в более качественном, в том числе с меньшими потерями, достижении целей.

Работа по доказательству сформулированной в исследовании гипотезы проведена посредством решения следующих задач:

- анализ общепризнанных в международной практике стандартов, руководств и методических подходов к управлению рисками на предмет возможности их применения к объекту исследования;
- кросс-секторальный анализ применяемых в России подходов к управлению рисками к различным объектам, связанным с фондовым рынком, с целью выявления закономерностей;
- выработка (настройка) методического подхода к разработке системы управления рисками для развития фондового рынка России;
- апробация методического подхода на предмет его работоспособности на примере одного из рисков.

Научная новизна разработанного подхода заключается в следующем:

- совмещения разных уровней управления рисками (уровня рынка и уровня владельцев рисков);
- кросс-секторальной увязке рисков различных владельцев рисков.

Подобных разработок в научной и экономической литературе при проведении исследования выявлено не было, что обуславливает научную и практическую ценность его результатов.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Информационной базой работы послужили результаты собственного исследования, проведен-

⁵ Isorobot. Enterprise Risk Management In 2024: A Statistical Analysis of Emerging Trends. URL: <https://isorobot.io/blog/enterprise-risk-management-in-2024-a-statistical-analysis-of-emerging-trends>

ного в 2024 г. в рамках выполнения Финуниверситетом государственного задания Правительства России на тему «Стимулирование притока инвестиций на российский рынок ценных бумаг и его развития на основе защиты прав инвесторов и снижения рисков в контексте национальной финансовой безопасности», работы отечественных и зарубежных ученых, общепризнанные в международной практике стандарты и руководства по управлению рисками, иные сведения из открытых источников, в том числе с сайтов профильных международных организаций, Банка России, Росфинмониторинга, ПАО «Московская биржа», ГК АСВ, Аналитического центра при Правительстве России и др.

Изучение современной зарубежной и отечественной научной мысли в области управления рисками на рынке ценных бумаг показало, что исследователи фокусируются в основном на актуальных в последние годы практических вопросах. В частности, Т. Tang [2] изучает влияние эпидемии коронавируса на функционирование фондового рынка и управление рисками на нем. Е. Kilic и S. Sonmezer [3] анализируют взаимосвязи между решениями финансового регулятора по процентной ставке (на примере Федеральной Резервной Системы США), механизмами предоставления ликвидности и вопросами управления рисками на фондовом рынке. А. Samimi, М. Samimi и А. Bozorgian [4] рассматривают актуальные вопросы управления рисками розничных инвесторов на фондовом рынке. Y. Zhang, J. He, М. He и S. Li [5] исследуют влияние геополитики на стабильность фондового рынка. В. Musholombo [6] изучает взаимосвязь шоков на крипторынке и на фондовом рынке. П. В. Климова [7] рассматривает управление рыночными рисками на фондовом рынке в условиях глобализации. И. Ю. Выгодчикова [8] фокусирует внимание на разработке модели принятия решений по сделкам на фондовом рынке, позволяющей оценивать риски инвестиций с учетом волатильности.

Не остались без внимания исследователей и известные события последних лет, сопряженные с вопросами стабильности рынка и защиты прав инвесторов. В частности, Т. Adrian, N. Abbas, S. L. Ramirez и G. F. Dionis [9] оценивают воздействие кризиса региональных банков в США в марте 2023 г. на фондовый рынок и на финансовую стабильность в целом. J. Guo, L. Liu и Y. Tang [10] исследуют зависимость фондового рынка Китая от торговых споров Китая и США. А. Aloosh, Н. Choi

и S. Ouzan [11] изучают влияние на фондовый рынок США манипуляций с так называемыми мемными акциями (meme stocks). М. Kang [12] рассматривает проблематику инсайдерской торговли на фондовом рынке.

Большое внимание исследователей по всему миру также привлекает проблематика рисков и доходности инвестирования на активно растущих фондовых рынках развивающихся стран. Например, N. Li, С. Wei и L. Zhang [13] проводят факторный анализ доходности на рынке акций Индонезии, который, по данным индексов компании Morgan Stanley Capital International (MSCI)⁶, после 2020 г. демонстрирует рост, превышающий рост группы развивающихся стран в целом. S. R. Mitragotri и N. Patel [14] фокусируют внимание на правилах низкорискового инвестирования на рынке акций другой быстро растущей страны азиатского региона — Индии.

Ожидаемой спецификой современной отечественной научной литературы стало большое количество публикаций, посвященных проблематике рисков на фондовом рынке России в условиях санкций. В частности, А. П. Гарнов, Е. В. Афанасьев и Н. П. Тишкина [15] рассматривают изменения в функционировании рынка в условиях санкций. Д. Д. Накостик [16] акцентирует внимание на росте случаев недобросовестных практик. А. А. Бортник и Е. В. Травкина [17] рассматривают отдельные риски, препятствующие развитию российского рынка. М. В. Лунева [18] рассматривает процессы и феномены на фондовом рынке в условиях неопределенности. А. Г. Зиновьев, И. Н. Дубина и П. И. Кузьмин [19] в контексте системных рисков изучают корреляции фондовых индексов стран — инициаторов санкций и стран, подверженных им. К. О. Тернавщенко, Е. В. Лехман и Е. А. Подиева [20] фокусируются на выявлении основных угроз и определении ключевых направлений развития фондового рынка в условиях геополитической неустойчивости.

Что касается вопросов методологии управления рисками на фондовом рынке, то соответствующие предметные исследования, хотя и имеются, но их количество невелико как в России, так и за рубежом. Данное обстоятельство можно объяснить, с одной стороны, тем, что вопросы методологии управления классическими видами рисков, в первую очередь финансовыми, давно прорабо-

⁶ MSCI. Emerging Markets Indexes. URL: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/emerging-markets> (дата обращения: 18.05.2024).

таны. С другой стороны, разработка эффективной методологии в отношении специфических объектов и обстоятельств требует наличия практического опыта в соответствующей сфере.

Как отмечено в научной работе В.П. Горегляда [1], теория рисков как самостоятельное сложившееся научное направление фактически отсутствует. Так называемая рискология покрывает лишь отдельные вопросы. Известные же научные исследования рисков таких ученых, как Ферма, Бернулли, Паскаль и др., в основном диктовались потребностями практики и находились в плоскости прикладных дисциплин (физика, математика, кибернетика и др.). Нельзя не согласиться с автором, что требуемые на практике специфические методики управления рисками не должны формироваться в отрыве от конкретных обстоятельств, к которым их планируется применить.

Выработка методического подхода к системе управления рисками для развития фондового рынка России с большим количеством вовлеченных сторон и спецификой контекста их функционирования не является исключением. Поэтому при его разработке, наряду с использованием общепринятых международных стандартов, отдельное внимание уделено изучению практических подходов к управлению рисками различных организаций (как зарубежных, так и отечественных). Также использован практический опыт работы автора.

При проведении исследования применялись различные научные методы, в том числе анализа и синтеза, классификации, индукции и дедукции.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

При изучении зарубежной практики в открытых источниках не выявлено информации о системных методических подходах, в фундаменте которых одновременно находились бы вопросы стабильности рынка, его развития и обеспечения доверия к рынку, совмещаая при этом макро- и микроуровень управления рисками. Различные карты и матрицы рисков, как правило, *имеют акценты на отдельных вопросах* на уровне мировой экономики региона (например, Global Financial Stability Risks Map⁷) или носят индикативный характер для инвесторов (например, карта Control Risks⁸).

⁷ IMF. URL: <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/GFSR/2008/02/c1/figure11pdf.ashx> (дата обращения: 21.05.2024).

⁸ Control Risks. URL: <https://www.controlrisks.com/riskmap/maps> (дата обращения: 21.05.2024).

Европейский регулятор финансовых рынков ESMA⁹ осуществляет ориентированную на инвесторов оценку рисков финансовых рынков¹⁰ с учетом их актуальных на текущий момент источников. Группа FATF¹¹ делает акценты на выявлении уязвимостей национальных финансовых систем к рискам в области противодействия отмыванию преступных доходов и финансированию терроризма (ПОД/ФТ). IOSCO¹², специализирующаяся на выработке стандартов в области регулирования рынка ценных бумаг, фокусируется на рисках для стабильности рынка.

Анализ ключевых стандартов и практических руководств по управлению рисками (табл. 1) показал, что, хотя их знание и безусловно необходимо для построения любой системы риск-менеджмента в силу предоставляемого ими фундамента, они ориентированы преимущественно на задачи корпоративного управления, чего недостаточно для достижения цели исследования.

Анализ российской практики управления рисками в отношении объектов, имеющих отношение к национальному фондовому рынку, показал, что передовые стандарты и практики внедрены в повседневную работу многих ведомств и организаций, в том числе в Банке России¹³, в ГК АСВ¹⁴, в ВЭБ¹⁵, в структурах Правительства России¹⁶, в организаторах торговли¹⁷, у профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ)¹⁸, в отношении национальной

⁹ European Securities and Markets Authority.

¹⁰ ESMA. URL: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/risk-analysis/risk-monitoring#trends-risks-and-vulnerabilities> (дата обращения: 22.05.2024).

¹¹ Financial Action Task Force on Money Laundering.

¹² International Organization of Securities Commissions.

¹³ См. Политику управления рисками Банка России и годовые отчеты Банка России, размещенные на сайте регулятора. URL: www.cbr.ru.

¹⁴ См. Методику оценки рисков ГК АСВ, утвержденную решением Правления Агентства от 04.09.2017 (протокол № 107) и годовые отчеты ГК АСВ, размещенные на сайте ГК АСВ. URL: www.asv.org.ru.

¹⁵ См. информацию об управлении рисками в ВЭБ, размещенную на сайте ВЭБ. URL: www.csr2014.veb.ru.

¹⁶ См., например, информацию по вопросам управления рисками, размещенную на сайте Аналитического центра при Правительстве России. URL: www.ac.gov.ru.

¹⁷ См., например, Правила управления рисками, связанными с осуществлением деятельности организатора торговли и оператора обмена цифровых финансовых активов, годовые отчеты Московской биржи, размещенные на сайте Московской биржи. URL: www.moex.com.

¹⁸ См. информацию по управлению рисками, размещенную на сайтах ПУРЦБ.

Таблица 1 / Table 1

Ключевые общепризнанные в международной практике стандарты и руководства по управлению рисками / Key Internationally Recognized Risk Management Standards and Guidelines

Организация / Organization	Стандарты (руководства) / Standards (guidelines)
International Organization for Standardization (ISO)	• 31000: «Risk management – Principles and Guidelines» • 31010: «Risk management – Risk assessment techniques»
Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)	• «Enterprise Risk Management – Integrated Framework» • «Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance» • «Risk Assessment in Practice» • «Understanding and Communicating Risk Appetite»
His Majesty's (HM) Treasury	• «The Orange Book Management of Risk – Principles and Concepts» • «Risk Management Assessment Framework: a tool for departments»
Institute of Risk Management (IRM)	• «A Risk management standard» • «Risk Appetite & Tolerance Executive Summary» • «A structured approach to Enterprise Risk Management (ERM) and the requirements of ISO 31000»

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

платежной системы (НПС)¹⁹, системы в области ПОД/ФТ²⁰ и др.

Соответствующие системы ориентированы на управление рисками на корпоративном уровне либо в отношении систем, выполняющих отдельные функции, связанные с функционированием фондового рынка, что не полностью покрывает цель исследования.

Вместе с тем результаты анализа позволили сделать важные для целей исследования выводы. Во-первых, все рассмотренные системы имеют одни и те же классические элементы, соответствующие международным стандартам, в том числе циклический алгоритм процессов, схожие терминологию, классификацию, набор применяемых процедур, инструментов и методов.

Во-вторых, настройка элементов системы управления рисками в каждом конкретном случае напрямую зависит от целей функционирования объекта, от его профиля и масштабов деятельности.

Так, внимание коммерческих организаций сфокусировано на рисках для финансовых ре-

зультатов и для возможности осуществления деятельности в принципе. Поэтому и значимыми признаются в первую очередь те риски, которые сопряжены с существенными финансовыми потерями и несоблюдением требований регуляторов (комплаенс-риски). Данное обстоятельство обуславливает и применение соответствующих данному типу рисков процедур, инструментов и методов управления рисками, где большую роль играют различные базы данных и математически модели.

В случае же с объектами, имеющими преимущественно общественно значимые цели деятельности, где извлечение прибыли либо вообще не является целью деятельности, либо второстепенно по отношению к государственным задачам, что относится и к объекту настоящего исследования, основное внимание при управлении рисками сфокусировано на качестве и своевременности выполнения процессов, направленных на достижение целей, что предопределяет операционный характер значимых рисков и фокус на экспертных процедурах, инструментах и методах управления ими. Примерами таких объектов управления рисками являются Банк России, структуры Правительства России, ГК АСВ, ВЭБ, НПС, система в области ПОД/ФТ и другие.

В объектах, функционирование которых сопряжено с вопросами стабильности рынка, важное значение приобретают риски в области обес-

¹⁹ См., например, Положение Банка России от 27.10.2020 № 738-П «О порядке обеспечения бесперебойности функционирования платежной системы Банка России».

²⁰ См. Публичные отчеты о национальной оценке рисков легализации (отмывания) доходов, полученных преступным путем, и рисков финансирования терроризма, а также Отчеты о секторальной оценке рисков, размещенные на сайте Росфинмониторинга. URL: www.fedsfm.ru

печения непрерывности деятельности (ОНД) и соответствующие им методики и инструменты (в том числе сценарный анализ, планы ОНД), что актуально для системно значимых кредитных организаций и ПУРЦБ²¹, организаторов торгов, НПС, части функционала Банка России и др.

В случае, если функционирование объекта связано с управлением рисками для выполнения важных проектов, то находит применение методология управления проектными рисками, а само управление рисками интегрируется в систему проектного управления, что имеет место в Аналитическом центре при Правительстве России и частично — в ряде крупных ведомств и организаций, в том числе в Банке России.

С учетом изложенного становится очевидным, что система управления рисками для развития фондового рынка России, с учетом обозначенной общественно значимой цели (развитие рынка), будет тяготеть к системам более операционного и экспертного характера, направленным на проактивное управление рисками ненадлежащего выполнения процессов. Вопросы ОНД и проектного управления в данной системе также будут актуальны с учетом важности в ней проблематики обеспечения финансовой стабильности и реализации комплексных проектов.

При этом обусловленные спецификой объекты исследования настройки базовых параметров системы управления рисками будут иметь место при выполнении практически каждого из классических процессов цикла управления рисками, о чем пойдет речь далее.

ПЕРВЫЙ ПРОЦЕСС — ИДЕНТИФИКАЦИЯ РИСКОВ

На данном этапе из всей массы рисков для развития фондового рынка России необходимо выделить значимые — фактически те, которые заслуживают траты ресурсов на управление ими. В соответствии с международной практикой риск-менеджмента к значимым рискам относят риски, одновременно удовлетворяющие двум критериям:

1) реализация рисков сопряжена с заметными негативными последствиями для достижения целей объекта;

2) риски действительно могут реализоваться с учетом имеющихся в деятельности источников рисков и уязвимостей, т.е. это не абстрактные, а вполне реальные в текущих условиях события, пусть и, возможно, с небольшой вероятностью реализации.

Если второй критерий в целом можно считать универсальным для различных объектов (имеет смысл управлять только тем, что реально), то первый настраивается под цели объекта путем определения перечня верхнеуровневых последствий при реализации рисков, негативно сказывающихся на достижении целей. Все возможные события, наступление которых способно привести к возникновению указанных негативных последствий, включаются в периметр системы как значимые риски.

При этом идентификацию значимых рисков для развития фондового рынка России необходимо будет, в соответствии с международной практикой, начинать с первого критерия — сначала определяется круг возможных событий (рисков), которые действительно представляют опасность для объекта в целом (сопряжены с обозначенными негативными последствиями), и на что имеет смысл тратить ресурсы, а затем уже оценивается реальность данных событий с учетом имеющихся источников рисков и уязвимостей. Детальный анализ источников рисков будет важен на этапе оценки рисков (уровень вероятности) и критичен — на этапе разработки мер реагирования на них, поскольку меры направляются на конкретные источники (как и на последствия).

Корректное определение перечня соответствующих последствий является критичным, поскольку от этого зависит эффективность всей системы, в том числе в части соотношения затрат и выгод от ее функционирования. На практике, как правило, выделяется одно-четыре относительно самостоятельных последствия, что позволяет, с одной стороны, не выпустить важные последствия, с другой — не усложнять идентификацию рисков.

В коммерческих организациях к соответствующим негативным последствиям относят в первую очередь финансовые потери (с возможным установлением порога значимости). Все соответствующие события включаются в периметр управления, а их наступление регистрируется в базах данных с фиксацией потерь. Важное значение придается также ущербу деловой репута-

²¹ См., например, Указания Банка России от 21.08.2017 № 4501-У «О требованиях к организации профессиональным участником рынка ценных бумаг системы управления рисками, связанными с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и с осуществлением операций с собственным имуществом, в зависимости от вида деятельности и характера совершаемых операций» и от 15.04.2015 № 3624-У «О требованиях к системе управления рисками и капиталом кредитной организации и банковской группы».

ции, но опять же через влияние на финансовые результаты.

В организациях и системах с общественно значимыми (государственными) целями деятельности, как уже было отмечено ранее, акценты смещены в сторону операционной деятельности — обеспечения надлежащего выполнения функций. Ущерб деловой репутации и финансовые потери также нередко выделяются в качестве отдельных негативных последствий, но имеют более низкий приоритет (значимость).

В рамках методического подхода к разработке системы управления рисками, препятствующими развитию национального фондового рынка, для целей идентификации значимых рисков предлагается определить следующие верхнеуровневые негативные последствия:

1) необеспечение ожидаемого от фондового рынка вклада в трансформацию и развитие экономики (невыполнение принимаемых для фондового рынка с указанной целью поручений высших органов власти, ориентиров, дорожных карт, направлений, программ/ проектов²²);

2) ущерб доверию инвесторов к фондовому рынку, без чего вряд ли возможно развитие рынка, что схоже с ущербом деловой репутации в случае с коммерческими организациями;

3) необеспечение стабильности фондового рынка, без чего невозможно не только развитие, но и функционирование рынка.

Вышеизложенные предложения схематично представлены на рис. 1.

Дополнительно в периметр идентификации значимых рисков для развития фондового рынка могут быть включены возможные финансовые потери / неэффективные расходы. Но они вряд ли будут являться определяющими с учетом приоритета обеспечения развития рынка. Известным фактом является то, что при необходимости обеспечения стабильности рынка (без чего невозможно его развитие) регулятор может, например, снижать требования к обеспечению в рамках рефинансирования и даже выдавать беззалоговые кредиты. Не является чем-то необычным и наличие у регуляторов в международной практике отрицательного капитала. Кроме того, крайне субъективным является вопрос последующей оценки

эффективности/неэффективности расходов на реализацию поставленных задач или на обеспечение стабильности рынка.

Если же какие-либо финансовые потери, вне зависимости от типа риска, способны привести к вышеуказанным негативным последствиям, затруднив достижение конечной цели (развитие рынка), соответствующие риски попадут в периметр методического подхода в силу наличия указанных последствий.

Финансовые риски — риски финансовых потерь, которые могут возникнуть в результате владения финансовыми активами и совершения операций с финансовыми инструментами (кредитные и рыночные риски, риски ликвидности)²³, как и любой другой тип рисков, также могут напрямую оказаться в периметре системы при ее построении на основе предложенного подхода, независимо от типа владельца рисков (государство, частные инвесторы или иное). В случае если, например, государственные структуры при совершении операций с финансовыми активами (инструментами) на фондовом рынке допустят ошибки при управлении своими финансовыми рисками, которые в силу возникших эффектов подорвут доверие инвесторов к рынку в целом или нарушат стабильность рынка, то такие риски должны быть идентифицированы в рамках системы.

В случае же если финансовые риски, осознанно принимаемые инвесторами (в том числе частными), ограничиваются ущербом для них самих, то они не должны быть идентифицированы в качестве значимых применительно к рынку, но такие риски будут находиться в периметре системы в рамках анализа и управления связанными с ними рисками для развития рынка. Например, риск необеспечения защиты прав инвесторов, напрямую приводящий к затруднениям при достижении цели развития рынка через последствие ущерба доверию инвесторов, может быть связан с принятием инвесторами повышенных финансовых рисков вследствие навязывания им своих услуг финансовыми посредниками, недостаточной эффективности института квалифицированных инвесторов и других причин. Соответствующие аспекты должны быть учтены при управлении риском регулятора (на них должны быть направлены меры реагирования).

Таким образом, тип рисков не имеет значения для целей идентификации значимых рисков для

²² С учетом Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года (URL: https://insurancebroker.ru/f/strategiya_2030_utverzhdannaya_29122022.pdf) и Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годы. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket.

²³ Классификация Банка России: Политика управления рисками Банка России. URL: <https://cbr.ru/Content/Document/File/36486/policy.pdf>.

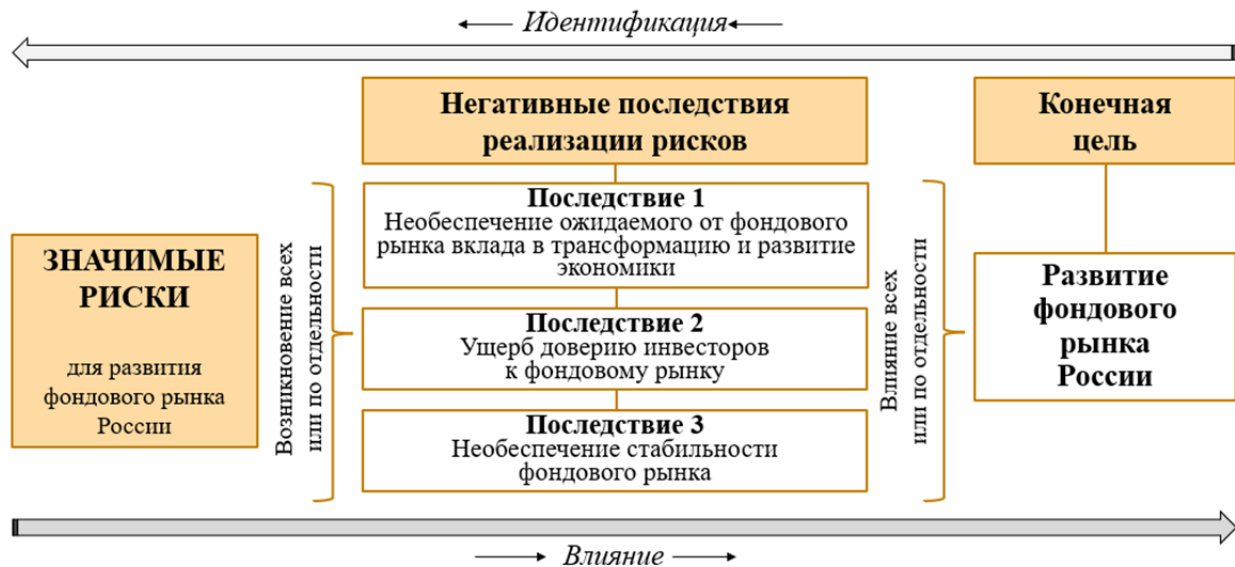


Рис. 1 / Fig. 1. Предложения по перечню верхнеуровневых негативных последствий с целью идентификации рисков для развития фондового рынка России / Proposals for a List of Top-Level Negative Consequences to Identify Risks for the Development of the Russian Stock Market

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

развития рынка, определяющим фактором будет возможность обозначенных последствий при реализации рисков. При этом, несмотря на ожидаемое преобладание рисков операционного характера, приводить к обозначенным последствиям могут и другие типы рисков. Различия в типах рисков будут важны на этапе реагирования на них ввиду различий в методах управления рисками, а также в аналитических целях.

В качестве примера значимого риска, негативно влияющего на развитие фондового рынка в связи с необеспечением его необходимого вклада в трансформацию и развитие экономики (первый тип последствий), можно привести риск невыполнения Поручения Президента России о достижении к 2030 г. показателем капитализации фондового рынка уровня, равного 66% ВВП. На данный риск также целесообразно установить ключевые индикаторы риска (КИР), которые в зависимости от хода выполнения мероприятий, направленных на выполнение указанного поручения, будут характеризовать уязвимости к его реализации и, соответственно, вероятность реализации и уровень возможных в текущих условиях последствий.

Примером значимого риска, препятствующего развитию фондового рынка в связи с ущербом доверию к нему со стороны инвесторов, может служить риск потерь инвесторов вследствие использования на рынке инсайдерской информации. Управление данным риском также целесообразно сделать проактивным за счет установления КИР,

характеризующих масштабы соответствующих явлений и уязвимость к риску.

К рискам, реализация которых способна негативно сказываться на развитии фондового рынка из-за необеспечения стабильности рынка, можно отнести, например, длительные непредвиденные остановки торгов или нарушения бесперебойного функционирования платежной инфраструктуры. Данные риски, с учетом высокой тяжести потенциальных последствий от их реализации, очевидно, уже управляются (как минимум Банком России и ПАО «Московская биржа») с применением различных КИР.

Задачу идентификации рисков макроуровня целесообразно решать в рамках коллегиального органа, в который вошли бы представители ключевых сторон (как минимум, Банка России, Правительства России и ПАО «Московская биржа»).

ВТОРОЙ ПРОЦЕСС – ОЦЕНКА РИСКОВ

После составления перечня значимых рисков для развития фондового рынка на макроуровне (на уровне рынка) необходимо, с учетом ограниченности у профильных ведомств и организаций ресурсов на управление ими, ранжировать риски по значимости, для чего требуется уже не просто дать оценку тому, реальна ли реализация риска, и можно ли считать ее последствия значимыми в принципе, а оценить уровень (степень) вероятности реализации риска и возможных последствий (соответственно).

Методология оценки рисков напрямую связана с ключевыми негативными последствиями у ответствующего объекта и профилем его деятельности. В организациях, для которых первостепенными являются финансовые потери, при оценке как вероятности, так и воздействия риска используются базы данных по потерям, сценарный анализ, различные тесты и математические модели, с градациями в виде финансовых порогов и т.п.

В объектах, для которых ключевым негативным последствием является ненадлежащее выполнение функционала, что имеет место применительно к объекту исследования, для оценки риска, как правило, применяются методы преимущественно экспертного характера, в том числе различные шкалы с описанием разных уровней вероятности и воздействия. Применение математических моделей возможно при накоплении необходимой статистики, но они являются достаточно простыми, учитывающими в основном число и частоту случаев наступления риск-событий.

Наиболее распространенными в международной практике для оценки, как вероятности, так и воздействия, являются 5-балльные шкалы. Одинаковая размерность по обоим критериям позволяет впоследствии сформировать карту рисков. Применительно к объекту настоящего исследования предлагается использовать в целом универсальную шкалу, представленную в табл. 2.

В отличие от шкалы оценки вероятности реализации риска, шкала оценки воздействия риска требует настройки описаний уровня (степени) воздействия в отношении каждого негативного последствия, релевантного для объекта управления рисками. Предложения относительно объекта исследования приведены в табл. 3.

Общую оценку воздействия, учитывая, что риск может получить разные оценки по разным видам последствий, предлагается присваивать по наиболее распространенному консервативному сценарию (по наибольшему из значений). Итоговая же оценка каждого значимого риска будет представлять собой комбинацию «Вероятность × Воздействие» (например, 2×5, 1×4 и т.п.).

В результате оценки, проведенной по единым правилам, все значимые риски можно будет поместить на общую для всех вовлеченных сторон карту рисков, которая станет управленческим ориентиром для расстановки приоритетов по последующему реагированию на риски. С данной целью, как правило, используются «тепловые карты», разграниченные на зоны рисков в зависимости

Таблица 2 / Table 2

Предлагаемая шкала оценки вероятности реализации рисков для развития фондового рынка России / The Proposed Scale for Assessing the Likelihood of Risks for the Development of the Russian Stock Market

Оценка / Grade	Описание / Description
1	«Крайне маловероятно» / Очень низкий уровень
2	«Маловероятно» / Низкий уровень
3	«Вполне вероятно» / Средний уровень
4	«Очень вероятно» / Высокий уровень
5	«Почти точно» / Очень высокий уровень

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

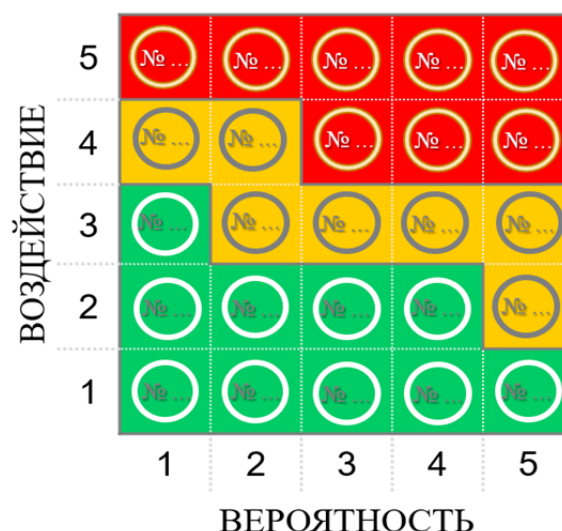


Рис. 2 / Fig. 2. Предлагаемая карта рисков для развития фондового рынка России / Proposed Map for Risks for the Development of the Russian Stock Market

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

сти от их уровня. При оценке рисков по 5-балльной шкале карта рисков для развития рынка будет иметь вид, приведенный на рис. 2.

Спецификой процедуры оценки рисков для развития фондового рынка России также будет являться то обстоятельство, что адекватно оценить уровень рисков на макроуровне, как и впоследствии эффективно управлять ими, невозможно без их декомпозиции на уровень ведомств и органи-

Таблица 3 / Table 3

**Предлагаемая шкала оценки воздействия рисков для развития фондового рынка России /
The Proposed Scale for Assessing the Impact of Risks for the Development of the Russian Stock Market**

Оценка воздействия / Impact grade	Необеспечение ожидаемого от фондового рынка вклада в трансформацию и развитие экономики / Failure to deliver expected contribution to the transformation and development of the economy	Ущерб доверию инвесторов / Damage to investor confidence			Необеспечение стабильности фондового рынка / Failure to ensure stock market stability
		Длительность воздействия / Impact duration	Доверие к источнику и резкость суждения / Trust in the source and the severity of judgment	Масштабы освещения события / Scale of event coverage	
5 – очень сильное	Невыполнение (ненадлежащее) выполнение всех или части задач	Более 10 лет, канонизация события	Ряд негативных внушающих доверие заявлений, необходимы комментарии	Множество известных СМИ, большое количество жалоб и обращений	Непредвиденное приостановление/ нарушение функций рынка более, чем на нескольких дней
4 – сильное	Задержки при выполнении ключевых задач, сильное снижение качества выполнения	От 5 до 10 лет	Отдельные негативные внушающие доверие заявления, необходимы комментарии	Отдельные известные СМИ, большое количество жалоб и обращений	Непредвиденное приостановление/ нарушение функций рынка на срок от одного до нескольких дней
3 – среднее	Существенные затруднения при выполнении ключевых задач	От 1 года до 5 лет	Ряд внушающих доверие негативных заявлений	Региональные/ тематические СМИ, ряд жалоб и обращений	Периодические и существенные перебои в работе
2 – низкое	Заметные затруднения при выполнении задач, способные оказать негативное влияние на другие значимые действия в рамках их выполнения	От 6 месяцев до 1 года	Отдельные внушающие доверие негативные заявления	Региональные/ тематические СМИ, отдельные жалобы и обращения	Отдельные заметные перебои в работе, имеющие кратковременный характер
1 – незначительное	Затруднения при выполнении отдельных действий	Менее 6 месяцев	Отдельные не внушающие доверия негативные заявления	Малоизвестные СМИ	Кратковременные единичные перебои в работе

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

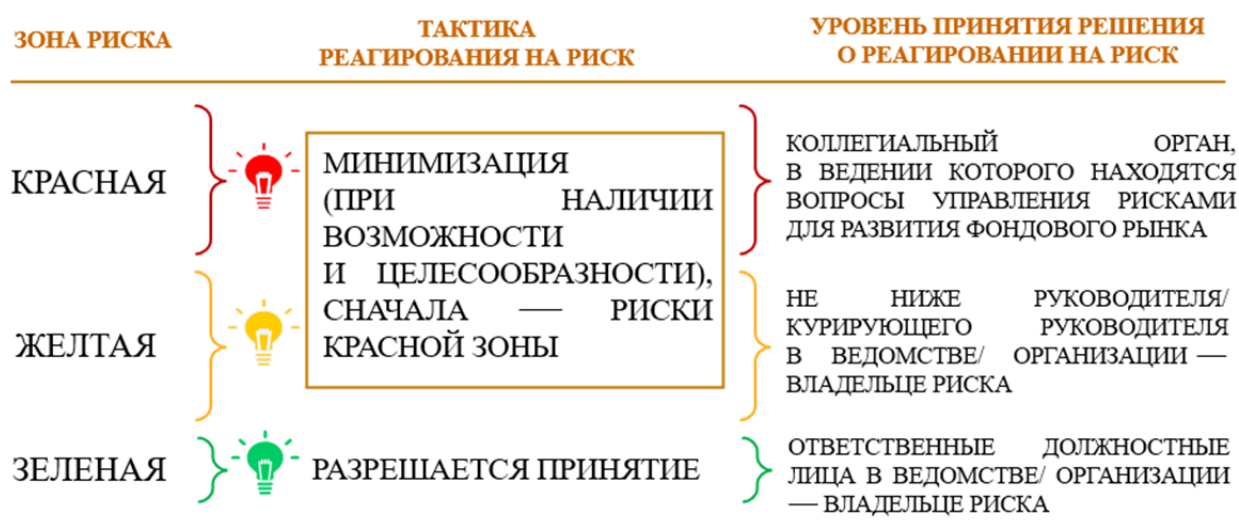


Рис. 3 / Fig. 3. Предложения по настройке риск-аппетита с целью принятия решений о реагировании на риски для развития фондового рынка России / **Proposals for Adjusting Risk Appetite to Address Risks for the Development of the Russian Stock Market**

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

заций в случаях, когда недостатки в зоне их ответственности фактически являются корневыми причинами рисков макроуровня. В частности, невозможно корректно оценить вероятность реализации остаточного²⁴ риска макроуровня, не зная уязвимости и контрольную среду в процессах соответствующих ведомств и организаций. Данное утверждение будет справедливым и в отношении оценки воздействия, поскольку разные корневые причины могут вызывать разные последствия как по составу, так и по уровню.

Для проведения работы по оценке рисков микроуровня и их увязке с рисками макроуровня потребуется определение органа, который координировал бы данную работу — из числа органов, наиболее близких к данному вопросу в силу выполняемого функционала и имеющихся компетенций в отношении фондового рынка.

ТРЕТИЙ ПРОЦЕСС — РЕАГИРОВАНИЕ НА РИСКИ

В международной практике риск-менеджмента при принятии решения о реагировании на риски используется риск-аппетит (толерантность к риску), что позволяет сконцентрировать ресурсы на наиболее важных рисках. Если для коммерческих организаций данный показатель, как прави-

ло, имеет финансовое выражение, то в объектах управления с некоммерческими целями данный вопрос часто решается посредством установления тактики и уровня принятия решения на риски различных зон на карте рисков. Настройка риск-аппетита применительно к объекту исследования представлена на рис. 3.

Что касается непосредственного управления рисками, то с учетом их нередкого взаимного влияния (риски одних ведомств/организаций являются причинами возникновения рисков у других) и, соответственно, возможного нахождения самих рисков и вопросов реагирования на них в компетенции разных ведомств/организаций, в рамках выработанного методического подхода предлагается кросс-секторальная увязка рисков между собой. Например, организатор торгов вряд ли сможет эффективно бороться с риском потерь инвесторов в результате использования на торгах инсайдерской информации (реализация которого на макроуровне способна приводить к ущербу доверия инвесторов), если вне зоны ответственности организатора торгов четко не определены необходимые для этого критерии²⁵.

Сами же меры реагирования, с учетом операционного/качественного характера основных рисков для развития фондового рынка России, также будут носить в основном операционный/

²⁴ Остаточный риск — риск с учетом действия контрольной среды (мер реагирования), в отношении которого на практике уже применяются меры по дальнейшему управлению.

²⁵ Пример — условный, может не совпадать с мнением непосредственных владельцев рисков. Приведен исключительно для демонстрации методологии.

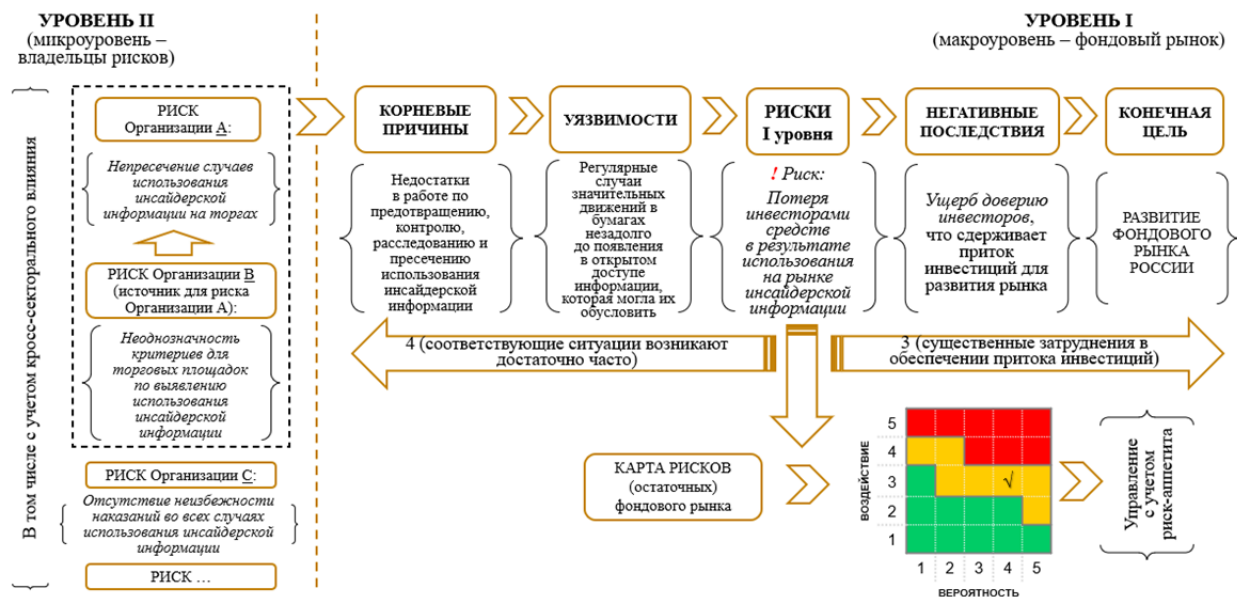


Рис. 4 / Fig. 4. Методический подход к разработке системы управления рисками для развития фондового рынка России с практическим примером / Methodical Approach to Developing a Risk Management System of Risks for the Development of the Russian Stock Market with a Practical Example

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

качественный характер, соответствующий данному типу рисков (реализация мероприятий, регламентация процедур, меры в области работы с персоналом и др.).

В то же время в периметре предлагаемой системы найдут свое место и специальные меры реагирования, направленные на специфические риски, например, меры в области ОНД в отношении рисков, последствием реализации которых является нарушение стабильности рынка. Методология управления проектными рисками будет актуальна в отношении мероприятий, выполняемых в формате проекта. В случае идентификации рисков финансового характера (кредитные, рыночные, ликвидности) очевидно, что могут быть применены классические меры по управлению данными рисками.

ЧЕТВЕРТЫЙ ПРОЦЕСС – МОНИТОРИНГ И ПОДГОТОВКА ОТЧЕТНОСТИ

Каких-либо специфических настроек в данном процессе относительно классических инструментов и порядка их применения авторами не усматривается. Конкретные настройки будут определяться потребностями участников системы и прописаны в детальной методологии.

Важным в данном процессе будет являться включение в периметр мониторинга за функционированием системы управления рисками процедуры периодического независимого аудита эф-

фективности системы. При этом к выполнению данной процедуры, с учетом возможной чувствительности в текущих условиях сведений о рисках и риск-событиях, не должны привлекаться коммерческие структуры.

Общая схема методического подхода к разработке системы управления рисками для развития фондового рынка России, рекомендуемая к имплементации релевантным государственным органам (в первую очередь, Банку России и Правительству России), представлена на рис. 4. В качестве апробации, демонстрирующей возможность применения подхода, на рисунке приведен пример идентификации и оценки одного из рисков макроуровня²⁶.

В частности, при идентификации значимых рисков макроуровня в их перечень, наряду с другими рисками, должен будет попасть *риск потери инвесторами средств в результате использования на рынке инсайдерской информации* в связи с тем, что при его реализации возможно возникновение одного из обозначенных последствий, препятст-

²⁶ Данные по риску приведены исключительно для демонстрации работоспособности подхода и могут отличаться от позиции непосредственных владельцев рисков. Кроме того, формулировка риска на практике настраивается владельцами рисков таким образом, чтобы было однозначно понятно, о каком именно событии идет речь, в том числе для целей фиксации риск-событий, т.е. тоже может быть уточнена.

вующих развитию рынка, — ущерб доверию инвесторов. В отношении данного риска крайне сложно будет зафиксировать его реализацию, в том числе ввиду правовых особенностей, но идентификация риска необходима для проактивной работы с ним.

При оценке макрориска по предложенным шкалам экспертно (с использованием имеющейся статистики) определяется уровень последствий, а также уровень вероятности реализации риска, при этом для оценки вероятности уже выявляются основные источники и уязвимости риска. О вероятности реализации риска могут свидетельствовать уязвимости, например, масштабы соответствующих явлений на рынке, которые можно отслеживать, в том числе количественно с использованием КИР. В качестве источников рисков будут выступать возможные недостатки (непроработанные вопросы) в деятельности субъектов системы, в зоне ответственности которых они находятся. Для данных субъектов соответствующие аспекты будут выступать в качестве рисков, подлежащих управлению. Внешний по отношению к системе характер источника макрориска не будет являться основанием для неосуществления его декомпозиции на уровень владельцев рисков, поскольку к соответствующим событиям также надо готовиться.

Источниками рассматриваемого макрориска на микроуровне теоретически могут быть: непресечение организаторами торгов случаев использования инсайдерской информации на торгах, неоднозначность установленных профильным ведомством критериев использования инсайдерской информации (какие именно действия следует считать использованием инсайдерской информации), отсутствие неизбежности наказаний за такие факты. При этом первая причина может быть обусловлена второй, находясь в зоне ответственности другого ведомства (организации).

В результате обсуждения всех ключевых корневых причин риска и уязвимостей к ним, с учетом наличия и эффективности действующей контрольной среды, проводимого с участием представителей вовлеченных сторон (в ходе процедуры RCSA²⁷), будет дана оценка вероятности макрориска, которая в комбинации с оценкой последствий позволит получить итоговую оценку риска и поместить его на общую карту рисков для

развития фондового рынка, в нашем примере — с оценкой 3×4.

Далее с учетом принятого риск-аппетита на соответствующем должностном уровне определяется способ реагирования на риск, в нашем примере — минимизация (при наличии возможности и целесообразности).

Реагирование на риски будет осуществляться на микроуровне — ведомствами и организациями, в зоне ответственности которых находятся корневые причины риска макроуровня. Для них данные причины являются отдельными рисками, подлежащими классическим процессам управления рисками, в том числе реагированию и мониторингу. Для первых двух причин макрориска, являющихся связанными между собой рисками микроуровня, необходимо будет согласование мер владельцами рисков.

Только осуществив декомпозицию рассмотренного риска макроуровня на его причины, которые будут рассмотрены в качестве отдельных рисков на микроуровне с их кросс-функциональной увязкой и с применением к ним мер управления, возможно будет добиться высокой управляемости макрориска.

ВЫВОДЫ

По результатам исследования предложен авторский методический подход к разработке системы управления рисками для развития фондового рынка России, учитывающий в своих базовых настройках специфику как самого объекта управления рисками, так и поставленной цели (развитие рынка). В рамках методического подхода осуществлены совмещение двух уровней управления рисками (рисками рынка в целом и обуславливающими их рисками на уровне непосредственных владельцев рисков — профильных ведомств и организаций) и кросс-секторальная увязка рисков (учитывая, что риски одного ведомства/организации могут являться причиной возникновения рисков у других).

Проведенная апробация методического подхода на одном из рисков свидетельствует о возможности его применения. При этом, с учетом схожести во многих аспектах целей, инфраструктуры и участников фондового рынка с финансовым рынком в целом, предлагаемый подход может быть, при необходимости, масштабирован до уровня финансового рынка.

Ожидаемой выгодой от имплементации методического подхода в конечном итоге является повышение вклада фондового рынка в развитие

²⁷ Risk and Control Self-Assessment.

национальной экономики за счет разработки и внедрения системного подхода к управлению рисками для развития фондового рынка.

Для реализации методического подхода требуется определение ведомства, ответственного за координацию работы, а также создание (определение) межведомственного коллегиального органа для обсуждения актуальных вопросов и принятия

решений, куда должны войти ключевые участники системы, в том числе Банк России, структуры Правительства России и ПАО «Московская биржа».

Основными вызовами для реализации подхода станет сложность увязки интересов целого ряда вовлеченных сторон и необходимость обеспечения баланса затрат и выгод от применения подхода.

БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету. Финансовый университет, Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of the state task for the Financial University. Financial University, Moscow, Russia.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Горегляд В. П. Системный подход к управлению операционными рисками в центральных банках (регуляторах): предпосылки, актуальные проблемы и перспективы развития. *Деньги и кредит*. 2019;78(4):99–118. DOI: 10.31477/rjmf.201904.99
2. Tang T. Research on the new format of stock market and risk management in the “post-epidemic” period. In: Proc. 2022 7th Int. conf. on financial innovation and economic development (ICFIED 2022). Dordrecht: Atlantis Press International B. V.; 2022:563–570. (Advances in Economics, Business and Management Research. Vol. 211). DOI: 10.2991/aebmr.k.220307.091
3. Kilic E., Sonmezer S. Monetary momentum and risk management in stock market. *PressAcademia Procedia (PAP)*. 2023;18:119–120. DOI: 10.17261/Pressacademia.2023.1877
4. Samimi A., Bozorgian A., Samimi M. An analysis of risk management in financial markets and its effects. *Journal of Engineering in Industrial Research*. 2022;3(1):1–7. DOI: 10.22034/JEIRES.2021.299117.1045
5. Zhang Y., He J., He M., Li S. Geopolitical risk and stock market volatility: A global perspective. *Finance Research Letters*. 2023;53:103620. DOI: 10.1016/j.frl.2022.103620
6. Musholombo B. Cryptocurrencies and stock market fluctuations. *Economic Letters*. 2023;233:111427. DOI: 10.1016/j.econlet.2023.111427
7. Климова П. В. Теоретические аспекты управления рыночным риском на фондовом рынке в условиях глобализации. *Молодой ученый*. 2021;(51):101–103. URL: <https://moluch.ru/archive/393/86907>
8. Выгодчикова И. Ю. Анализ инвестиционных рисков на фондовом рынке на основе критерия минимакса. *Управление финансовыми рисками*. 2020;(4):280–290. DOI: 10.36627/2221–7541–2020–4–4–280–290
9. Adrian T., Abbas N., Ramirez S. L., Dionis G. F. The US banking sector since the March 2023 turmoil: Navigating the aftermath. IMF Global Financial Stability Notes. 2024;(001). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/gfs-notes/2024/English/GFSNEA2024001.ashx>
10. Guo J., Liu L., Tang Y. The influence of trade friction on the stability of stock market: Evidence from China. *Heliyon*. 2023;9(10):e20446. DOI: 10.1016/j.heliyon.2023.e20446
11. Aloosh A., Choi H.-E., Ouzan S. The tail wagging the dog: How do meme stocks affect market efficiency? *International Review of Economics & Finance*. 2023;87:68–78. DOI: 10.1016/j.iref.2023.04.019
12. Kang M.-W. Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes. *Capital Markets Law Journal*. 2023;18(1):101–135. DOI: 10.1093/cmlj/kmac026
13. Li N., Wei C., Zhang L. Risk factors in the Indonesian stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2023;82:102175. DOI: 10.1016/j.pacfin.2023.102175
14. Mitragotri S. R., Patel N. Data mining in Indian equity markets: Building low risk, market beating portfolios. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(5):115–127. DOI: 10.26794/2587–5671–2023–27–5–115–127
15. Гарнов А. П., Афанасьев Е. В., Тишкина Н. П. Риски российского фондового рынка в условиях санкций и пути их преодоления. *Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова*. 2022;19(5):5–11. DOI: 10.21686/2413–2829–2022–5–5–11

16. Накостик Д.Д. Риски увеличения недобросовестных участников финансового рынка в условиях санкций. *Вестник евразийской науки*. 2022;14(5):29. URL: <https://esj.today/PDF/39ECVN522.pdf>
17. Бортник А.А., Травкина Е.В. Комплексная оценка рисков и угроз развития финансового рынка в условиях санкционных геополитических ограничений. *Финансовые рынки и банки*. 2023;(6):86–89. URL: <https://finmarketbank.ru/upload/iblock/5ce/ha7y73h6xviu4a1nhpokr2aq55mw129u/%D0%A4%D0%A0%D0%91%20%E2%84%96%202023.pdf>
18. Лунева М.В. Фондовый рынок России в условиях санкций. *Региональные проблемы преобразования экономики*. 2022;(6):89–93. DOI: 10.26726/1812–7096–2022–6–89–93
19. Зиновьев А.Г., Дубина И.Н., Кузьмин П.И. Корреляционный анализ влияния санкций на фондовые и отраслевые индексы стран — инициаторов санкций и стран, подверженных санкциям. *Экономика. Профессия. Бизнес*. 2024;(1):31–37. DOI: 10.14258/epb202405
20. Тернавченко К.О., Лехман Е.В., Подиева Е.А. Перспективы развития фондового рынка РФ в условиях геополитической нестабильности. *Научный результат. Экономические исследования*. 2024;10(1):129–139. DOI: 10.18413/2409–1634–2024–10–1–1–1

REFERENCES

1. Goreglyad V. Systematic approach to operational risk management in central banks (regulators): Prerequisites, current issues, and development prospects. *Russian Journal of Money and Finance*. 2019;78(4):99–118. (In Russ.: *Den'gi i kredit*. 2019;78(4):99–118. DOI: 10.31477/rjmf.201904.99).
2. Tang T. Research on the new format of stock market and risk management in the “post-epidemic” period. In: Proc. 2022 7th Int. conf. on financial innovation and economic development (ICFIED 2022). Dordrecht: Atlantis Press International B. V.; 2022:563–570. (Advances in Economics, Business and Management Research. Vol. 211). DOI: 10.2991/aebmr.k.220307.091
3. Kilic E., Sonmezer S. Monetary momentum and risk management in stock market. *PressAcademia Procedia (PAP)*. 2023;18:119–120. DOI: 10.17261/Pressacademia.2023.1877
4. Samimi A., Bozorgian A., Samimi M. An analysis of risk management in financial markets and its effects. *Journal of Engineering in Industrial Research*. 2022;3(1):1–7. DOI: 10.22034/JEIRES.2021.299117.1045
5. Zhang Y., He J., He M., Li S. Geopolitical risk and stock market volatility: A global perspective. *Finance Research Letters*. 2023;53:103620. DOI: 10.1016/j.frl.2022.103620
6. Musholombo B. Cryptocurrencies and stock market fluctuations. *Economic Letters*. 2023;233:111427. DOI: 10.1016/j.econlet.2023.111427
7. Klimova P. V. Theoretical aspects of market risk management in the stock market in the context of globalization. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*. 2021;(51):101–103. URL: <https://moluch.ru/archive/393/86907> (In Russ.).
8. Vygodchikova I. Yu. Analysis of investment risks in the stock market based on the minimax criterion. *Upravlenie finansovymi riskami = Financial Risk Management Journal*. 2020;(4):280–290. (In Russ.). DOI: 10.36627/2221–7541–2020–4–4–280–290
9. Adrian T., Abbas N., Ramirez S. L., Dionis G. F. The US banking sector since the March 2023 turmoil: Navigating the aftermath. IMF Global Financial Stability Notes. 2024;(001). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/gfs-notes/2024/English/GFSNEA2024001.ashx>
10. Guo J., Liu L., Tang Y. The influence of trade friction on the stability of stock market: Evidence from China. *Heliyon*. 2023;9(10):e20446. DOI: 10.1016/j.heliyon.2023.e20446
11. Aloosh A., Choi H.-E., Ouzan S. The tail wagging the dog: How do meme stocks affect market efficiency? *International Review of Economics & Finance*. 2023;87:68–78. DOI: 10.1016/j.iref.2023.04.019
12. Kang M.-W. Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes. *Capital Markets Law Journal*. 2023;18(1):101–135. DOI: 10.1093/cmlj/kmac026
13. Li N., Wei C., Zhang L. Risk factors in the Indonesian stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2023;82:102175. DOI: 10.1016/j.pacfin.2023.102175
14. Mitragotri S. R., Patel N. Data mining in Indian equity markets: Building low risk, market beating portfolios. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(5):115–127. DOI: 10.26794/2587–5671–2023–27–5–115–127
15. Garnov A. P., Afanasyev E. V., Tishkina N. P. Risks facing Russian stock exchange during sanctions and ways of their overcoming. *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova = Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics*. 2022;19(5):5–11. (In Russ.). DOI: 10.21686/2413–2829–2022–5–5–11

16. Nakostik D.D. Risks of an increase in unscrupulous financial market participants under sanctions. *Vestnik evraziiskoi nauki = The Eurasian Scientific Journal*. 2022;14(5):29. URL: <https://esj.today/PDF/39ECVN 522.pdf> (In Russ.).
17. Bortnik A.A., Travkina E.V. Comprehensive assessment of risks and threats to the development of the financial market in the context of sanctions geopolitical restrictions. *Finansovye rynki i banki = Financial Markets and Banks*. 2023;(6):86–89. URL: <https://finmarketbank.ru/upload/iblock/5ce/ha7y73h6xviu4a1nhp okv2aq55mw129u/%D 0%A4%D 0%A0%D 0%91%20%E 2%84%966%202023.pdf> (In Russ.).
18. Luneva M.V. The Russian stock market under sanctions. *Regional'nye problemy preobrazovaniya ekonomiki = Regional Problems of Economic Transformation*. 2022;(6):89–93. (In Russ.). DOI: 10.26726/1812–7096–2022–6–89–93
19. Zinoviyev A.G., Dubina I.N., Kuzmin P.I. Correlation analysis of the impact of sanctions on stock and industry indices of countries initiating sanctions and countries under sanctions. *Ekonomika. Professiya. Biznes = Economics. Profession. Business*. 2024;(1):31–37. (In Russ.). DOI: 10.14258/epb202405
20. Ternavshchenko K.O., Lekhman E.V., Podieva E.A. Prospects for the development of the Russian stock market in the context of geopolitical instability. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskoe issledovaniya = Research Result. Economic Research*. 2024;10(1):129–139. (In Russ.). DOI: 10.18413/2409–1634–2024–10–1–1–1

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Елена Николаевна Алифанова — доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

Elena N. Alifanova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Head of the Department of Financial Markets and Financial Engineering at the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-6908-7808>

ENAlifanova@fa.ru



Тимофей Викторович Маняхин — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга, Финансовый университет, Москва, Россия; сертифицированный риск-менеджер, Международная ассоциация профессиональных риск-менеджеров, Москва, Россия

Timofei V. Maniakhin — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of the Department of Financial Markets and Financial Engineering at the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia; certified risk-manager, Professional Risk Managers' International Association (PRMIA), Moscow, Russia

<https://orcid.org/0009-0005-7315-286X>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:

tvmanyakhin@fa.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 30.05.2024; после рецензирования 13.06.2024; принята к публикации 27.06.2024.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 30.05.2024; revised on 13.06.2024 and accepted for publication on 27.06.2024.

The authors read and approved the final version of the manuscript.