

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ	
1.1. Передумови виникнення і дослідження фінансового ризику в світовому господарстві	8
1.2. Сутність і класифікація фінансових ризиків.	23
1.3. Базові методи оцінки фінансових ризиків: теоретичний аспект.	41
РОЗДІЛ 2. ПРАКТИЧНА ОЦІНКА І УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВ	
2.1. Аналіз фінансових ризиків підприємств з урахуванням специфіки їхньої діяльності.	59
2.2. Модель комплексної оцінки і управління фінансовими ризиками підприємства	81
2.3. Аналітична оцінка методів управління фінансовими ризиками.	92
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ НА ПІДПРИЄМСТВІ	
3.1. Сутність і перспективи застосування на Україні активного методу управління фінансовими ризиками	109
3.2. Програма зниження цінового ризику підприємства методом хеджування ф'ючерсних контрактів.	121
3.3. Оптимізація взаємозв'язку процесу управління фінансовими ризиками з організаційною структурою підприємства.	136

ВИСНОВКИ	146
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	150

ВСТУП

Донедавна суб'єкти господарювання, зіштовхуючись з такими поняттями, як невизначеність, небезпека, ризик не намагалися їх розуміти і кількісно вимірювати. З появою науково-дослідницького підходу в економіці, промисловості і торгівлі значення цих понять почало деталізуватися, а такі сучасні тенденції розвитку світової економіки, як міжнародна глобалізація й інтеграція господарської діяльності, дестабілізація товарних і фінансових ринків призвели до усвідомлення практичної необхідності вивчення механізмів оцінки і управління фінансовими ризиками. В умовах розвитку ринкових відносин проблема існування ризику у фінансово-господарській діяльності підприємств здобуває самостійного теоретичного і прикладного значення у зв'язку з тим, що ризик являється характерною рисою ринкової економіки і вимагає проведення поглибленого аналізу впливу на діюче підприємство ризикостворюючих факторів зовнішнього та внутрішнього середовища.

Що ж собою представляє ризик? В даний неможливо дати чітку характеристику поняттю ризик у зв'язку з багатоаспектністю і складністю його прояву. У широкому розумінні автор розглядає ризик як можливість настання несприятливої події, більш вузьке економічне трактування визначає ризик як економічну категорію, яка виникає в умовах невизначеності і призводить до ймовірності понесення підприємством збитків або недоодержання прибутку. Ризик можна розглядати як одну з основних системних характеристик, властивих усім видам цілеспрямованої діяльності, яка може виявлятися як невизначеність у реалізації цілей діяльності, умови досягнення яких недостатньо зрозумілі або невідомі функціональним суб'єктам.

Оскільки ймовірність несприятливого результату існує завжди, природним образом виникає питання про можливість застосування механізмів зниження або запобігання ризику. Вирішенням цього питання являється всебічна оцінка ризику, яка дозволяє порівнювати ефективність застосування того або іншого методу

захисту від ризику, а також дає можливість оцінити комплексне використання методів і вибрати найбільш діючі.

Метою даного дослідження є розробка та узагальнення механізму оцінки і управління фінансовими ризиками з урахуванням особливостей і специфіки діяльності підприємств на основі комплексного використання прогресивних методів захисту від ризиків. При оцінці фінансового ризику автор керується такими припущеннями, як:

- втрати від ризику незалежні один від одного;
- втрати по одному виду діяльності не обов'язково збільшують ймовірність втрат по іншому.

Досліджуючи ризик, необхідно розуміти, що ризик не являється випадковим результатом діяльності, а є об'єктивною реальністю всіх суб'єктів господарювання, яка вимагає постійного удосконалення умов функціонування в економічно нестабільному середовищі. Об'єктивне сприйняття ризику в соціально-економічному середовищі базується на об'єктивних категоріях конфліктності, відсутності повноти інформації і визначеності на момент планування, прогнозування й ухвалення рішення про методи управління підприємством.

У цілому дослідження ризику представляється авторові як чітко організована структурована система, яка включає комплексні елементи оцінки і управління ризиками, що адекватно відбивають реальні ринкові процеси, тому дослідження ризику доцільно здійснювати за наступною схемою:

1. Постановка цілей дослідження;
2. Проведення аналізу зовнішнього середовища, чітко поділяючого ризикостворюючі фактори;
3. Оцінка частоти прояву джерел ризиків;
4. Аналіз конкретних видів ризику з фінансово-економічної позиції;
5. Системна оцінка ризику по ряду критеріїв;
6. Аналіз можливості використання існуючих методів зниження ризику;
7. Вибір методів впливу на ризик;
8. Оцінка рівня безпеки і достатності використаних методів;

9. Коректування дій з урахуванням отриманих результатів.

Дослідження ризику розглядається як комплексна система, елементи якої пов'язані між собою процесами обміну на всіх рівнях і відображають більшість проблем функціонування підприємств в умовах ринкових перетворень. Ця система формується як наука - ризикологія, що на думку Буянова В. П. являє собою «науку про закони й закономірності діяльності цілепокладаючих і цілездійснюючих систем стосовно виявлення можливих загроз, які можуть проявитися в майбутній діяльності» [49].

Вирішення проблем існування фінансових ризиків стає можливим завдяки працям ведучих зарубіжних і вітчизняних вчених по базовим аспектам менеджменту, економіки підприємств, фінансового аналізу, фондового ринку, банківської справи. Серед вітчизняних вчених необхідно виділити таких як: Амоша А. І., Бланк І. А., Бритченко І. Г., Верченко П. І., Вітлінський В. В., Гальчинський А. А., Дорогунцов С. І., Клебанова Т. С., Кравченко Ю. Я., Лисенков Ю. М., Мороз А. М., Міщенко В. І., Наконечний С. І., Прокопенко Н. Д., Симоненко В. К., Червова Л. Г., Чухно А. А., Ястремський О. І. та інші.

Великий внесок зробили зарубіжні вчені: Альгін А. П., Альберт М., Балабанов І. Т., Беренс В., Бірман Г., Брігхем Є., Буренін А. Н., Вайсман А., Глущенко В. В., Гордон А., Друкер П., Єрмольєв Ю. М., Котлер Ф., Кругман П., Маршал Джон Ф., Мескон М., Міркін Я. М., Моргенштейн О., Редхед К., Роуз П., Уткін Є. А., Хейне П., Шарп У. та інші.

Завдяки працям вітчизняних і зарубіжних дослідників було вирішено ряд чисельних проблем в області моделювання та управління фінансовими ризиками, однак на Україні існує досить обґрунтована і розвинена проблема вивчення й ефективного впровадження механізмів зниження впливу фінансових ризиків на стан і характер діяльності підприємств. Актуальність постановки і вирішення зазначеної проблеми пояснюється вимогами до якості прийнятих рішень при проведенні ринкових реформ в економіці.

Автор висловлює величезну подяку ректору Донецького державного університету економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського, проректору по

науковій роботі, членам кафедри економіки підприємств, керівнику та всім співробітникам університету за допомогу в підготовці монографії.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ

1.1. Передумови виникнення і дослідження фінансового ризику у світовому господарстві

Поняття «ризик» відомо досить давно, але найбільш активно почали вивчати різні аспекти ризику лише з початком стрімкого розвитку капіталомістких і наукомістких галузей промисловості. Однак події двох останніх десятиліть ХХ століття докорінно змінили масштаб дослідницької й аналітичної роботи в області фінансових ризиків. Найважливішими причинами цього являються:

- 1) загальна тенденція розвитку світової економіки – міжнародна глобалізація господарської діяльності;
- 2) дестабілізація міжнародних фінансових ринків.

Проаналізуємо більш детально основні фактори, які впливають на розвиток і функціонування світового господарства.

Міжнародна інтеграція і глобалізація, які характеризують, на думку більшості дослідників, загальну тенденцію розвитку світової економіки, особливо чітко проявляються з 80-х років ХХ століття.

В умовах глобалізаційного процесу, суть якого, по визначенню секретаріату ЮНКТАД, складається в «зростанні обсягів міжнародних торгівельних, фінансових і інвестиційних потоків при їхньому зростаючому взаємозв'язку», розвиток усіх сфер економічного життя все більше визначається дією не національних і регіональних, а загальносвітових факторів. Усе більша кількість учасників ринків, які орієнтувалися раніше винятково на внутрішні ресурси, виходять на міжнародну арену. Ключовими елементами глобалізації починають виступати розширення зовнішньої торгівлі, швидке поширення нових інформаційних технологій і збільшення міжнародних потоків капіталу.

Процес глобалізації і консолідації почав розвиватися під дією ряду економічних сил. У першу чергу, до них варто віднести витрати пошуку, що

являють собою витрати коштів і часу на пошук контрагентів по угодах. Бажання знизити витрати пошуку сприяло виходові контрагентів на міжнародні ринки.

Другою економічною силою являються транспортні витрати, в які включаються не тільки витрати на подолання географічних відстаней, але і витрати на засоби комунікацій. Швидкий розвиток інформаційних і комп'ютерних технологій зробив ринок більш відкритим, конкурентним, мобільним і призвів до корінних змін у торгівлі.

Третьою економічною силою можна назвати економію на масштабі. Міжнародні ринки здатні надавати в оптовому порядку все більшу кількість необхідних послуг, які знижують витрати учасників більше, чим внутрішні ринки.

Слід зазначити, що глобалізація супроводжується дерегулюванням і лібералізацією ринків і, насамперед фінансових. Процеси дерегулювання стирають інституціональні розмежування між комерційним, інвестиційним, страховим і іншим видами діяльності. У результаті підприємства змушені конкурувати одночасно в декількох сегментах міжнародного ринку. Процеси лібералізації руйнують обмеження для входу нерезидентів на національні ринки. З'являються можливості для розвитку і формування міжнародного бізнесу, що підсилює конкурентну боротьбу. У банківській сфері збільшується кількість злиттів і поглинань, розширюються і стають більш різноманітними форми кооперації банків між собою і небанківськими кредитно-фінансовими організаціями.

Зокрема, посилення конкуренції викликає у підприємств «тиск з боку витрат», і заради підтримки конкурентних цін на послуги вони змушені боротися за скорочення витрат, впроваджуючи схеми контролю витрат і аналізу ефективності. Разом із тим бажання відповідати вимогам часу змушує підприємства збільшувати витрати на впровадження нових технологій. Прагнення до одержання прибутку і необхідність великих капітальних вкладень, продиктованих змінами зовнішнього середовища, призводить до виникнення фінансових ризиків у діяльності підприємств. Щоб не втратити конкурентні переваги, підприємствам необхідно впроваджувати більш прогресивні структури управління, які враховували би фактори ризику, що дозволило би гнучко реагувати

на зовнішні умови, і одночасно забезпечувало би якість функціонування, контроль витрат і ефективності.

Необхідно відзначити, що останнім часом питання глобалізації досліджується західними економістами все активніше. Теоретична концепція глобалізації ринків, і, зокрема, фінансових, припускає усунення бар'єрів між внутрішніми та міжнародними ринками, і як наслідок - розвиток безлічі зв'язків між окремими секторами. В ідеалі на глобальному рівні капітал повинен вільно переливатися з внутрішнього на світовий ринок і назад. На теоретичному рівні можна зробити висновок, що міжнародний капітал повинен прагнути туди, де доходи і продуктивність вище, ніж на місцевому рівні. Виходячи з цього можна припустити, що мобільність міжнародних капіталів буде зростати, поки світова економіка не стане характеризуватися відносною рівномірністю розвитку, що малоймовірно в найближчі десятиліття.

Традиційно економісти дотримуються точки зору, що міжнародний рух капіталів характеризується тенденцією до зростання. Однак необхідно відзначити, що ряд закордонних досліджень в області проблем глобалізації, дозволяють поставити під сумнів дійсність існування глобалізації бізнесу і розширення потоків капіталу на міжнародному рівні. Таке ствердження можна зробити на основі трьох цікавих особливостей розвитку глобального ринку: феномена «домашнього зсуву», парадокса Філдстайна-Хоріока і спостережень, які показують низький рівень міжнародних нетто-потоків капіталу.

Феномен «домашнього зсуву». У 90-х роках ХХ ст. вчені К. Френч і Дж. Потерба провели дослідження портфелів інвесторів з Великобританії, Японії і США на кінець 1980-х років ХХ ст. і виявили, що інвестори віддають перевагу внутрішнім фінансовим інструментам. Так, американські інвестори тримали 94% своїх активів в американських акціях, японські – 98%. У той час як французькі, німецькі і канадські інвестори вклали в японські й американські акції не більш 1% своїх капіталів. З появою в США в середині 90-х років ХХ ст. взаємних глобальних інвестиційних фондів, що сприяють росту міжнародної диверсифікації портфелів, перерозподілу коштів так і не відбулося.

Відповідно до досліджень, станом на 1998 рік британські інвестори в іноземних акціях утримують 23% своїх активів, німецькі - 18%, канадські - 12%, американські - 10% і японські - 5% [215]. Як показує динаміка міжнародної диверсифікації, тенденція до збільшення частки вкладень в іноземні активи залишається дуже слабкою.

Частково феномен «домашнього зсуву» пояснюється тим, що інвестори не хочуть ризикувати і вкладають гроші за кордоном переважно в боргові зобов'язання, а не в корпоративні папери. Однак неможливо визначити причини, які цілком розкривають це явище. Очевидно, існують якісь перешкоди на шляху міжнародних інвестицій, що стримують глобалізацію фінансових ринків. Можливо, до таких перешкод варто віднести все те, що безпосередньо впливає на підприємницьку діяльність: недолік інформації про іноземні продукти, компанії та інші.

Парадокс Філдстайна-Хоріока. Вчені М. Філдстайн і Ч. Хоріока звернули увагу на те, що завдяки безперешкодному функціонуванню міжнародного ринку капіталів, внутрішня норма прибутковості інвестицій повинна значно відхилитися від норми заощаджень, тобто заощадження незалежно від місця розташування повинні шукати шляхи свого найбільш ефективного вкладення на ринку, при цьому внутрішні інвестиції не обмежуються тільки національними заощадженнями, тому що джерелом виступає не тільки національний, але і міжнародний ринок капіталів.

Однак, провівши дослідження, виявилось, що країни, які характеризувалися високою нормою заощаджень, мали таку ж високу норму інвестицій. Звідси Філдстайн і Хоріока зробили висновок про низьку міжнародну мобільність капіталів.

Обстфельд і Рогоф у 2000 році перевірили та підтвердили розрахунки Філдстайна і Хоріока стосовно даних 1990-1997 рр. Дослідники прийшли до висновку, що ринки прагнуть не до експорту надлишкового капіталу, а до поглинання надлишку заощаджень на внутрішньому ринку [212].

Отже, у світі спостерігається ще одна тенденція, яка не дозволяє чітко стверджувати про існування глобалізаційних процесів, адже якби фінансові ринки були цілком об'єднані, наслідком цього було би об'єднання і заощаджень.

Міжнародні нетто-потоки капіталу. Міжнародні потоки капіталу являються одним з головних індикаторів глобалізації фінансових ринків. У системі національних рахунків, рахунок поточних операцій платіжного балансу дорівнює різниці між валовими національними заощадженнями та інвестиціями. Дефіцит рахунку по поточних операціях означає недостачу внутрішніх заощаджень, що фінансується приливом чистих заощаджень із закордону. Подібна структура платіжного балансу дозволяє розглядати динаміку сальдо рахунку поточних операцій як міжнародну мобільність капіталу.

Відповідно до досліджень, проведених Обстфельдом і Тейлором у 1997 році, середній розмір чистих міжнародних потоків капіталу промислово розвитих країн дорівнює відношенню рахунку по поточних операціях до номінального ВВП, і у середньому складав близько 3% напередодні Першої Світової війни. В окремі періоди часу показник міжнародної мобільності капіталу досягав 4-5%. У 20-30-х рр. ХХ ст., і в період функціонування Бреттон-Вудської системи в 50-60 роки, це відношення знижувалося. З моменту переходу до режиму плаваючих валютних курсів у 1970-х роках, показник мобільності капіталу рівномірно збільшувався до 3% і залишився приблизно на тому ж рівні, що й у період Першої Світової війни [213].

З переходом до плаваючих валютних курсів, після краху Бреттон-Вудської системи, на перший план вийшли стабільність внутрішньої економіки і свобода руху капіталу, в результаті чого мобільність капіталу поступово почала збільшуватися, навіть враховуючи те, що заощадження й інвестиції в індустріально розвитих країнах коливаються і рівень чистих потоків капіталу суперечить концепції зростаючої фінансової глобалізації (див. табл. 1.1.) .

Таблиця 1.1.

Розміри нетто-потоків капіталу з 1932 по 1996 роки в країнах „Великої сімки”
(абсолютна величина рахунка поточних операцій платіжного балансу
стосовно ВВП, %)

Період	Канада	Франція	Німеччина	Італія	Японія	Велик.	США	Всього
1932-1939	2,6	1,0	0,6	0,7	1,0	1,1	0,4	1,2
1940-1946	3,3	-	-	3,4	1,0	7,2	1,1	3,2
1947-1959	2,3	1,5	2,0	1,4	1,3	1,2	0,6	1,9
1960-1973	1,2	0,6	1,0	2,1	1,0	0,8	0,5	1,3
1974-1989	1,7	0,8	2,1	1,3	1,8	1,5	1,4	2,2
1989-1996	4,0	0,7	2,7	1,6	2,1	2,6	1,2	2,3

У цілому, на думку сучасних зарубіжних дослідників, у світовому господарстві спостерігається розвиток процесів глобалізації, однак глобалізація характеризується збільшенням міжнародних фінансових ризиків, а не потоків капіталу.

Крім процесів глобалізації, необхідно відзначити посилення впливу **дестабілізації** на розвиток міжнародних фінансових ринків. Серед основних причин виникнення дестабілізації, виділяють високий рівень коливань валютних курсів, відсоткових ставок, нестабільність фондових ринків розвинутих країн.

1. Проблема коливання валютних курсів і їх впливу на діяльність суб'єктів господарювання постала після підписання країнами-членами МВФ Ямайської угоди (1976 р.), відповідно до якої було офіційно визнано демонетарізацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет, введено міжнародну розрахункову одиницю СДР, яка мала стати основою визначення валютних курсів національних валют, та введено режим вільного курсоутворення на базі „плаваючих” валютних курсів.

Найбільшої гостроти проблема набула у 80-х рр. ХХ ст., це пов'язано з різким зростанням обсягів міжнародних торговельних і фінансових операцій, зростанням обсягів валютних спекуляцій, неможливістю прогнозування коливань,

що спричиняє збільшення залежності кінцевих результатів діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ від валютного ризику (див. табл. 1.2.).

Головним чинником валютних ризиків являються короткострокові і довгострокові коливання обмінних курсів, які залежать від попиту та пропозиції валюти на національних і міжнародних фінансових ринках. У довгостроковому періоді визначну роль відіграє загальний економічний стан країни, рівень виробництва, обсяги зовнішньої торгівлі, збалансованість основних макроекономічних пропорцій, а в короткостроковому – збалансованість окремих ринків і загальний стан ринкового й конкурентного середовища.

Колівання кількісних показників окремих факторів та їх певне співвідношення відіграють вирішальну роль у змінах валютних курсів, а тому можуть суттєво впливати на характер виникнення і рівень валютного ризику [97].

Таблиця 1.2.

Колівання курсів основних світових валют

Роки	Відношення ECU/USD	Відношення DM/USD	Відношення Y/USD
1981	0,9	1,8	270
1985	1,35	2,9	275
1988	0,85	1,8	180
1990	0,8	1,7	200
1995	0,78	1,5	160

Аналіз динаміки коливань валютних курсів свідчить про виникнення необхідності постійно враховувати високий рівень мінливості курсів основних світових валют. Так, з 1981 по 1995 рр. ієна стосовно американського долара здешевіла майже вдвічі, курс еку коливався в межах 0,78 – 1,35 за долар, а німецька марка 1,5-2,9 марок за долар США.

З 80-х років ХХ ст. ріст валютних ризиків призвів до збільшення ризикованості вкладень в економіку інших країн, що ускладнювало міжнародний рух капіталу і припиняло ефективний розвиток світового господарства.

Особливо сильно відчули на собі вплив валютних ризиків транснаціональні корпорації, які мають філії у різних країнах. Через неправильний вибір операційних валют, вони зазнавали збитків, навіть, незважаючи на ефективне функціонування. Валютного ризику можна було б уникнути, якщо б усі контракти корпорацій були б в єдиній валюті, однак державна диверсифікація змушує корпорації працювати з місцевими валютами, які являються єдиними законними платіжними засобами в цих країнах. Так, наприклад, американська компанія Ford Motor Company зіштовхувалась з чистим сальдо валютних позицій у британських фунтах стерлінгів, японській ієні, євро, мексиканських песо і бразильських реалах. Для іншої американської компанії Procter&Gamble основним джерелом валютного ризику стали ринки Західної Європи, Мексики та Канади.

З огляду на фактор ризику при регулюванні позиції у кожній валюті, у даний час транснаціональні корпорації виробили ряд методів управління міжнародними грошовими потоками шляхом створення ефективних систем внутрішніх корпоративних міжнародних розрахунків. Подібні внутрішньокорпоративні системи розрахунків спрямовані на усунення незбалансованості валютних надходжень і платежів по сумарних і тимчасових параметрах.

2. Коливання відсоткових ставок (див. табл. 1.3.).

Таблиця 1.3.

Динаміка коливання процентних ставок на базі LIBOR по кредитам у марках, доларах, ієнах

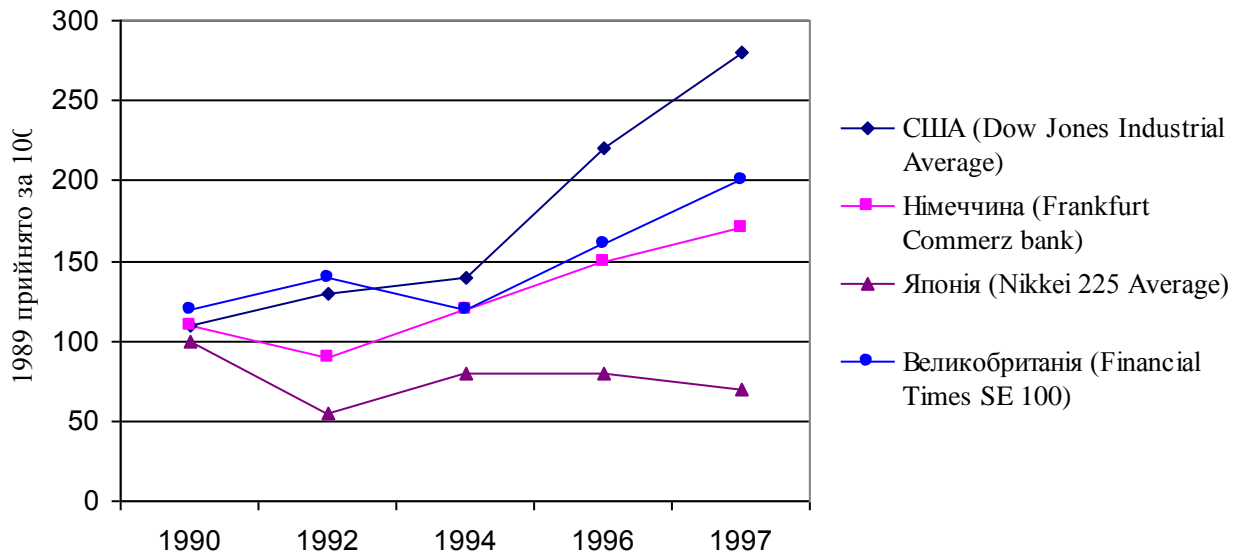
Роки	Відсоткові ставки в доларах США (%)		Відсоткові ставки в німецьких марках (%)		Відсоткові ставки в ієнах (%)	
	Коротко-строкові	Довго-строкові	Коротко-строкові	Довго-строкові	Коротко-строкові	Довго-строкові
1981	14	14	10	9	8	10,5
1983	9	11,5	6	6,7	7	8
1984	10	12,5	4	6,5	7,5	6

1987	6	8	8	4,5	7,5	7
1989	8	9	8	7,8	7,8	9
1993	3	6	6,5	4	4	7
1995	6,6	7	3,5	3	5,6	6
1997	5,43	5,18	3,5	3,55	1,63	1,78

Дані таблиці свідчать про те, що починаючи з 1980-х років, ніхто з учасників ринку не міг бути впевненим у стабільній вартості позичкових капіталів. Так, за період з 1981 по 1997 рр. короткострокові і довгострокові відсоткові ставки у доларах США коливалися від 14% до 5,18% річних, у німецьких марках коридор коливань відсоткових ставок складав 10 - 3,5%, в ієнах – короткострокові відсоткові ставки коливалися в межах від 8% до 1,63%, довгострокові від 10,5% до 1,78%.

Високий рівень відсоткового ризику негативно зазначався, насамперед, на стані банківського сектора. Різкі коливання відсоткових ставок істотно підвищили загальну невизначеність в економіках багатьох країн і ризик у системі відносин банків з їхніми головними контрагентами - вкладниками, позичальниками і регулюючими органами. Такі умови продиктували необхідність оцінки банками кредитних ризиків, вкладниками і регулюючими органами - фінансового стану банків. При цьому позичальники банків повинні були не тільки аналізувати динаміку відсоткових ставок у різних валютах, але і враховувати темпи знецінювання різних валют.

3. Нестабільність фондових ринків розвинутих країн можна охарактеризувати аналізом динаміки коливаннями основних фондових індексів, який представлений на малюнку 1.1.



Мал. 1.1. Динаміка коливання основних фондових індексів на базі акцій (у доларах США)

Дані свідчать про наявність високих коливань курсів цінних паперів на ведучих світових біржових ринках, при цьому спостерігалися наступні коливання показників: у Німеччині – 90-170, у Великобританії – 120-200, у Японії – 55-100. Тільки середньорічний показник індексу Доу-Джонса за цей період характеризується стійкою тенденцією росту.

У даний час досить важко прогнозувати динаміку розвитку фондових ринків, при прогнозі необхідно враховувати деякі сучасні тенденції розвитку фондових ринків.

Перша тенденція - переоцінка фондових цінностей. Головним індикатором переоцінки виступає відношення капіталізації компаній до очікуваного чистого прибутку за рік по компанії з розрахунку на одну акцію (P/E Ratio). Якщо раціональне значення цього параметру коливається від 15 до 20 для фондового ринку США, то по індексу S&P 500 це відношення в 2000 - 2001 рр. досягало 33, а по індексу NASDAQ - доходило до 100. Зворотна пропорція (E/P Ratio) виражає рентабельність інвестованого в акції капіталу (без урахування факторів дисконтування) і прямо характеризує очікувану ефективність інвестицій по дивідендних виплатах. Для раціонального інвестора цей фактор, поряд із капіталізацією компанії, являється базовим для ухвалення рішення про купівлю акцій. При цьому інвестор зіставляє повну прибутковість по акціях (яка

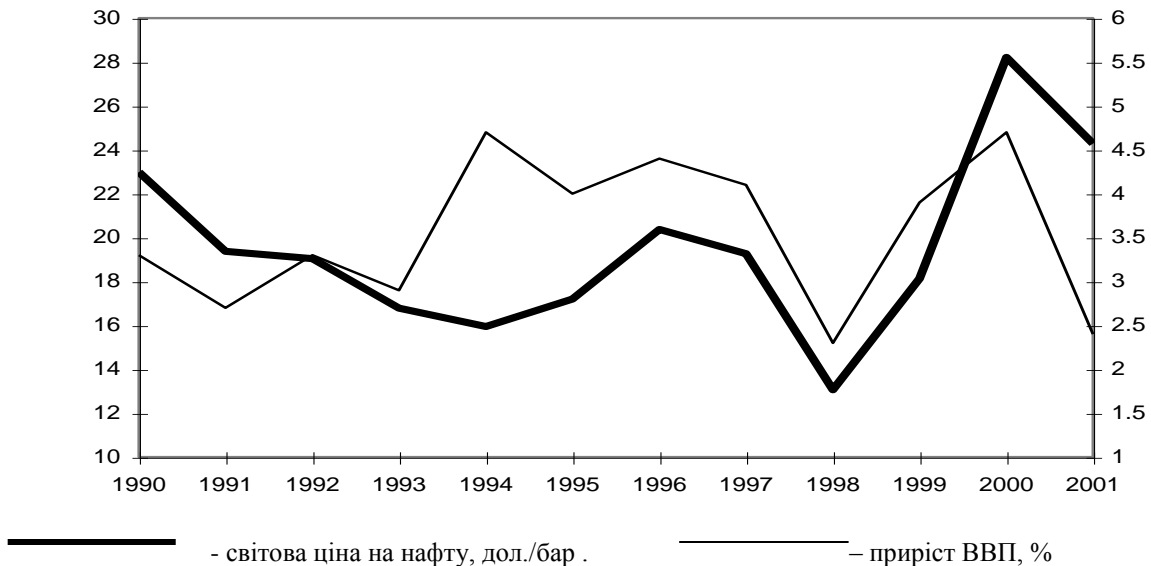
складається з прибутковості по дивідендних виплатах і прибутковості від приросту курсової ціни) з прибутковістю по безризикових інструментах (державним борговим зобов'язанням). По мірі падіння привабливості вкладень в акції падає і їхня частка у фондовому портфелі раціонального інвестора.

Друга тенденція - девальвація долара США. Вперше за всю історію американської економіки постає питання про те, що крос-курс американської валюти по відношенню до інших валют є завищеним. Це пов'язано з високим рівнем зовнішнього боргу США, кризою фондового ринку та з загальним падінням прибутковості американського бізнесу. Це призводить до корекції оцінки вартості національного багатства цієї країни вбік зменшення. Причому немає об'єктивного механізму для подолання цієї тенденції. Ціна американського національного продукту явно завищена, і корекція неминуча. Центри економічного росту (наприклад, сектор високих технологій) показали, що очікування високої економічної віддачі в цих секторах ростуть на порядок швидше, ніж сама віддача на долар інвестицій. Недофінансування перспективних секторів «нової економіки» викликає депресію не тільки в самих цих секторах, але й у пов'язаних з ними сферах економічного панування США і також формує негативні інвестиційні настрої у традиційній, базовій економіці.

Падіння курсу долара спричинить адекватне знецінення резервів. Ослаблення американської валюти посилить позиції США на експортних ринках і створить додатковий товарний тиск на ринках нерозвинутих країн, що погіршить експортно-імпортне сальдо цих країн і приведе до погіршення позицій вітчизняного виробника. Тим самим закладаються передумови для стримування темпів економічного росту та виникнення фінансових ризиків.

Таким чином, починаючи з 80-х років ХХ ст. до теперішнього часу суб'єкти господарювання змушені функціонувати в недостатньо стійкій економічній атмосфері, коли вартість позичкових короткострокових і довгострокових коштів постійно змінюється, істотно змінюються показники біржової активності, валютні курси і відсоткові ставки.

Необхідно також відзначити, що ціни на сировину і ресурси також характеризувалися та характеризуються високим ступенем нестабільності. Основною економічною характеристикою сировинного ринку являються **світові ціни на нафту**, їх також можна вважати одним з основних індикаторів стану світового ринку (див. мал. 1.2.).



Мал. 1.2. Світові ціни на нафту та динаміка світової економіки 1990 – 2001 рр.

Даний показник характеризується високою мінливістю і піддається значним коливанням. Треба відмітити, що особливо чітко різкі коливання спостерігаються з початку 70-х років ХХ ст. (див. табл. 1.4.).

Таблиця 1.4.

Динаміка цін на нафту

Роки	Динаміка цін на Average Crude Price (долар США за барель)	Динаміка цін на U.K. Brent (долар США за барель)
1971	2,57	3,21
1974	11,20	12,93
1979	36,68	32,11
1986	14,23	14,50
1987	18,15	18,20

1990	22,96	23,99
------	-------	-------

Так, ціна за барель нафти сорту Average Crude коливалася протягом 20 років у межах від значення 2,57 до 22,96 USD, а ціна нафти U.K. Brent змінювалася в межах від 3,21 до 23,99 USD.

При збільшенні цін країни-експортери (країни ОПЕК) у 70-80-х рр. XX ст. отримали коштів більше, ніж коли вони могли ефективно інвестувати у виробничу діяльність, тому вони розмістили більшість коштів у формі банківських депозитів. При цьому країни-імпортери були змушені збільшити позики на міжнародному ринку, не будучи впевненими в стабільності відсоткових ставок. Підвищення цін на нафту призвело до змін у структурі позичальників і кредиторів на міжнародних ринках і до збільшення впливу фінансового ризику на господарську діяльність позичальників. Зокрема, різкі зміни цін на нафту не давали можливості підприємствам планувати обсяги випуску продукції і цінову політику, що негативно відбилося на рентабельності їхньої діяльності.

Аналіз динаміки цін на нафту з 1990 по 2000 рр., приведений у таблиці 1.5., дозволяє зробити висновки про те, на рівень світових цін впливали, перш за все, ряд макроекономічних факторів.

Таблиця 1.5.

Світові ціни на нафту 1990- 2000 рр.

Роки	U.K. Brent (долар США за барель)	Fateh (ОАЕ) (долар США за барель)	Середня світова ціна (долар США за барель)
1990	23,71	20,73	22,99
1992	19,41	17,14	19,04
1994	15,83	14,83	15,95
1996	20,45	18,54	20,37
1998	12,72	12,09	13,07
2000	28,31	26,09	28,21

Виходячи з даних таблиці, бачимо, що починаючи з 1990 року можна стверджувати, що світові ціни на нафту не були стабільними, середні світові ціни коливалися в межах від 13,07 до 28,21 долара США за барель.

Аналізуючи соціально-економічну і політичну ситуацію в 90-х роках ХХ ст. необхідно відзначити, що на рівень світових цін на нафту впливали такі фактори, як політика та економічний стан основних нафтовидобувних держав (приміром, криза в Росії в 1998 р.), рівень ефективності енергозберігаючих технологій, кліматичні умови, випадкові фактори (терористичні акти в США у вересні 2001 р.). Як показала практика, військові дії у регіонах видобутку нафти, мають довгострокові наслідки й істотно визначають динаміку цін на світовому ринку нафти. У свою чергу «нафтовий фактор» впливає на тенденції розвитку фінансових ринків, визначаючи ціни та динаміку основних інструментів ринків.

Аналіз динаміки розвитку і функціонування ринку у середині 90-х років, представлений у таблиці 1.6., свідчить про наявність великих втрат на підприємствах, міжнародних корпораціях і фінансових інститутах.

Таблиця 1.6.

Втрати деяких великих західних компаній в 1990-х роках

Дата	Назва компанії	Втрати (млн. дол. США)
2/93	Showa Shell	1700
1/94	Metallgesellschaft	1300
3/94	Askin Capital Management	600
4/94	Procter & Gamble	157
6/94	Paine Webber Bond Mutual Fund	268
8/94	Piper Jaffray	700
12/94	Orange County CA	1700
2/95	Barings	1200
10/95	Daiwa	1100

Події у світі на початку ХХІ століття не дають великих сподівань очікувати фінансової стабільності у майбутньому, тому що зараз світові фінансові ринки характеризуються нестабільністю, причому аналіз їхнього розвитку свідчить про те, що вони стають більш дерегульованими, гнучкими і характеризуються зростанням рівня глобалізації та ризикованості, тому на перший план виходить проблема адекватної оцінки фінансових ризиків, які виникають, перш за все, внаслідок неможливості прогнозування коливань цін товарів, фондових інструментів, обмінних курсів і відсоткових ставок.

1.2. Сутність і класифікація фінансових ризиків

Функціонуючи в нестабільному середовищі і не володіючи повнотою інформації, підприємства зіштовхуються у своїй діяльності з різними видами ризиків. Виникаючі ризики різноманітні, і можуть бути розділені на безліч категорій. Багатогранність поняття ризику обумовлена багатьма ризикостворюючими факторами, які характеризують як особливості конкретного виду діяльності, так і специфічні риси невизначеності, в умовах якої ця діяльність здійснюється.

Усі ризикостворюючі фактори підприємства умовно можна розділити на макроекономічні та мікроекономічні. До числа ризикостворюючих факторів мікроекономічного рівня, які впливають на діяльність будь-якого економічного суб'єкта (будь-то підприємство, банк, страхова компанія), пропонується відносити: несумлінність або професійні помилки партнерів і співробітників підприємства, помилки програмного забезпечення, протиправні дії співробітників компанії і третіх осіб (розкрадання, підробки), помилки технологічного процесу, рівень менеджменту та інші.

До числа ризикостворюючих факторів макроекономічного рівня, пропонується відносити зміну курсу гривні відносно ведучих світових валют, рівень інфляції, зміну ставки рефінансування НБУ, LIBOR, зміну цін на енергоносії, зміну діючих ставок оподаткування та інші.

На сьогоднішній момент неможливо чітко й однозначно дати характеристику сутності ризику. Це пов'язано з багатоаспектністю і складністю явища, що має безліч незбіжних, а іноді протилежних основ і передумов. Існування ризику на рівні підприємства пов'язано з неможливістю точно прогнозувати його діяльність. Виходячи з цього, можна виділити основну властивість ризику: ризик має місце тільки стосовно майбутнього і нерозривно зв'язаний із плануванням діяльності, а значить, і з прийняттям рішень (слово «ризик» у буквальному перекладі означає «ухвалення рішення», результат якого невідомий) [165].

У повсякденному житті під ризиком розуміють можливість настання деякої несприятливої події, яка призводить до виникнення різного роду матеріальних або моральних втрат.

У сучасній економічній літературі зустрічається безліч інтерпретацій поняття «ризик». Одні дослідники стверджують, що ризик – це небезпека, інші говорять про ризик як про невизначеність, треті ототожнюють ризик з погрозою. Найчастіше ризик сприймається як «небезпека втрат» [22, 24, 180] або «ймовірність втрат».

У [196] ризик розглядається як «можлива втрата, викликана настанням випадкових несприятливих подій».

У [129] про ризик говориться як про «ймовірність несприятливого результату фінансової операції».

У [195] ризик комерційного банку визначається як «ймовірність втрати його оборотних активів і понесення збитків». У [188] дається схоже визначення ризику: «ризик - це ймовірність виникнення втрат, збитків, недонадходжень запланованих доходів, прибутку».

Існують також і інші трактування ризику:

- ризик - невизначеність, пов'язана з вартістю інвестицій наприкінці періоду [198], [46];
- ризик - можлива небезпека втрат, яка виникає під впливом специфіки тих або інших явищ природи та видів діяльності [176, 181];
- ризик визначає подію, яка може відбутися або не відбутися [21];
- ризик - це погроза, небезпека виникнення збитку у широкому змісті слова, а підприємницький ризик небезпека потенційно можливої, ймовірної втрати ресурсів або недоодержання доходів у порівнянні з варіантом, розрахованим на раціональне використання ресурсів у даному виді підприємницької діяльності [152];
- ризик - ймовірність помилки або успіху того чи іншого вибору в ситуації з деякими альтернативами;
- ризик - рівень невизначеності в пророкуванні результату;

- ризик - це ситуаційна характеристика діяльності, яка складається в невизначеності її результату в можливих несприятливих наслідках у випадку невдачі [160].

Найбільш складне, на погляд автора, визначення ризику, приведені в [24]: «ризик — це відношення інвестора до можливості заробити або втратити гроші», тобто ризик тут - суб'єктивна величина, яку неможливо вимірити.

Найбільше повно, на думку автора, визначає ризик Ковальов В. В.: «ризик - рівень фінансової втрати, що виражається: а) у можливості не досягти поставленої мети; б) у невизначеності прогнозованого результату; в) у суб'єктивності оцінки прогнозованого результату» [100].

По-різному трактується ризик і в економічних науках. Наприклад, в економічній теорії ризик прийнято розглядати як свого роду «негативний» продукт, що може бути об'єктом вільної купівлі-продажу. У страхуванні під ризиком часто розуміють «гіпотетичну можливість нанесення збитку (страхового випадку)» [217].

У фінансовій теорії ризик найчастіше розглядається як невизначеність у пророкуванні результату проведення операції, можливості його відхилення від очікуваного або запланованого значення.

В основі сучасних досліджень теорії ризику лежать фундаментальні роботи в цій області, окремі аспекти яких відображені в наукових дослідженнях таких дослідників-теоретиків, як Дж. М. Кейнс, А. Маршалл, О. Моргенштейн, Ф. Найт, Дж. Нейман, А. Тюнеі, Й. Шумпетер.

А. Маршалл у 30-і роки ХХ ст. одним з перших розглянув проблеми виникнення економічних ризиків, його праці, а також і праці А. Пігу поклали початок неокласичній теорії ризику. Основи цієї теорії полягають у наступному:

- підприємець працює в умовах невизначеності;
- підприємницький прибуток являється випадковою величиною.

Підприємці у своїй діяльності керуються такими критеріями, як розмір очікуваного прибутку та величина його можливих коливань. Відповідно до

неокласичної теорії при однаковому розмірі потенційного прибутку підприємець вибере варіант, пов'язаний з меншим рівнем ризику.

Дж. М. Кейнс ввів у науку поняття «схильність до ризику», характеризуючи інвестиційні і підприємницькі ризики, одним з перших почав класифікувати ризики.

У працях О. Моргенштейна і Дж. Неймана також були розроблені питання теорії ризику, які відображають взаємозв'язок понять «невизначеність» і «ризик», було описано ймовірносно-математичне трактування ризику.

Й. Шумпетер пов'язував підприємницьку діяльність із «динамічною невизначеністю», яка породжувалася безперервним розвитком «господарсько-політичного» середовища і науково-технічним прогресом. Неважко помітити, що Шумпетер фактично визначив основні фактори, які безпосередньо впливають на результати підприємницької діяльності - час і ризик.

У роботі «Ризик, невизначеність і прибуток» (1921 р.) Ф. Найт вперше висловив думку про ризик як про кількісну міру вартості. Розвиваючи погляди А. Тюнена, він зробив спробу провести зв'язок між категоріями «ризик» і «невизначеність» із погляду можливості їхньої кількісної оцінки. Відповідно до концепції Найта ризик - вимірна невизначеність: підприємець може «передбачати» або «відгадати» деякі основні параметри (результати, умови) розвитку своєї справи в майбутньому. Підхід Ф. Найта визначає математичну базу для кількісного виміру і моделювання ризиків, якою являється апарат теорії ймовірностей.

Розвиток підходів Ф. Найта в області чисельної оцінки ризиків знайшов своє продовження в теорії раціонального вибору (Дж. фон Нейман, О. Моргенстерн), що відіграє найважливішу роль при моделюванні фінансових ризиків.

Вітчизняними вченими В. В. Вітлінським, П. І. Верченко, Т. С. Клебановою [51, 99] були розглянуті проблеми сприйняття і вивчення ризику як складного соціально-економічного явища, однак треба відмітити, що аналіз теоретичних досліджень українських вчених, присвячених проблемам ризику, дозволяє зробити висновки про відсутність належної уваги до вирішення цілого ряду питань виникнення та існування фінансового ризику в сучасних умовах.

Виходячи з вищевикладеного, можна прийти до висновку, що категорії «ризик» і «невизначеність» тісно пов'язані між собою і найчастіше вживаються як синоніми. У цілому загально визнано, що існування ризику пов'язано з наявністю невизначеності, неоднорідною як за формою, так і за змістом. Аналіз показує, що ототожнення цих понять можна зустріти й у фінансовій літературі [100, 188]. Однак, незважаючи на існування тісного взаємозв'язку між цими категоріями, необхідно розрізняти поняття «ризик» і «невизначеність» по ряду причин.

1. Ризик має місце тільки в тих випадках, коли необхідно приймати рішення (якщо це не так, нема сенсу ризикувати). Іншими словами, саме необхідність приймати рішення в умовах невизначеності породжує ризик, при відсутності такої - ризику немає.

2. Ризик суб'єктивний, а невизначеність об'єктивна (наприклад, об'єктивна відсутність достовірної інформації про потенційний обсяг попиту на вироблену продукцію призводить до виникнення спектра ризиків учасників проекту).

Говорячи про невизначеність, відзначимо, що вона може бути задана по-різному, на практиці існує великий спектр різних видів невизначеності.

1). Комплексний підхід до вивчення явища невизначеності пов'язаний з тим, що суб'єкти господарювання в процесі свого функціонування відчують на собі вплив цілого ряду факторів, які можна поділити на зовнішні та внутрішні.

- зовнішні фактори - законодавство, політичні зміни, реакція ринку на продукцію, дії конкурентів;

- внутрішні - компетентність персоналу фірми, помилковість визначення характеристик проекту та інші.

Значний вплив цих умов виявляється в сучасній Україні при побудові економіки ринкового типу, коли з'являються усілякі види невизначеності для всіх суб'єктів господарської діяльності.

2). Інший підхід до класифікації невизначеності використовується в проектуванні робіт:

1. *Людська невизначеність* - пов'язана з неможливістю точного прогнозування поведінки людей у процесі роботи. Люди відрізняються один від

одного рівнем кваліфікації, досвідом, творчими здібностями, інтересами. Індивідуальні реакції змінюються в залежності від самопочуття, настрою, контактів з іншими людьми.

2. *Технічна невизначеність* значно менше в порівнянні з людською, однак її також треба враховувати. Технічна невизначеність пов'язана з надійністю устаткування, складністю технологій і виробничих процесів, рівнем автоматизації, обсягом виробництва, темпами відновлення.

3. *Соціальна невизначеність* визначається прагненням людей створювати соціальні зв'язки і допомагати один одному. Люди поведуться відповідно до взаємоприйнятих зобов'язань, службових відносин, ролей, стимулів, конфліктів, традицій. Структуру таких взаємин неможливо визначити.

У цих умовах розробка проектів будівництва і бізнес-планів, прогнозування і планування обсягів виробництва, грошових потоків можуть являти собою тільки приблизні розрахунки. Найчастіше діяльність замість очікуваного прибутку може принести збитки [158].

3). Ще один підхід до класифікації невизначеності використовується в умовах часткової (або повної) відсутності або надлишку інформації у задачах прийняття рішень, що породжує наступні види невизначеності:

- невизначеність станів зовнішнього середовища;
- невизначеність цілей;
- невизначеність дій.

На погляд автора, при проведенні фінансових операцій найважливішим наслідком інформаційної невизначеності є невизначеність, яка стосується тривалості операції, часу надходження інформаційного сигналу (наприклад, часу покупки/продажу активу, зміни характеристик потоків платежів).

В умовах невизначеності суб'єкт може почати діяти, відстрочити дію або взагалі відмовитись від її реалізації. На відміну від невизначеності, ризик виникає тільки в тих ситуаціях, коли суб'єкт приймає рішення діяти. Будучи нерозривно пов'язаний з дією, ризик, по суті, є деякою прогновною оцінкою можливості або

наслідків його здійснення. Таким чином, ризик являється оцінкою конкретної реалізації невизначеності. З вищевикладеного можна зробити висновки, що:

- 1) ризик - це конкретна реалізація зовнішнього (стосовно суб'єкта) стану «реального світу»;
- 2) несприятливий результат не достовірний, але і не неможливий.

Варто також враховувати, що ризик супроводжує всі процеси, що відбуваються на підприємстві, при цьому відкривається ще сторона ризику - його приналежність до якої-небудь діяльності:

- при плануванні реалізації нового проекту, підприємство піддається впливу проектних ризиків;
- якщо підприємство не функціонує, воно знов-таки піддається впливу ризиків.

Таке положення вже закладене в самому визначенні поняття «підприємство». При здійсненні своєї діяльності підприємство ставить конкретні цілі - отримати прибутки внаслідок здійснення витрат, отже, воно планує свою діяльність. Але, вибираючи ту чи іншу стратегію розвитку, підприємство може втратити свої гроші або отримати прибуток, менший, чим заплановано. Це пов'язано з невизначеністю ситуації, у якій знаходиться підприємство: знаходячись в умовах невизначеності, керівництву підприємства необхідно приймати рішення, ймовірність успішної реалізації яких (а виходить, і отримання прибутків у повному обсязі) залежить від безлічі факторів, які впливають на підприємство зсередини та ззовні. У цій ситуації і з'являється поняття ризику, виходить, ризик на практиці можна охарактеризувати як ймовірність недоодержання планованих доходів в умовах невизначеності, що супроводжує діяльність будь-якого підприємства.

Різноманіття і складність економічних відносин між суб'єктами господарювання в умовах ринку визначають можливість виникнення різних видів ризику. В економічній літературі різновиди ризику пов'язуються з категорією витрат. Тому для класифікації ризиків необхідно зупинитися на систематизації витрат. Існує наступний підхід до систематизації витрат:

- втрати часу;

- спеціальні втрати - втрати, які виникають при нанесенні збитку здоров'ю людей, навколишнього середовища, іміджеві та інші;

- матеріальні, при їхньому вивченні необхідно досліджувати додаткові витрати або втрати майна, сировини, матеріалів;

- трудові - це втрати робочого часу;

- фінансові - втрати, пов'язані з грошовим збитком;

На думку автора, в умовах економічної нестабільності, аналіз і прогноз можливих фінансових втрат може істотно впливати на ефективність діяльності підприємства. Тому при аналізі впливу різних ризиків на діяльність підприємства необхідно основну увагу приділити факторові фінансового ризику. З огляду на тенденції розвитку національної економіки саме фінансові ризики вимагають проведення безперервного аналізу і внесення необхідних змін у систему управління підприємством. Оцінка і аналіз фінансового ризику у фінансово-господарській діяльності підприємств проводиться дослідниками в різних напрямках.

Слід зазначити, що в економічній літературі остаточна класифікація фінансових ризиків підприємств різних напрямків діяльності ще не склалася. Однак існує базова класифікація в залежності від того, у якій області діяльності вони виявляються. Найбільш часто виділяють наступні види **фінансових ризиків** підприємств [128]:

- 1) ціновий ризик;
- 2) кредитний ризик;
- 3) відсотковий ризик;
- 4) валютний ризик;
- 5) ризик ліквідності;
- 6) операційний ризик.

1). Ціновий ризик виникає при відхиленні майбутньої ціни від її очікуваного значення, причому відхилення може спостерігатися як у гіршу, так і в кращу сторону. Таким чином, будь-яке відхилення від очікуваної величини вважається проявом цінового ризику. Необхідно відзначити, що в монографії автор

обмежує визначення цінового ризику тільки ситуаціями з несприятливим результатом, тобто мова йде про ризик понести збитки.

Ціновий ризик необхідно розглядати з різних сторін діяльності підприємства.

1. Наявні запаси готової продукції та напівфабрикатів. У цьому випадку ризик зв'язаний з володінням реальними товарами і фінансовими інструментами. Наприклад, підприємство має запаси сировини, які втрачають свою вартість при падінні цін.

2. Майбутня продукція. У цю категорію входить обсяг виробництва продукції, у цьому випадку ризик падіння цін торкнеться прибутковості виробництва. У деяких випадках падіння ціни нижче рівня витрат виробництва призведе до збитків на кожну зроблену одиницю.

3. Майбутні закупівлі. Виробники, приміром, нафтопродуктів, несуть ризик можливого підвищення ціни при здійсненні закупівель у майбутні періоди.

4. Угода на закупівлю з фіксованою ціною. Контракти, що зобов'язують покупця прийняти товар або фінансовий інструмент за фіксованою ціною, створюють для нього ціновий ризик при падінні цін.

5. Угода на продаж товару за фіксованою ціною. Ця угода зобов'язує продавця поставити товар або фінансовий інструмент у майбутньому за встановленою ціною. Наприклад, покупець повинний сплатити своєму постачальникові з Німеччини 5 млн. євро за постачання устаткування через 4 місяці. Протягом цього часу євро може піднятися стосовно долара, і вартість у доларах буде вище, ніж планувалося, що для покупця зменшить прибуток.

В цілому в даний час цінові ризики можна віднести до наступних категорій операцій підприємства:

- продаж і купівля реальних товарів,
- володіння процентними інструментами або зобов'язання їхнього постачання,
- фінансові зобов'язання, вартість яких пов'язана з різними індексами.

У зв'язку з тим, що ціновий ризик приймає форму відхилення від очікуваної величини, то чим більше нестабільність цін, тим більше ціновий ризик впливатиме

на суб'єкта ринку. Ця нестабільність найбільш часто виражається кількісно за допомогою основних статистичних характеристик: дисперсія і стандартне відхилення.

2). Кредитний ризик - ризик, який виникає при частковому або повному невиконанні дебітором або контрагентом по угоді своїх зобов'язань. У залежності від носіїв кредитного ризику виділяють:

- прямий кредитний ризик - угоди прямого і не прямого кредитування;
- розрахунковий кредитний ризик - угоди купівлі/продажу активів без передоплати з боку контрагента і гарантій розрахунків із боку третіх осіб.

Як показує практика, даний вид ризику впливає на діяльність банківських організацій, в силу специфіки їхнього основного виду діяльності, як кредитних організацій. Кредитний ризик банківської організації можна охарактеризувати як максимально очікуваний збиток, що може відбутися з певною ймовірністю протягом заданого періоду часу в результаті зменшення вартості кредитного портфеля, у зв'язку з частковою або повною неплатоспроможністю позичальників на момент погашення кредиту.

Кредитний ризик веде до виникнення всього ланцюжка банківських ризиків, тому від організації кредитного процесу залежить стабільність кредитної організації (див. табл. 1.7.).

Таблиця 1.7.

Характеристика джерел кредитного ризику

Найменування ризику	Характеристика джерела
<p>1. Ризик, пов'язаний з позичальником:</p> <p>1.1. Об'єктивний (фінансові можливості);</p> <p>1.2. Суб'єктивний (репутація);</p> <p>1.3. Юридичний.</p>	<p>1.1. Нездатність позичальника виконати свої зобов'язання за рахунок поточних грошових надходжень, або від продажу активів;</p> <p>1.2. Репутація позичальника в діловому світі, його відповідальність і готовність виконати взяті зобов'язання;</p> <p>1.3. Недоліки в складанні й оформленні кредитного договору.</p>

<p>2. Ризик, пов'язаний із предметом застави:</p> <p>2.1. Ліквідності;</p> <p>2.2. Кон'юнктурний;</p> <p>2.3. Втрати.</p>	<p>2.1. Неможливість реалізації предмета застави;</p> <p>2.2. Можливе знецінювання предмета застави за період дії кредитного договору;</p> <p>2.3. Втрата прав на предмет застави.</p>
<p>3. Системний ризик.</p>	<p>3.1. Зміни в економічній ситуації, що можуть вплинути на фінансове становище позичальника (наприклад, зміна податкового законодавства).</p>

Кредитний ризик комерційного банку включає ризик конкретного позичальника і ризик портфеля.

- ризик несплати позичальником (емітентом) основного боргу та відсотків - у даному випадку джерелом кредитного ризику являється окремий позичальник;
- ймовірність зменшення вартості частини активів банку, представленою сумою виданих кредитів і придбаних боргових зобов'язань. Джерелом кредитного ризику в цьому випадку являється позичковий портфель банку як сукупність кредитних вкладень.

Носіями кредитного ризику виступають не тільки кредити, але і корпоративні цінні папери й інші фінансові інструменти, дебітор по яких може виявитися неплатоспроможним. Необхідно також відзначити, що даний ризик пов'язаний, в першу чергу, з конкретною операцією, проведеною організацією, хоча джерелом кредитного ризику може бути дебітор, контрагент або емітент. Наприклад, той самий платник по деяким причинам може відмовитися вчасно виплачувати по векселях, але при цьому справно погашає кредит і відсотки по ньому.

Загальноприйнятою мірою оцінки кредитного ризику компанії або банку є кредитні рейтинги, які публікуються великими рейтинговими компаніями Moody's, S&P, Fitch IBCA [128].

Оцінка кредитного ризику організації здійснюється на основі аналізу розподілу факторів ризику шкали кредитного рейтингу позичальників. Кредитний

рейтинг відображає класифікацію дебіторів організації, контрагентів емітентів цінних паперів або операцій з погляду їхньої надійності.

3). Відсотковий ризик розглядається як ризик втрати частини доходів і капіталу та обумовлений несприятливою зміною відсоткових ставок на ринках. Найбільш часто впливу відсоткового ризику піддається діяльність фінансово-кредитних організацій.

У залежності від характеру зміни відсоткових ставок можна простежити взаємозв'язок із наступними підтипами відсоткового ризику:

- ризиком перегляду ставки, коли момент зміни відсоткових ставок не збігається з термінами руху грошових коштів;
- базисним ризиком, коли змінюється співвідношення між відсотковими ставками різних банківських інструментів з різною прибутковістю;
- ризиком кривої прибутковості, який несе і ризик переоцінки, і базисний ризик;
- ризиком опціону, тобто з відсотковими опціонами, вбудованими в банківські фінансові інструменти.

При оцінці відсоткового ризику, його необхідно розглядати і з економічної точки зору, і з погляду бухгалтерського обліку. З економічної точки зору визначається його вплив на ринкову вартість портфеля цінних паперів, а з погляду бухгалтерського обліку - його вплив на прибуток від інструментів із фіксованим доходом. На відміну від цінового ризику, який впливає на портфелі цінних паперів, які переоцінюються за поточними цінами, відсотковий ризик впливає на вартість портфелів інструментів з фіксованим доходам.

4). Валютний ризик розглядається як ризик втрати частини доходів або капіталу у зв'язку зі зміною валютного курсу національної валюти до курсу валюти іншої країни. Як відзначалося раніше, зміна валютних курсів може відбуватися в силу ряду макроекономічних процесів: інвестиційні потоки, економічне становище країн, фінансова політика країн.

Необхідно відзначити, що курс валюти може відхилитися в різні сторони від очікуваного значення, і відповідно, валютний ризик може характеризуватися

непередбаченими як збитками, так і прибутками. У роботі автор обмежує визначення ризику тільки ситуаціями з несприятливим результатом, тобто мова йде про ризик понести збитки.

Валютний ризик проявляється в зовнішньоекономічній інвестиційній і господарській діяльності підприємств і може призвести до затримки платежів, невиконання зобов'язань, часткового або повного збитку через недостатню конвертованість. Найбільш сильно відчувають на собі вплив валютного ризику фінансові організації, при цьому валютний ризик проявляється як ризик втрат у зв'язку з несприятливою для фінансового інституту зміною курсів валют. Оцінка підсумків діяльності фінансового інституту проводиться в одній «базовій» валюті, але структура інвестиційного портфеля може складатися з декількох фінансових інструментів різних країн. В цьому випадку інституціональний інвестор відчуває вплив не тільки цінового ризику обраного інструмента (наприклад, облігації), але і валютного ризику базової валюти своєї країни до валюти, у якій деномінований інвестиційний інструмент.

На думку автора, слід розрізнити три різновиди валютного ризику:

1. *Операційний* валютний ризик – величина, в якій вартість майбутніх угод піддається впливу коливань валютних курсів. Виникає при проведенні міжнародних торговельних, фінансових операцій і при складанні термінових угод, та зв'язаний з невизначеністю щодо майбутньої вартості валютних надходжень і виплат при перерахуванні на національну валюту.

Як вважає американський дослідник Т. Дж. Андерсен, саме незбалансованість міжнародних валютних потоків в умовах невизначеності майбутнього валютного курсу являється головним джерелом валютного ризику для великих міжнародних компаній.

2. *Трансляційний* (балансовий, обліковий) валютний ризик впливає на діяльність мережі закордонних підрозділів транснаціональних корпорацій і не зв'язаний з реальними потоками коштів, а являється номінальним ризиком зміни вартості зарубіжного підрозділу у валюті материнської компанії протягом звітного року. Цей вид ризику матеріалізується в реальні грошові потоки тільки у випадку

ліквідації або продажу закордонного підрозділу. Трансляційний валютний ризик може виникати при перерахуванні як балансової вартості коштів компанії у зарубіжному підрозділі, так і прибутку підрозділу до перекладу у країну материнської компанії.

3. *Економічний* валютний ризик – ризик, викликаний довгостроковими коливаннями валютного курсу. Прояв економічного валютного ризику можна розглянути на прикладі фінансової кризи в Російській Федерації в 1998 році. Якщо для іноземних компаній, які імпортують продукцію в Росію, фінансовий ризик проявився негативно через девальвацію рубля, то для російських підприємств, орієнтованих на внутрішній ринок і для підприємств-експортерів проявився позитивно, у формі збільшення частки ринку та підвищенні ефективності експортних операцій. Таким чином, у випадку девальвації рубля з негативним фінансовим ризиком зіштовхується іноземний виробник, для якого він виявляється не тільки у виді скорочення обсягів прибутків, але й у зниженні витратної і цінової конкурентоздатності продукції [154].

Загальновизнаним ефективним методом аналізу і управління валютним ризиком являється технологія Value at Risk (VaR).

5). Ризик ліквідності - ризик того, що організація не зможе без втрат у певний період часу погасити свої зобов'язання поточними активами. Крім того, ризик ліквідності пов'язаний з нездатністю керувати непередбаченими скороченнями або зміною джерел фінансування. Ризик ліквідності також виникає в тих випадках, коли організація не спроможна швидко відреагувати на зміни ринкової кон'юнктури, що негативно позначається на її можливості вчасно реалізувати активи з мінімальними втратами.

Ризик ліквідності з'являється в процесі господарської діяльності організації. Серед факторів, які впливають на ліквідність, необхідно виділити наступні:

- збільшення активів, наприклад, збільшення кількості виданих позичок, купівля казначейських зобов'язань, будівництво нової філії, представництва;
- зменшення зобов'язань, наприклад, вилучення депозитів із банку, виплата дивідендів;

- оплата операційних витрат, наприклад, оплата за комунальні послуги, витрати по заробітній платі.

Найбільш часто ризику ліквідності піддаються всі фінансові інститути: страхові й інвестиційні компанії, комерційні банки і пенсійні фонди. Для них головним виміром ліквідності являється ринкова різниця між ціною покупки і продажу (спред) фінансового інструмента.

Навесні 1999 року Bank for International Settlements (BIS) опублікував звіт Committee on the Global Financial System про проведення дослідження різних аспектів ліквідності ринку. Відповідно до даного звіту виділяють наступні основні характеристики ліквідності: в'язкість ринку (tightness), глибина (depth) і відновлення ринку (resiliency).

1. В'язкість ринку характеризує відхилення ціни реальної угоди від середньої ринкової ціни, при цьому використовується ринковий спред.

2. Глибина являється характеристикою розвиненості ринку: обсяг, кількість учасників, інтенсивність торгівлі. Для виміру глибини ринку використовують кількість і обсяг заявок на ринку на купівлю та продаж.

3. Відновлення ринку характеризується часом, за який зникають коливання навколо деякого середнього значення ціни, викликані складанням угоди, або часом, за який усувається дисбаланс між попитом та пропозицією. В даний час відсутні адекватні методи виміру даної величини.

Розширення можливостей вкладників у сфері альтернативних інвестицій, поява сучасних позабалансових видів діяльності зі складними грошовими потоками являються факторами, що дозволяють виділити ризик ліквідності в окрему категорію.

б). Операційний ризик. В даний час проблема росту втрат організації, які пов'язані з некомпетентною діяльністю персоналу при обслуговуванні клієнтів за допомогою електронних засобів комунікації, виходить на перший план. Однак дотепер відсутнє загальноприйняте визначення операційного ризику. Частіше формулювання операційного ризику розглядають його наступні сторони:

- ризик того, що помилки в інформаційних системах і системах внутрішнього контролю спричинять фінансові втрати. Цей ризик пов'язаний з помилками людей, збоями в системах і наявністю недостатніх (неефективних) систем контролю;
- ризик, властивий внутрішнім процесам;
- ризик капіталу або доходів, пов'язаний із проблемами надання послуги або продукту;

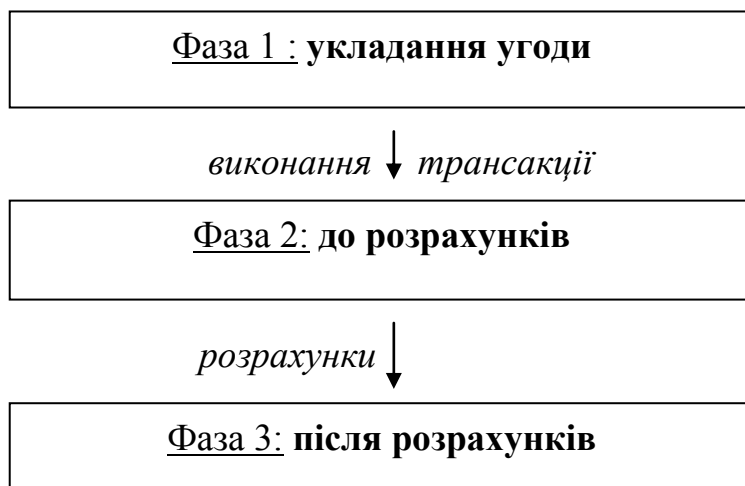
Базельський комітет визначає операційний ризик як «ризик прямих або непрямих втрат через неефективні або зруйновані внутрішні процеси, дії людей і систем або через зовнішні фактори». Практично це означає ризик того, що щось піде не так у щоденній обробці операцій, активності організації і може призвести до фінансових втрат.

Передумовою для виділення операційного ризику в окрему категорію були великомасштабні операційні збої і помилки, що мали місце в діяльності фінансово-кредитних організацій з 80-х років ХХ ст. До цього організації і підприємства в основному концентрували свою увагу на кредитних, валютних та відсоткових ризиках із метою мінімізації схильності до них. Операційний ризик виникає у діяльності страхової компанії, при невиконанні своїх службових обов'язків персоналом компанії (наприклад, навмисна змова з особою, яка страхує майно); у банків, при проведенні міжбанківських розрахунків; в інвестиційних компаній, при перевищенні портфельними менеджерами виділених ринкових лімітів; у підприємств, при використанні нових технологічних ліній і устаткування. Таким чином, операційний ризик може проявлятися у будь-якій області діяльності організацій і підприємств внаслідок неефективності існуючих процедур та процесів.

Узагальнюючи, операційний ризик можна розділити на три послідовні складові фази (див. малюнок 1.3.):

- 1) укладання угоди - залучення клієнта, розвиток і налагодження з ним зв'язків;
- 2) фаза до розрахунків - одержання і узгодження інформації, яка безпосередньо відноситься до конкретної угоди;

3) фаза після розрахунків - зміна і контроль коштів та активів (до неї можна віднести такі операції, як проведення платежів, звірення контрольно-облікових записів з контрагентами і супутніми організаціями).



Мал. 1.3. Схема життєвого циклу транзакції

Такий підхід дозволяє правильно ідентифікувати ризики, виявити причини і джерела їхнього виникнення. На основі аналізу внутрішніх процесів організації, можна виділити чотири основних джерела виникнення операційних ризиків:

- внутрішні бізнес-процеси - набір процедур і дій, які дозволяють виконати конкретну задачу;
- співробітники, тобто персонал організації;
- технологія і допоміжні системи, які розроблені та прийняті в організації для підтримки бізнес-процесів і систем;
- зовнішнє і внутрішнє навколишнє середовище, у якому відбуваються бізнес-процеси, працюють люди та системи.

До зовнішнього середовища можна віднести такі фактори, як економічна ситуація, юридична система, податкова політика, катаклізми й ін. До внутрішнього середовища, насамперед, відноситься внутрішня стратегія організації.

Ці причини взаємозалежні і, досліджуючи кожну, необхідно розглядати всю картину цілком, тому що неефективний підхід до управління одною причиною породжує проблеми від іншої.

Підводячи підсумок, слід зазначити, що поняття ризику охоплює всі напрямки діяльності суб'єктів господарювання. На сьогоднішній день неможливо

чітко охарактеризувати поняття «ризик» і визначити критерії, які дозволяють класифікувати фінансовий ризик у силу ряду причин: специфіка діяльності підприємств, різні джерела і прояви фінансового ризику. Однак теорія ризику дозволяє виділити і дати характеристику найбільш загальним групам фінансових ризиків, які існують і впливають на діяльність всіх підприємств і організацій.

1.3. Базові моделі і методи оцінки фінансових ризиків: теоретичний аспект

Як було відзначено раніше, фінансові ризики в силу своїх особливостей вимагають проведення поглибленого аналізу. Процедура аналізу ризиків, як одного з найважливіших процесів управління, визнається такими дослідниками, як М. Х. Мескон, Ф. Найт, М. Альберт та інші.

У 1952 році Г. Марковіц і Дж. Данциг запропонували науковий метод урахування ризику при виборі інвестиційних стратегій - теорія портфеля, концепція β – коефіцієнта [211]. На початку 60-х років роботи Л. Джонсона і Д. Стейна доповнили теорію портфеля поняттям «хеджування». Дж. Тобін запропонував включити у аналіз безризикові активи, запропонувавши макроекономічний підхід, на відміну від мікроекономічного підходу Г. Марковіца [216].

У 60-х роках ХХ ст. П. Самуельсон запропонував використовувати для опису динаміки фондових інструментів модель геометричного броунівського руху, яка застосовується і зараз. Так, класична парадигма затверджує, що інвестори при надходженні новин однаково «раціонально» реагують на ці новини (купають акції при позитивних новинах і продають при негативних). Ціни після появи новин миттєво коректуються вбік рівноваги, і таким чином, на ринку неможливо заробити гроші без ризику. У сукупності ці припущення називаються гіпотезою ефективного ринку (ГЕР). Використовуючи ГЕР, пізніше були побудовані математичні моделі, які дозволяють розрахувати з деякою ймовірністю ціни опціонів, акцій, портфеля. Ціна фінансового активу в цих моделях описується за допомогою броунівського руху.

На основі гіпотези ефективного ринку була розроблена модель оцінки капітальних активів САРМ, яку к середині 60-х років підсумували роботи У. Шарпа, Дж. Лінтнера, Дж. Р. Хікса, сформулювавши САРМ як макроекономічне узагальнення теорії Марковіца [198, 214].

У даний час у світі розроблено і використовується безліч моделей оцінки фінансових ризиків, в основі яких лежать економіко-статистичні методи аналізу.

Найбільш відомі серед них: Value-at-Risk (VaR), Capital Asset Pricing Model (CAPM), Arbitrage Pricing Theory (APT) і ряд інших.

Загальна схема дослідження фінансових ризиків на підприємстві припускає проведення двох видів аналізу: якісного та кількісного. У рамках даного підходу якісний аналіз складається в оцінці умов виникнення ризиків і визначенні їхнього впливу на діяльність підприємства, а задача кількісного аналізу полягає в чисельному вимірі впливу факторів ризику на ефективність функціонування підприємства. Оскільки невизначеність може бути задана різними видами, а прояви ризику надзвичайно різноманітні, на практиці частіше використовують методи кількісного аналізу, в основі яких лежать статистичні критерії ризику.

З визначень ризику, розглянутих автором раніше, простежується тісний взаємозв'язок між поняттям ризику, невизначеністю і ймовірністю. В основі ризику лежить ймовірнісна природа ринкової діяльності та невизначеність ситуації при її здійсненні. Варто ще раз підкреслити, що поняття «ризик» і «невизначеність» не тотожні, а можливість появи несприятливої події не слід зводити до одного показника - ймовірності. Ступінь цієї можливості можна характеризувати наступними статистичними критеріями: ймовірність, розмах варіації, математичне очікування, коефіцієнт варіації і волатильність.

Ймовірність настання події визначається відношенням числа випадків сприятливих результатів, до загального числа всіх можливих результатів.

Вчені виділяють об'єктивний і суб'єктивний методи визначення ймовірності появи події. Об'єктивний метод визначення ймовірності будується на обчисленні частоти, з якою відбувається дана подія. Суб'єктивний метод враховує використання суб'єктивних критеріїв (точка зору оцінюючого, його особистий досвід, оцінка експерта) і ймовірність події в цьому випадку може бути різною, бо оцінку проводили різні експерти.

У зв'язку з цими розходженнями в підходах до визначення ймовірності, необхідно відзначити, що деякі керівники підприємств схильні переоцінювати ймовірність настання несприятливих подій і недооцінювати ймовірність настання позитивних подій, інші навпаки - тобто існує різна реакція на одну ймовірність.

Однак, вважається, що суб'єктивна ймовірність має ті ж математичні властивості, що й об'єктивна.

Величина відхилення від прогнозованого значення (**розмах варіації**) характеризується як різниця між максимальним і мінімальним значенням фактора. Слід відзначити, що цей показник дає дуже грубу оцінку ризикові, тому що він являється абсолютним показником і залежить тільки від крайніх значень ряду.

Математичне сподівання являється найважливішою характеристикою випадкової величини, тому що служить центром розподілу її ймовірностей. Середнє або очікуване значення (математичне сподівання) дискретної випадкової величини визначається як сума добутків її значень на їхній ймовірності. Зміст його полягає в тому, що він показує найбільш правдоподібне значення фактора.

На практиці результати аналізу більш виразні, якщо показник розкиду випадкової величини виражається у однакових одиницях виміру, що і випадкова величина. Всім перерахованим вище показникам властивий один загальний недолік – це абсолютні показники, значення яких визначають абсолютні значення вихідного фактора.

Набагато зручніше використовувати у випадках, коли середні величини випадкової події істотно розрізняються - **коефіцієнт варіації**, який визначається як відношення середньоквадратичного відхилення до математичного сподівання. Його використовують не тільки для порівняльної оцінки варіації, але і для характеристики однорідності сукупності.

При використанні статистичних критеріїв у відношенні оцінки фінансових ризиків підприємств варто зробити деякі зауваження:

- 1) при порівняльному аналізі фінансових активів як базисний показник необхідно брати рентабельність, тому що значення прибутку в абсолютній формі може істотно варіювати;
- 2) основними показниками фінансового ризику на ринку капіталів являються дисперсія і середнє квадратичне відхилення, оскільки як базис для розрахунку цих показників береться прибутковість (рентабельність), критерій відносний і

порівнянний для різних видів активів, немає сенсу розраховувати коефіцієнт варіації.

Усі статистичні методи, які використовують для виміру фінансових ризиків, тим або іншим способом вимірюють **волатильність**, якийсь планований трендовий рух і випадкове відхилення від тренда, що використовується при аналізі зміни ціни продукту (послуги) за деякий інтервал.

Наприклад, припустимо, що в день t брокер продав на біржі ф'ючерс на долар США за ціною F_t . Припустимо також, що планується закрити позицію в день T . Брокер очікує, що до цього моменту ціна ф'ючерса F_T буде менше, ніж F_t , і він отримає прибуток при закритті позиції. З огляду на невизначеність змін валютного курсу, він ризикує понести втрати у випадку, якщо курс долара різко піде вгору і, як наслідок, ціна F_T буде вище, ніж F_t . Більш того, оскільки біржова торгівля ф'ючерсними інструментами припускає щоденне коректування по ринку, у випадку зниження котирувань ф'ючерса брокер буде одержувати варіаційну маржу (прибуток) за кожний день зниження котирувань, а при підвищенні котирувань буде виплачувати варіаційну маржу (втрати). Тобто, навіть якщо теоретично брокер очікує сприятливу ціну ф'ючерса F_T , може статися, що в якийсь момент часу t ціна ф'ючерса F_t підніметься так високо, що він не зможемо виплатити варіаційну маржу і буде змушений закрити позицію завчасно і з відчутними втратами.

Тепер припустимо, що в день t брокер купив європейський пут-опціон на долар США за ціною p_t і плануємо в день T закрити позицію з певною вигодою. Відомо, що ціна опціону зростає при підвищенні волатильності базового активу і зменшується при її зниженні. Тому, якщо волатильність курсу долара у період від t до T зменшиться (наприклад, курс долара буде мінятися в день у середньому на 10-20 копійок замість колишніх 30-40), то ціна опціону упаде, і брокер понесе втрати при закритті позиції у день T . Як ми бачимо, джерелом валютного ризику можуть бути невизначені зміни не тільки чисто «цінових» параметрів ринку, але і параметрів, що не мають прямого цінового змісту, зокрема, волатильності.

Волатильність (r) являється випадковою складовою зміни ціни і може бути розрахована за формулою:

$$v = r - m, \quad (1.1)$$

де: v - волатильність, випадкова величина з нульовим математичним сподіванням;

r - зміна ціни за інтервал;

m - середня зміна ціни (тренд) - постійна величина.

Як оцінка, модель *простої волатильності* використовується як стандартне відхилення даної величини, розрахована по історичній вибірці, при цьому варто розглянути досить велику кількість інтервалів зміни цін:

$$\sigma = \sqrt{\sum_i \frac{(e_i - \bar{e})^2}{N-1}}, \quad (1.2)$$

де: e_i - зміна ціни за i -й інтервал;

N - довжина історичної вибірки.

Достоїнством цієї моделі являється її простота, як з погляду розрахунку волатильності, так і з погляду її подальшого застосування. Щоб розрахувати максимально можливе відхилення ціни від середнього очікуваного значення із заданою ймовірністю, необхідно просто помножити волатильність на коефіцієнт, обумовлений властивостями нормального розподілу. Так, для розрахунку граничного виміру з ймовірністю 95% (стандарт RiskMetrics) волатильність необхідно помножити на 1,65, а з ймовірністю 99% (вимоги Базельського комітету) – на 2,33.

Необхідно відзначити, що при розрахунку простої волатильності потрібно враховувати наступні недоліки моделі:

- невідповідність нормального розподілу реальному розподілові випадкових рухів цін (реальні випадкові рухи цін у цілому не так сильно схильні відхилятися щодо нуля, як це моделюється нормальним розподілом);
- розрахунок характеристик волатильності по великому історичному масиві призводить до запізнення оцінки;

- модель не враховує можливу автокореляцію випадкових змін цін (наприклад, у випадку різкого одноденного стрибка цін у наступні дні випадкові зміни цін будуть також вище своєї "середньої норми", що може істотно вплинути на характер прийнятих ризиків).

Просту волатильність можна використовувати як найпросту оцінку фінансового ризику. Більш серйозний підхід до оцінки ризику заснований на **ARCH/GARCH** - моделях волатильності.

Прості уявлення про волатильність припускають, випадкові зміни цін на кожному тимчасовому інтервалі не залежать одна від одної, однак на практиці зміни не відповідають даному припущенню. Для волатильності характерні періоди, коли абсолютні значення приймають більші або менші значення.

Наприклад, при оцінці валютного ризику, розглядаючи курс гривні до долара США за останні роки можна виділити періоди, коли коливання курсу були незначні, і періоди, коли спостерігалися значні коливання протягом декількох днів і тижнів, пов'язані з певними подіями. Якщо зробити оцінку можливих втрат за тиждень одноденних спекулятивних операцій у валюті, не з огляду на серійність випадкових рухів цін, то оцінка ризику може виявитися заниженою.

Проблему врахування серій випадкових великих викидів прибутковостей фінансових інструментів при розрахунку волатильності можна вирішити за допомогою використання ARCH/GARCH-моделей.

ARCH-модель моделює волатильність у виді суми константної базової волатильності і лінійної функції абсолютних значень декількох останніх змін цін. При цьому стандартне відхилення прибутковості фінансового інструменту розраховується за наступною формулою:

$$\sigma_t^2 = a + \sum_{i=1}^q b_i \varepsilon_{t-i}^2, \quad (1.3)$$

де a - базова волатильність;

ε_i - попередні зміни цін;

q - кількість останніх змін цін, які впливають на поточну волатильність;

b_i - коефіцієнти ваги, які визначають ступінь впливу попередніх змін цін на поточне значення волатильності.

GARCH-модель являється розширенням ARCH-моделі волатильності, де на поточну волатильність впливають як попередні зміни цін, так і попередні оцінки волатильності [222]. Відповідно до даної моделі (GARCH(p,q)) волатильність розраховується за наступною формулою:

$$\sigma_t^2 = a + \sum_{i=1}^q b_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p c_i \sigma_{t-i}^2, \quad (1.4)$$

де: p - кількість попередніх оцінок волатильності, які впливають на поточну оцінку;

c_i - коефіцієнти, які визначають ступінь впливу попередніх оцінок волатильності на поточне значення.

Слід зазначити, що в останньому десятилітті популярним і універсальним методом оцінки фінансових ризиків у компаніях різного типу був **Value-at-Risk (VaR)**. Уперше підхід оцінки ризику заснований на VaR, був рекомендований у 1993 році «Групою Тридцяти» (The Global Derivatives Study Group, G30) у дослідженні "Derivatives: Practices and Principles". У 1995 році Базельський комітет з нагляду за банками запропонував комерційним банкам використовувати власні моделі оцінки VaR як основу для розрахунку резервів капіталу.

VaR являє собою статистичний метод оцінки максимальних втрат організації при заданому розподілі ринкових факторів за даний період часу у всіх випадках за винятком заданого малого відсотку ситуацій.

Основним поняттям у VaR являється розподіл ймовірностей, який пов'язує всі можливі величини змін ринкових факторів із їхніми ймовірностями. Методологія VaR дозволяє виміряти ризики на різних ринках універсальним способом і дозволяє оцінювати ризики окремих позицій у єдиній величині, з огляду на інформацію про кількість позицій, волатильність на ринку і період підтримки позицій.

Для розрахунку VaR необхідно володіти оцінками волатильностей і кореляцій для цін інструментів, які входять у портфель. Як довжина часового

горизонту для розрахунку VaR може бути обраний термін, який залежить від стратегії управління портфелем, або термін, за який портфель можна реалізувати на ринку. При виборі рівня довірчої ймовірності, у різних організаціях використовуються різні значення - 95%, 97,5%, 99% та інші.

Процес розрахунку VaR складає кілька етапів виділення базових елементів:

- на першому етапі визначається ряд базових елементів, які впливають на його величину, насамперед, це ймовірностний розподіл ринкових факторів, які прямо впливають на зміни цін активів портфелю;
- після завдання розподілу ринкових факторів вибирається ймовірність, із якою втрати не повинні перевищувати VaR;
- потім визначається період підтримки позицій, на якому оцінюються втрати, при деяких припущеннях;
- якщо портфель складається з складних похідних інструментів (наприклад, опціони), вибирається функція їхнього ціноутворення в залежності від параметрів ринку і визначаються кореляційні зв'язки між різними ринковими факторами.

Після того як позначені всі базові елементи, починається безпосереднє обчислення Value-at-Risk. При цьому виділяють три основних методи обчислення VaR:

- 1) параметричний;
- 2) історичне моделювання;
- 3) статистичне моделювання (метод Монте-Карло).

Якщо зміна капіталу портфеля характеризується параметричним розподілом, то застосовується *параметричний* метод розрахунку VaR, який включає аналітичне одержання необхідної оцінки ризику на основі статистичної моделі фінансового результату по портфелю. Цей метод має ще одну назву – аналітичний. В його основі лежить модель залежності вартості фінансового результату по портфелю від змін факторів ризику та модель волатильностей і кореляцій факторів ризику.

У світовій практиці застосовується дві параметричних методики розрахунку VaR: дельта-нормальна і дельта-гама, однак найбільш популярною являється дельта-нормальна методика VaR.

При розрахунку *дельта-нормальною* методикою використовуються припущення про нормальність розподілу всіх ринкових факторів, які впливають на вартість портфеля і про лінійний зв'язок між змінами факторів ризику і фінансових результатів портфеля. Результат буде являти собою суму нормальнорозподілених величин, тобто теж нормальнорозподілену величину.

Значення Value-at-Risk відповідно до дельта-нормальної методики розраховується за формулою:

$$VaR = K \sqrt{\sum_{i,j=1}^N \sigma_{ij} D_i D_j}, \quad (1.5)$$

де D_i - чутливість (дельта) портфеля при i -му факторові ризику;

K - коефіцієнт, який показує, у скільки разів втрати для заданої довірчої ймовірності більше стандартного відхилення нормального розподілу (найбільш часто використовуваними значеннями коефіцієнта K для ймовірності 99% - 2,33 і для ймовірності 95% - 1,65);

σ_{ij} - коваріація i -го і j -го факторів ризику;

N - кількість факторів ризику.

Вважається, що з ймовірністю, яка дорівнює різниці між 100% і прийнятою часткою несприятливих випадків, збитки портфеля не перевищать значення VaR.

Наведемо приклад. Нехай портфель складається зі 100 куплених ф'ючерсів на зерно з виконанням 15 січня 2002 року. Нехай поточна ціна ф'ючерса на біржі складає 6000 грн. за тону, тоді вартість всього портфеля буде дорівнювати 600 тис. грн. Нехай також існує деяка статистика про ціни січневого ф'ючерса F_i за деякі останні N днів. Логарифми одноденних змін цін ф'ючерса рівні $x_i = \ln \frac{F_i}{F_{i-1}}$.

Припустимо, що x_i задають випадкову величину, розподілену за нормальним гауссовським законом з нульовим середнім значенням. Тоді можна оцінити її

волатильність за відомою формулою і припустимо, що вийшло рівним 0,3%. Тоді значення VaR для даного портфеля, що відповідає довірчому рівневі 97,5% і одноденному періодові підтримки позицій, буде дорівнює:

$$\text{VaR} = 1,96 * 0,3 * 600\ 000 = 352\ 800 \text{ грн.}$$

Це означає, що ціна портфеля ф'ючерсів протягом місяця не зміниться більш ніж на 352 800 грн.

При порівняльній простоті, параметричний метод досить складний для розуміння керівників і при розрахунку існує ймовірність значимих помилок.

Непараметричним методом обчислення VaR являється *метод історичного моделювання*, в основі якого лежить припущення про стаціонарність ринку в найближчому майбутньому. Суть методу складається у використанні історичних змін цін на портфель фінансових інструментів для побудови розподілу майбутніх змін цін і потенційних прибутків і збитків портфеля в цілому. Методика припускає переоцінку портфеля протягом деякого історичного періоду з фіксацією максимальних збитків на обраному тимчасовому обрії із заданою довірчою ймовірністю.

Наприклад, вибирається період часу (100 торговельних днів), за який відслідковуються відносні зміни цін усіх входних у сьогоднішній портфель активів. Потім для кожної з цих змін обчислюється, наскільки змінилася б ціна сьогоднішнього портфеля, після чого отримані 100 чисел сортуються за зменшенням. Взятє зі зворотним знаком число, яке відповідає зворотному довірчому рівневі (наприклад, для рівня 99% необхідно взяти число з номером 99), і буде являти собою VaR портфеля.

Метод історичного моделювання досить простий для обчислення та розуміння, характеризується стійкістю оцінок і відсутністю погрешностей моделювання, однак має наступні недоліки:

- некоректність результатів у випадку, якщо базовий період не був репрезентативним;
- неможливість використання прогнозних значень волатильностей і кореляцій (при значній зміні положення на ринках).

Метод статистичного моделювання або метод Монте-Карло являється найскладним методом розрахунку VaR і складається з моделювання можливих змін вартості портфеля при деяких припущеннях. Виявляються основні ринкові фактори, які впливають на вартість портфеля, після чого будується спільний розподіл цих факторів яким-небудь способом, наприклад, із використанням історичних даних або даних, заснованих на якому-небудь сценарії розвитку економіки. Потім моделюється велике число можливих сценаріїв розвитку ситуації, і зміна портфеля розраховується для кожного результату моделювання. Далі на основі отриманого розподілу можливих фінансових результатів шляхом відсікання найгірших відповідно до обраної довірчої ймовірності може бути отримана VaR-оцінка.

Так само як і для параметричного VaR, при обчисленні методом Монте-Карло будується модель залежності вартості фінансового результату портфеля від змін факторів ризику та моделей волатильностей і кореляцій факторів ризику.

У зв'язку з тим, що оцінка VaR методом Монте-Карло проводиться з використанням програмних засобів, даний метод дозволяє використовувати при розрахунку фінансових ризиків моделі практично будь-якої складності.

При складності обчислень, які вимагають великих інформаційних ресурсів, переваги методу Монте-Карло очевидні:

- можливість розрахунку ризиків для нелінійних інструментів;
- можливість використання будь-яких розподілів;
- можливість моделювання складного поведіння ринків - трендів із високою або низкою волатильністю, які характеризуються зміною кореляцій між факторами ризику.

Загальний недолік VaR полягає в тому, що всі моделі VaR, незалежно від застосованих методів обчислення, використовують історичні дані. VaR добре працює на стабільних фондових і товарних ринках, але перестає адекватно відображати величину ризику, якщо на ринках відбуваються глобальні зміни.

Слід зазначити, що VaR - один з інструментів управління ризиком, який може застосовуватися для оцінки ризиків виробничих і фінансових підприємств.

Зокрема, компанії можуть використовувати значення VaR для створення звітів для керівництва, функціональних менеджерів, акціонерів і зовнішніх інвесторів, тому що VaR дозволяє характеризувати фінансові ризики одним числом, яке має грошове вираження. За допомогою методології VaR стає можливим зробити оцінки ризику різних сегментів ринку й ототожнити найбільш ризикові позиції. Оцінки VaR можуть використовуватися для диверсифікації капіталу, встановлення лімітів, а також оцінки діяльності компаній. У деяких банках оцінка операцій трейдерів та їхня винагорода обчислюється виходячи з розрахунку прибутковості на одиницю VaR. Нефінансові корпорації можуть використовувати технічні VaR для оцінки ризику грошових потоків і прийняття рішень про захист капіталу від несприятливого руху цін. Так однією з трактувань VaR є кількість незастрахованого ризику, що приймає на себе корпорація. У світовій практиці серед перших нефінансових компаній, які почали застосовувати VaR для оцінки ринкового ризику, можна відзначити німецькі компанії Veba і Siemens, американську компанію Mobil Oil і норвезьку Statoil.

Інституціональні інвестори, наприклад такі, як пенсійні фонди, використовують VaR для розрахунку цінних і відсоткових ризиків. Як було відзначено в дослідженні New York University Stern School of Business, близько 60% пенсійних фондів США використовують у своїй роботі методологію VaR [222].

Модель оцінки **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** являється теоретичною основою ряду різних методів, які застосовують, насамперед, в інвестиційній практиці. Модель дає можливість оцінити ризиковість вкладень у цінні папери певного підприємства пропорційно ринковій премії за ризик. Як і будь-яка інша модель, CAPM має свою область застосування – модель пов'язує ризик інвестора з прибутковістю цінних паперів.

При побудові моделі приймаються наступні спрощення:

- інвестор керується тільки двома факторами - прибутковістю та ризиком;

- інвестори діють раціонально - при одній і тій же очікуваній прибутковості вони віддають перевагу активові з мінімальним ризиком - ефективний портфель;
- усі інвестори мають один інвестиційний обрій;
- оцінки основних параметрів активів інвестори роблять однаковим чином;
- поведіння індивідуального інвестора не впливає на рівноважні ціни активу;
- немає операційних витрат або перешкод, які заважають вільному попиту та пропозиції активів.

У моделі CAPM очікувана прибутковість активу погоджується зі ступенем ризикованості цього активу, який виміряється коефіцієнтом β («бета») і за допомогою кореляції з «ринковим портфелем».

Модель має наступний вигляд:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (1.6)$$

де R_e - очікувана прибутковість акцій компанії;

R_f - прибутковість безризикових цінних паперів;

R_m - прибутковість у середньому на ринку цінних паперів у поточному періоді;

β - «бета»-коефіцієнт.

β являється показником чутливості активу до зміни ціни ринкового портфеля і являє собою коефіцієнт нахилу прямої. Якщо, наприклад, β дорівнює 1.5, це значить, що при зміні ринкового портфеля на +1% ціна активу зміниться на +1,5 %. Більш чутливим до ринку активам відповідають великі значення β . Цей показник відповідає за систематичний ризик активу, який не можливо диверсифікувати.

В цілому по ринку цінних паперів β -коефіцієнт приблизно дорівнює одиниці. Інтерпретація β для цінних паперів (наприклад, акцій) конкретного підприємства полягає в тому, що:

- якщо β менше 1, вартість акцій змінюється в тому ж напрямку, що і ринок (тобто акції даної компанії менш ризиковані, чим у середньому на ринку);

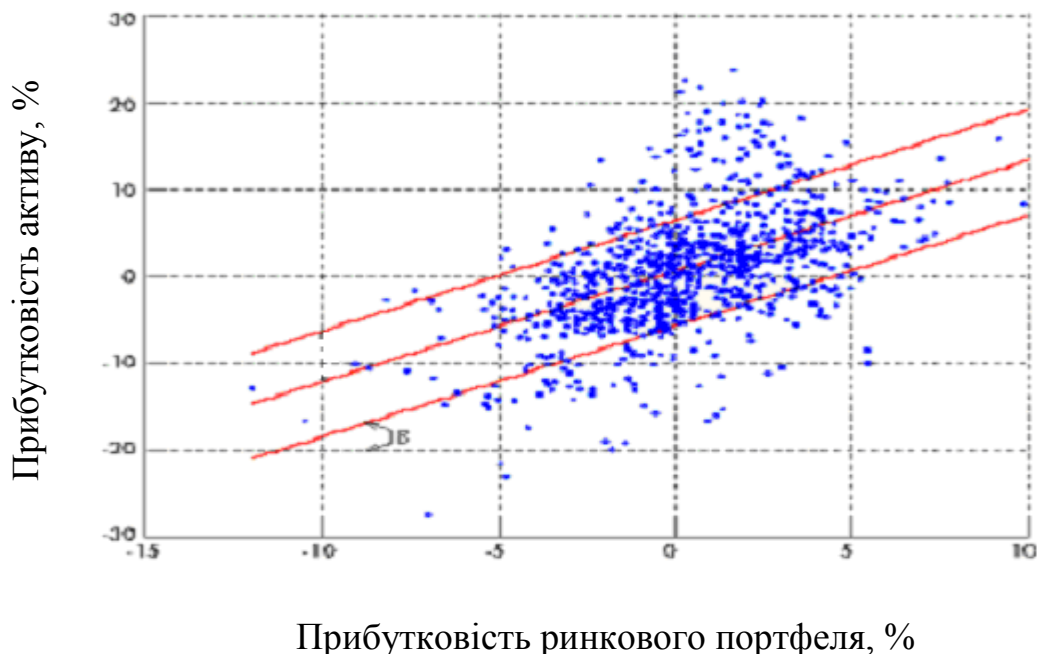
- якщо β більше 1, то мінливість акцій перевищує мінливість ринку.

Збільшення коефіцієнта в динаміці означає, що вкладення в цінні папери даної компанії стають більш ризикованими [177].

Показник $(R_m - R_f)$ характеризує відхилення прибутковості активу від «справедливої» прибутковості, представлену центральною лінією і залежить від специфіки конкретного активу. Йому відповідає несистематичний ризик, який можна зменшити шляхом складання портфеля активів. Показник можна інтерпретувати як ринкову премію за ризик вкладення капіталу не в безризикові державні цінні папери, а в ризиковані цінні папери.

Аналогічно показник $(R_e - R_f)$ являє собою премію за ризик вкладення капіталу в цінні папери певного підприємства.

Щоб побудувати графічну інтерпретацію моделі, потрібно нанести на площину крапки, горизонтальні координати яких представляють прибутковості ринкового портфеля, а вертикальні - відповідної прибутковості активу. За ринковий портфель беруть один із розповсюджених фондових індексів. Якщо уважно подивитися на хмару крапок, як утворилася, можна помітити, що вона витягнута уздовж деякої прямої - характеристичного прямого цінного папера (див. мал. 1.4.).



Мал. 1.4. Приклад графічного зображення моделі CAPM

Основне ствердження моделі - курсова прибутковість обраного активу (або портфеля) прямо пропорційна курсовій прибутковості ринкового портфеля [223].

Метод формування ефективного портфеля полягає в тому, що відповідно до нього інвесторові необхідно оцінювати очікувані прибутковості і дисперсії всіх розглянутих цінних паперів. Більш того, повинні бути оцінені всі коваріації цих цінних паперів і визначена безризикова відсоткова ставка, потім інвестор визначає очікувану прибутковість і середньоквадратичне відхилення. На наступному етапі інвестор може перейти до визначення оптимального портфеля, відзначаючи на графіку окремі крапки.

Слід зазначити, що у світовій практиці для аналізу акцій, які котируються на NASDAQ і AMEX використовуються програмні продукти, засновані на моделі CAPM.

Якщо в моделі CAPM враховується тільки один фактор і актив характеризується двома параметрами - коефіцієнтом чутливості β , який характеризує ризик, пов'язаний з цим фактором, і середньою залишковою прибутковістю, яка відповідає за специфічний ризик, то АРТ-модель (**Arbitrage Pricing Theory**) враховує кілька факторів, тобто актив характеризується набором показників β , кожний з яких являє собою чутливість активу до визначеного фактора і характеризує систематичний ризик, пов'язаний із впливом саме цього фактора, і, як і раніше, залишковою прибутковістю. Тільки тепер величина специфічного (непоясненого факторами) ризику стала набагато менше.

Цікаво відзначити той факт, що АРТ-модель являється узагальненням CAPM-моделі, хоча будувалася як її альтернатива. Відповідно до АРТ, на зміну вартості активу впливає не тільки ринковий фактор (вартість ринкового портфеля), але й інші, у тому числі неринкові, фактори ризику - курс національної валюти, вартість енергоносіїв, рівень інфляції, безробіття та інші. Якщо фактором ризику розглядати тільки один фактор - вартість ринкового портфеля, то модель збігається з моделлю CAPM.

Урахування декількох факторів призводить до більш точного прогнозу зміни ціни активу і до зменшення несистематичного ризику навіть без складання

портфеля. Перехід від однофакторної моделі CAPM до багатофакторної APT не тільки дає переваги, але і ставить нові проблеми:

- скільки і які фактори потрібно вибирати для багатофакторної моделі? (будувати модель відразу за всіма доступними факторами не конструктивно - незначні фактори будуть відігравати роль шуму і можуть значно впливати на будь-які результати, отримані за допомогою моделі);

- склад і кількість факторів ризику для кожного активу можуть бути свої і не відомо, за якими критеріями одному активу ставити у відповідність інший набір факторів;

- склад і кількість факторів ризику в часі може змінюватися, тому модель можна застосовувати лише протягом певного терміну, після якого виникає необхідність будувати її заново;

- фактори можуть впливати на ціну не відразу, а через деякий час, а якщо факторів небагато, то для кожного фактора може бути свій характеристичний час.

Звичайно, існують безліч інших методів оцінки фінансових ризиків, які залишилися за рамками монографії. Кожний з методів має специфічні особливості розрахунку і застосування на підприємствах різних секторів економіки. Треба відзначити, що найбільш активно математико-статистичні методи оцінки фінансових ризиків застосовують у комерційних банках, тому автор вважає за необхідне представити аналітичний огляд цих методів у таблиці 1. 8.

Таблиця 1.8.

Математико-статистичні методи і моделі оцінки фінансових ризиків, які використовують у комерційних банках

Види ризиків	Математико-статистичні методи і моделі
Кредитний ризик	<p>1. Моделі багатофакторної кореляції, в яких кредитний ризик оцінюється по ймовірності його настання (функція від факторів фінансового стану позичальників).</p> <p>2. Моделі кореляції, в яких кредитний ризик оцінюється по ймовірності його настання (функцією від кредитного рейтингу цінного папера або внутрішнього рейтингу цінного папера).</p> <p>3. Моделі, в яких визначається функція щільності ймовірності втрат по боргових зобов'язаннях, ризик портфеля боргових активів оцінюється по</p>

	<p>величині відхилення зазначених втрат від їх очікуваної величини.</p> <p>4. При наявності довгих тимчасових рядів і значної кількості спостережень може розглядатися можливість використання VAR моделей.</p>
Відсотковий ризик	<p>1. GAP- аналіз.</p> <p>2. Розрахунки дюрації і модифікованої дюрації.</p> <p>3. Розрахунки зміни ціни боргового інструмента на одиницю зміни прибутковості.</p> <p>4. Симуляційні моделі, які включають сценарії зміни в майбутньому відсоткових ставок, спредов між ними, кривих прибутковості й оцінюючий потенційний ефект впливу їх зміни на прибуток і дійсну вартість грошових потоків.</p>
Ризик ліквідності	<p>1. Моделі багатофакторної кореляції, в яких динаміка ризику ліквідності (коефіцієнтів ліквідності) оцінюється по динаміці складових його факторів – різних груп активів і зобов'язань.</p> <p>2. Моделі багатофакторної кореляції, у яких функцією являються елементи ліквідності (величина залишку коштів банку на кореспондентському рахунку і т.п.).</p> <p>3. Моделі, в які включаються VAR-моделі для оцінки динаміки ліквідності і її елементів.</p>
Валютний ризик	<p>1. VAR-моделі – моделі статистичного аналізу історичних рядів показників, які оцінюють ту частину торгового портфеля активів, яка знаходиться під впливом ризику, виражаючи при цьому розмір валютного ризику з високою ймовірністю.</p> <p>2. Сценарний підхід на основі статистичного аналізу історичних рядів показників або на основі методу головних компонентів виділяються сценарії поведінки ринку, визначаються найважливіші фактори, встановлюється статистичний взаємозв'язок із розмірами валютного ризику і прогнозуються його розміри.</p>
Операційний ризик	<p>Статистичні методи і моделі можуть використовуватися у випадку, якщо ймовірність настання операційного ризику на ринку досить велика; в цьому випадку можуть використовуватися кореляційні моделі, в яких функція - ймовірність настання ризику, а перемінні – ризикотворюючі фактори.</p>

Поки не можна говорити про наявність в Україні ліквідних ринків, немає також у повному обсязі і вихідних статистичних даних для перевірки ефективності деяких методів на практиці, проте, по мірі стабілізації грошового ринку і з початком інвестиційної діяльності в реальному секторі економіки, питання застосування існуючих методик оцінки фінансових ризиків усіма учасниками ринку стає все більш актуальним і виходить на перше місце.

З огляду на обставину, що Україна поступово переходить на західні стандарти ведення господарської діяльності, автор вважає, що українським компаніям і банкам, а також регулюючим органам необхідно освоїти існуючі методи оцінки й аналізу фінансових ризиків і адаптувати їх для застосування на національному ринку. У цьому зв'язку виникає необхідність розробки практичної реалізації комплексної аналітичної системи з метою застосування в рамках управління ризиками на підприємствах різних сфер діяльності.

РОЗДІЛ 2. ПРАКТИЧНА ОЦІНКА І УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВ

2.1. Аналітична оцінка фінансових ризиків підприємств з урахуванням специфіки їхньої діяльності

У процесі оцінки і управління фінансовими ризиками підприємств необхідно звернути особливу увагу на урахування специфіки його діяльності. Це дозволить спочатку обмежити коло досліджуваних фінансових ризиків до тих, які безпосередньо впливають на роботу організації. Крім цього, урахування специфіки господарської діяльності підприємства дозволить встановити пріоритетність дослідження профільних фінансових ризиків, які впливають на діяльність найбільш активно.

З огляду на специфіку діяльності комерційних підприємств, автор пропонує виділити та охарактеризувати фінансові ризики базових видів діяльності:

- діяльність підприємств і організацій реального сектора економіки:
 - виробництво промислової продукції та будівництво;
 - виробництво сільськогосподарської продукції;
- діяльність організацій монетарного сектора економіки:
 - банківська діяльність;
 - страхова діяльність.

Треба ще раз відзначити, що в роботі автор розглядає ризик як ймовірність несприятливого результату, у зв'язку з тим, що одна і та сама подія, яка може бути джерелом виникнення фінансового ризику, може призвести до різних результатів діяльності суб'єктів різних сфер, які беруть участь в угоді. Так, приміром, виробниче підприємство, яке використовує короткострокові позичкових кошти, буде відчувати вплив зміни ринкових відсоткових ставок. Для банку, який позичає цьому підприємству гроші на фінансування діяльності, ці зміни можуть виявитися сприятливими, у той час як підвищення відсоткових ставок виявиться несприятливим для підприємства. Таким чином, підвищення відсоткових ставок виявляється збитковим для позичальника, і прибутковим для кредитора, при цьому

джерелом подібного ризику є зміна відсоткових ставок. Тому має сенс вважати фінансовим ризиком зміни, які призводять до несприятливих або небажаних результатів в діяльності підприємства.

Фінансові ризики, з якими зіштовхується будь-як підприємство - різноманітні, однак існує ряд причин, відповідно до яких деяким фінансовим ризикам приділяється більша увага, а інші при аналізі практично не враховуються. Якщо розглядати діяльність **виробничого підприємства**, то з огляду на нерозвиненість українського фондового ринку (див. табл. 2.1.), українськими фахівцями з управління ризиками практично не розглядаються питання, пов'язані з акціонерним або частковим капіталом, а задачі управління фінансовими ризиками на підприємствах в основному зведені до мінімізації впливу на їхню господарську діяльність цінових ризиків.

Таблиця 2.1.

Кількісні характеристики фондового ринку України

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Фондові біржі та їх філії	24	24	27	26	27	27	27	27	29
Укладені угоди (ЦП), млн. грн.	5,5	33,5	25,0	195,8	932,1	1382,9	2951,8	249,3	350,5

Зупиняючись більш детально на ціновому ризику виробничих підприємств відзначимо, що джерелом цінового ризику будь-якого підприємства являється виникнення відхилень від нормальних умов функціонування у виробничій і реалізуючій галузях, які призводить до відхилення ціни продукту підприємства від її очікуваного значення. Досліджуючи фактори, які викликають ці зміни, можна виділити наступні:

1. До внутрішніх факторів можна віднести фактори виробництва, які залежать від діяльності підприємства:

- трудові ресурси,
- виробничі основні та оборотні фонди.

2. До зовнішніх факторів, які прямо не залежать від діяльності підприємства, можна віднести наступні:

- організація роботи і стан фінансової системи;
- загальне економічна ситуація;
- нормативно-правові та інші.

Проаналізуємо кожну групу факторів і розглянемо послідовно їх взаємозв'язок.

До категорії трудових ресурсів відносять чисельність персоналу підприємства і час, витрачений працівниками підприємства на виробництво продукції та сприяння цьому виробництву. Так, неефективне використання робочого часу або праці робітників може призвести до подорожчання продукції підприємства.

Причинами зміни ціни, безпосередньо пов'язаними з основними фондами підприємства, можна вважати якість і надійність виробничого потенціалу, а також режим його використання. Використання фізично застарілих основних фондів виробничого призначення, по-перше, гальмує виробництво сучасної продукції; по-друге, зношеність, насамперед наднормативна, активної частини основних фондів призводить до частих поломок і зупинки устаткування. У результаті знижується якість продукції і збільшуються витрати на її виробництво, що, у свою чергу, веде до її подорожчання.

Як показує практика, внаслідок технічного прогресу устаткування виробничих підприємств морально застаріває. На підприємстві може зібратися устаткування, фізично не зношене, яке не перенесло повністю свою вартість на виготовлену з його допомогою продукцію і не окупило себе. Подальша експлуатація морально застарілого устаткування не дозволяє освоювати сучасні ефективні технології і робити конкурентну продукцію.

Ще одним фактором виробництва являються виробничі оборотні фонди, серед яких головну роль відіграють матеріальні ресурси або матеріали. Основною причиною виникнення цінового ризику, викликаного матеріальними ресурсами, може бути подорожчання сировини і матеріалів.

Фактором появи цінового ризику може бути і нечітка робота фінансових структур. Наприклад, уповільнення грошового обігу між банками призводить до обмеження вибору споживача за принципом ведення розрахунків через один банк, банки-кореспонденти чи обмежену кількість банків, які мають надійну репутацією у клієнтів.

До збільшення цін на продукцію може призвести погіршення загальної економічної ситуації у країні, яка супроводжується збільшенням рівня інфляції, причому варто враховувати не тільки стрибки інфляції або її плавний ріст, але й інфляційні очікування, тому що очікування інфляції призводить до придбання споживачами товарів прозапас ще до моменту появи інфляції, а це, як відомо, призводить до росту цін.

Важливі для виробничого підприємства і нормативно-правові фактори. Очевидно, що негативні зміни в податковому законодавстві можуть призвести до подорожчання продукції. І навпаки, продукція буде дешевше, якщо її робити при податкових пільгах. Пільги можуть бути різними: на використання праці інвалідів, на деякі види діяльності, продукції та інші. Але треба враховувати, що це – зовнішній фактор, і він може раптово перестати діяти, як і сам нормативно-правовий акт. Виробник повинний бути до цього готовим, щоб у будь-якому випадку нижній рівень ціни і обсягу виробництва покривав витрати на виготовлення та збут продукції, якщо цього не враховувати, то ціна на продукцію неминуче підвищиться.

Усі розглянуті фактори основного фінансового ризику для виробничого підприємства - цінового - тісно пов'язані між собою і прямо або побічно впливають на внутрішні фактори. Слід зазначити, що розглянута класифікація ризикостворюючих факторів цінового ризику не претендує на одиничність у пошуку причин виникнення цінового ризику та шляхів його запобігання. Вона не охоплює всіх видів і сторін виробничої діяльності, наприклад, таких, як будівництво або виробництво нової продукції, де існують свої специфічні особливості, деякі з них будуть розглянуті далі.

У виробничого підприємства можуть виникнути не тільки цінові ризики, але й інші види фінансових ризиків: валютні, кредитні, відсоткові. Так, як було відзначено раніше, підвищення фінансовими структурами відсоткових ставок по кредитах може негативно вплинути на діяльність тих підприємств, які використовують позичкові кошти для фінансування виробництва. Якщо ж підприємство активно займається зовнішньоторговельною діяльністю, або має філії у різних країнах, то в силу специфіки своєї діяльності відчуває на собі вплив різних видів валютних ризиків.

Низький рівень операційних ризиків на виробничому підприємстві пояснюється відносною стабільністю його діяльності і більш ретельно розробленим виробничим циклом, ніж в організаціях монетарного сектора. Крім цього підприємства прагнуть перекласти фінансові ризики на страхувальників, в результаті чого вони переходять у частину операційних ризиків страхової компанії.

У сучасних українських умовах господарювання вплив відсоткового ризику на діяльність виробничих підприємств досить малий, хоча питання емісії та управління цінними паперами розглядаються і вирішуються керівництвом вітчизняних підприємств. Є всі підстави вважати, що по мірі відновлення основних виробничих фондів українських підприємств, розвитку національного ринку цінних паперів і розширення фінансування, відбудеться зміна акцентів при урахуванні фінансових ризиків на виробничих підприємствах та основні зусилля будуть спрямовуватися на мінімізацію впливу на діяльність підприємств не тільки цінових, а й інших різновидів фінансових ризиків.

Специфічні особливості виникнення фінансових ризиків у **будівельному секторі** обумовлюються існуванням складної системи взаємодії функціональних структур і особливостями капітальних вкладень.

1. До системи взаємодії виробничих, функціональних і інституціональних структур будівельного сектора, діяльність кожної з яких може бути пов'язана з фінансовими ризиками, відносять:

- інвесторів, які виступають у ролі кредиторів, замовників, покупців (юридичні та фізичні особи);

- проектувальників;
- виробників матеріальних і технічних (технологічних) ресурсів;
- будівельно-монтажні організації, що перетворюють інвестиційні ресурси в об'єкти основного капіталу;
- інноваційні організації, в яких розробляються науково-технічні нововведення з метою їхнього наступного використання в процесі створення основного капіталу;
- інституціональні ринкові структури, що забезпечують перетворення інвестицій в основний капітал (фінансових ресурсів) на продуктивній і товарній стадіях їхнього обороту;
- логістичні фірми, які забезпечують наповнення товаропровідної мережі і доведення товарів і послуг до економічних суб'єктів будівельної діяльності;
- транспортні організації.

2. Аналізуючи розвиток інвестиційно-будівельного сектору України, варто враховувати, що кількість споруджуваних і основних фондів, які здаються в експлуатацію, прямо пропорційна вкладенням інвесторів (див. табл. 2.2.).

Таблиця 2.2.

Інвестиції та будівельна діяльність в Україні

Роки	Інвестиції в основний капітал (у фактичних цінах)	Обсяг підрядних робіт (у фактичних цінах)*
	Млрд. крб	
1991	50	27
1992	866	460
1993	29310	17080
1994	228033	125656
1995	937816	543466
	Млн. грн.	
1996	12557	6383
1997	12401	5896
1998	13958	6442
1999	17552	7083

2000	23629	8429
2001	32573	10122
2002	37178	10041

*)Без малих підприємств.

Як свідчать статистичні дані, за період з 1991 по 2001 рр. ріст інвестицій в основний капітал супроводжувався збільшенням обсягу підрядних робіт, а зменшення інвестицій до 12401 млн. грн. у 1997 році призвело до зниження обсягу робіт до 5896 млн. грн.

При цьому на обсяг капітальних вкладень інвесторів впливають наступні фактори:

- доходи (власні кошти) інвесторів, отримані ними від поточної чи минулої підприємницької діяльності як у сфері матеріального виробництва, так і у сфері послуг;
- можливості й умови одержання кредитів банків і інших позичкових коштів (облігаційні позики, випуск цінних паперів і т.п.), а також використання коштів населення, коштів трудових колективів і юридичних осіб;
- наявність інвестиційного потенціалу інституціональних структур (пенсійні й інші фонди, страхові компанії);
- інвестиційні можливості державного і місцевих бюджетів.

Таким чином, функціонування будівельного сектора пов'язано з небезпекою виникнення фінансового ризику через можливе порушення необхідних для його діяльності фінансових, матеріально-технічних, професійних (кадрових) та інформаційних потоків, які відображають переміщення та освоєння інвестицій, матеріалів, устаткування, грошових платежів, виробленої продукції в умовах конкретного соціально-економічного, політичного і природнокліматичного середовища.

З огляду на специфічні особливості будівельного сектора, можна виділити ряд ризиків, які впливають на розмір прибутку суб'єктів будівельної діяльності:

1). Ризик нереалізуємості інвестиційного проекту пов'язаний з ціновим і валютним ризиком, і обумовлений: можливою відмовою інвесторів і традиційних постачальників від укладання договорів; несприятливими для суб'єкта інвестиційно-будівельного сектору умовами договору (у тому числі ціни); переходом в ринкових умовах традиційних постачальників на випуск іншої продукції; неможливістю закупівлі технологічного устаткування на світовому ринку через складності митного законодавства і валютної політики; погіршенням міжнародних відносин та інші.

2). Ризик недоодержання необхідних для реалізації інвестиційно-будівельного проекту матеріально-технічних ресурсів і технологічного устаткування, пов'язаний з ціновим і кредитним ризиком, який залежить від: прийняття постачальником рішення про зміну умов договору - термінів, цін, обсягів, вимог до якості продукції; рішенням постачальника про тимчасове або остаточне присвоєння отриманих як передоплату сум.

3). Ризик неотримання або несвоєчасного отримання оплати за виконані (без передоплати) будівельно-монтажні роботи пов'язаний з кредитним ризиком і залежить від ухвалення рішення інвестором (замовником) про використання призначених для оплати коштів на інші цілі або пов'язаний з відсутністю фінансових ресурсів.

4). Ризик зриву власних планів виробництва будівельно-монтажних робіт пов'язаний з ціновим, операційним ризиком і викликаний нестабільністю цін, операційно-технічними аваріями і збоями, неотриманням (недоодержанням) матеріально-технічних ресурсів і технологічного устаткування, у тому числі нового у встановлений договором термін.

5). Ризик неотримання зовнішніх інвестицій і кредитів пов'язаний із кредитним, відсотковим і валютним ризиком і обумовлений несприятливими точками зору зарубіжних інвесторів і кредиторів щодо можливостей інвестиційних перспектив у країні; нестабільністю загальної економічної ситуації; несподіваним витоком негативної інформації.

Специфічні ризики, які впливають на розмір прибутку **виробників сільськогосподарської продукції** можна умовно розділити на три групи [82]:

1) природні ризики, характерні для сільського господарства, такі, як вплив погодних умов, хвороби чи шкідники рослин;

2) фінансові ризики: коливання експортних і імпорتنих цін на сільськогосподарську продукцію, обмінних курсів валют, відсоткових ставок по кредитах;

3) регуляторні ризики, тобто ризики, які виникають із вимог до безпеки продуктів харчування, вимог по охороні навколишнього середовища.

В даний час урахування фінансових ризиків для сільськогосподарського підприємства являється пріоритетним напрямком управлінської діяльності, у зв'язку з тим, що як показує практика, по окремим галузям сільського господарства на долю фінансових ризиків приходиться до 50% всіх втрат прибутку.

Варто виділити ризики, пов'язані з можливим погіршенням загальної кон'юнктури фінансового ринку. Для ефективного управління підприємством, з огляду на фактор ризику, потрібне вирішення таких проблем, як поглиблення переробки сільськогосподарської сировини і доведення готової продукції до кінцевих споживачів, розвиток високоприбуткових виробництв, не пов'язаних із сільським господарством, це дозволяє апарату управління за рахунок внутрішнього перерозподілу прибутку не тільки покрити збитки сільськогосподарських галузей, але і вкладати більше коштів у виробництво.

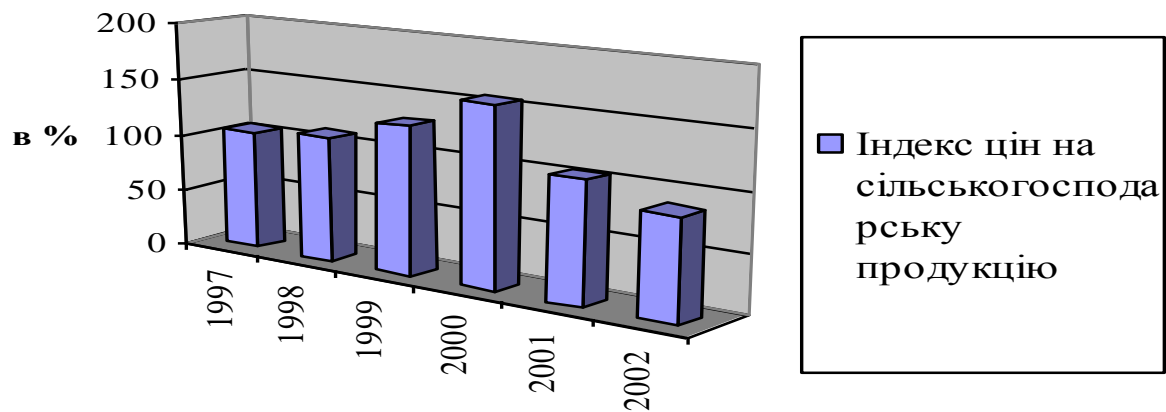
На долю цінових ризиків приходиться 15-20% втрат прибутку сільськогосподарських підприємств. Основними причинами їхнього виникнення аналітики вважають наступні:

- спекулятивні коливання цін на оптових ринках сільськогосподарської продукції і матеріально-технічного постачання;

- помилки торгового персоналу, пов'язані з установленням «верхніх» і «нижніх» стель цін на сільськогосподарську продукцію;

- виникнення «сегментних втрат» або упущеного прибутку у сфері торгівлі і матеріально-технічного постачання сільськогосподарських підприємств.

Так, розглядаючи динаміку зміни цін на основні види сільськогосподарської продукції, реалізованої сільськогосподарськими підприємствами за всіма каналами в Україні, бачимо, що спостерігається стійка динаміка росту цін (див. мал. 2.1.).



Мал. 2.1. Динаміка зміни індексу цін на сільськогосподарську продукцію в Україні в 1997- 2002 рр.

Виходячи з аналізу основних макроекономічних показників, які характеризують загальну економічну ситуацію у країні у післякризовий період, необхідно виділити ще одну групу ризиків, які впливають на будь-якого виробника, і зокрема, на сільськогосподарського - це ризики, пов'язані з інфляцією та викликані знецінюванням національної валюти, які можна охарактеризувати за допомогою аналізу динаміки індексу інфляції, який представлений в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3.

Величина індексів інфляції з 1995 по 2003 рр.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Величина індексу інфляції	281,7	139,7	110,1	120,0	119,2	125,8	106,1	99,4

Незважаючи те, що, починаючи 1995 року, спостерігається істотна стабілізація інфляційних процесів і зниження росту величини індексу інфляції до 99,4 у 2002 році, проте, за оцінками аналітиків, у даний час на долю інфляційного

ризикіу приходиться 20-25 % втрат прибутку всіх сільськогосподарських підприємств.

В управлінні даною групою ризиків чималу роль відіграють:

- проведення роботи з покупцями по скороченню термінів оплати і розрахунків за отриману продукцію і зроблені послуги;
- зменшення обсягів готівки в касі й ефективне використання вільних грошових ресурсів,
- збільшення обсягів запасів сировини і матеріалів.

Для розвитку сільськогосподарського виробництва, як і будь-якого іншого виду виробництва, необхідні інвестиції. Джерелом таких інвестицій в умовах ринкової економіки являються позичкові кошти комерційних банків і приватних інвесторів (через інвестиційні фонди). Тому особливої уваги сільськогосподарських виробників вимагає врахування подорожчання вартості фінансово-кредитних ресурсів. Автор вважає, що по мірі розвитку і стабілізації національного фінансового ринку, їхній вплив на функціонування та розвиток сільськогосподарських підприємств буде поступово знижуватися.

Урахування і аналіз фінансових ризиків на сільськогосподарських підприємствах, а також ефективне управління фінансовими ризиками дає можливість знизити втрати прибутку, зменшити негативні наслідки прийняття і реалізації апаратом управління сільськогосподарських підприємств помилкових рішень. Причому управління фінансовими ризиками сільгоспвиробників повинне здійснюватися і на рівні держави, і на рівні приватних виробників, оскільки тільки комплексний підхід до управління фінансовими ризиками дозволить покращити положення на ринку сільськогосподарської продукції.

Якщо зупинитися на монетарному секторі економіки, то, по визначенню багатьох фахівців, в даний час українська банківська система являється одним з найбільш розвинутих елементів, тому що її формування було почато відносно раніше, ніж інші сектори економіки, що пов'язано з ведучою роллю банків у процесі переходу до ринкових відносин. Процес швидких перетворень у

банківському секторі характеризується динамічним розвитком другого рівня банківської системи - **комерційних банків** (див. табл. 2.4.).

Таблиця 2.4.

Кількісний склад комерційних банків України

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Кількість банків за реєстром	76	133	211	228	230	229	227	214	203	195	189	180
Кількість банків з іноземним капіталом	0	3	6	11	1	11	10	16	11	31	28	20

За весь період існування банківської системи кількість комерційних банків зросла з 5 державних установ на початку реформування до 180 різних форм власності в 2002 році. Збільшення кількості банківських установ обумовлює ріст конкуренції у банківському секторі, що позитивно відбивається на кількості і якості наданих послуг.

У зв'язку з тим, що кредитна діяльність являється однією з пріоритетних сфер діяльності комерційних банків, управління кредитним ризиком являється найбільш актуальною проблемою українських комерційних банків [22]. За даними зарубіжних і вітчизняних аналітиків кредитний ризик складає від 60% до 80% від загального обсягу ризиків у банківській діяльності (див. табл. 2.5. і табл. 2.6.) [173].

Таблиця 2.5.

Фактори, що безпосередньо впливають на стабільність комерційного банку

№	Фактори, що призводять до банкрутства комерційного банку	Фінансовий ризик	%
1	Погана якість активів	кредитний, відсотковий, втрати ліквідності,	98

2	Слабкість політики управління і планування	операційний	90
3	Погана економічна обстановка	валютний кредитний відсотковий	35
4	Відсутність правильного аудита і контролю	операційний	25
5	Шахрайство, підтасування звітних даних	операційний	11

Таблиця 2.6.

Фактори, що призводять до поганої якості активів

	Фактор, виявлений у банках	У банкрутах, %	У стабільно функціонуючих %
1	Лібералізм у наданні кредитів	85	0
2	Великі недогляди у фінансовій звітності	79	0
3	Надлишкове кредитування	73	0
4	Неповнота документації по заставному майну	67	3
5	Кредитування під заставу легко реалізованих товарів	55	3
6	Надмірний ріст персоналу і витрат на нього	52	3
7	Висока концентрація негативних кредитів	37	0

На стійкість комерційних банків впливають тільки частина факторів, які знаходяться у сфері впливу комерційного банку:

- 1) ендогенні фактори, викликані помилковими діями самого банку;
- 2) екзогенні фактори, які визначаючи фінансове становище позичальника, опосередковано впливають на кредитний ризик банку, до них відносяться такі основні фактори, як репутація, можливості, капітал, умови і застава [23].

З метою вичерпного розуміння відносин, які виникають у ризикованому середовищі, розглянемо окремі системні показники кредитного ризику, виходячи з поняття областей ризику.

Під допустимою розуміють зону ризику, в межах якої кредитування зберігає свою економічну доцільність, тобто збитки менше ніж очікуваний прибуток, і

банку загрожує лише недоодержання запланованого прибутку. Верхня границя зони допустимого ризику відповідає рівню збитків, який дорівнює частині відсотків, які входять у розрахунковий прибуток.

Область критичного ризику можна охарактеризувати як небезпеку збитків, розміри яких перевищують величину очікуваного прибутку на розмір повної розрахункової величини очікуваних відсотків за користування кредитом. Банк несе втрати лише у сумі, витраченої на аналіз, висновок, супровід кредитної угоди та у сумі неодержаного прибутку. Причому банк не тільки не одержує ніякого прибутку, але і зазнає збитків у сумі всіх марних витрат.

Крім критичного, існує поняття катастрофічного ризику, зоною якого в кредитуванні являється область збитків, які можуть досягати величини, рівній повній сумі кредитної угоди. Якщо розглядати не окремі кредитні угоди, а весь кредитний портфель у цілому, то у такому випадку катастрофічний ризик здатний призвести банк не тільки до втрати частини ресурсів, але і вплинути на загальний фінансовий стан та послужити причиною банкрутства.

Таким чином, кредитний ризик входить у широку область фінансового ризику і тісно пов'язаний з іншими ризиками у банківській діяльності. Так, неповернення кредитів викликає збільшення ризику ліквідності і ризику банкрутства банку. Невиконання боржником своїх зобов'язань перед банком не обмежується лише несплатою відсотків і неповерненням позики. У цьому випадку підривається репутація кредитної організації, тому що значний обсяг проблемних кредитів веде до загрози неплатоспроможності банку, а це негативно впливає на потенційних вкладників і інвесторів. Крім цього, підвищення втрат від позичкових операцій викликає відлив із банку кваліфікованих фахівців через зниження об'єму прибутку як джерела їхнього матеріального заохочення.

Як свідчать дані таблиці 2.5., другим по ступеню впливу на банківську діяльність визнається операційний ризик (близько 25%). В Україні це пояснюється продовженням становлення банківської системи, і її переходом на електронні засоби комунікації. Слід відзначити, що в даний час в Україні функціонує СЕП - система електронних платежів НБУ, яка була введена на початку 1994 року,

технологічні правила функціонування якої стали стандартом в області міжбанківських розрахунків і визначили напрямки розвитку платіжних систем комерційних банків. У цьому зв'язку постає питання про якісне функціонування і взаємодію автоматизованих операційних платіжних систем комерційних банків таким чином, щоб виконувались вимоги про зв'язки і необхідна безпека.

Відсотковий ризик комерційного банку пов'язаний з кон'юнктурою на ринку кредитних ресурсів, і діє як фактор, який практично не залежить від банку. Однак він у стані збільшити кредитний ризик і весь ланцюжок ризиків, якщо банк не буде пристосовуватися до зміни рівня ринкової відсоткової ставки.

Не менш значним для комерційних банків визнається вплив валютного ризику, що пояснюється високим ступенем залежності базових банківських операцій від основних ринкових перемінних – рівнів відсоткових ставок і курсів валют.

Порівняння структури ризиків комерційного банку і підприємства дозволяє зробити висновок про те, що в загальному випадку прямий взаємозв'язок ризиків підприємства і комерційного банку невеликий, оскільки банк обслуговує значну кількість клієнтів, і питома вага кожного з них незначно впливає на рівень ризиків банку.

Аналізуючи діяльність **страхових компаній** в Україні необхідно відзначити, що національний страховий ринок тільки набирає силу та являється однією із найпрогресивніших сфер економіки, в якій вже кілька років відзначається стабільне зростання основних показників обороту, у тому числі пов'язаних зі страхуванням фінансових ризиків. Відповідно до статистики, за 2001 рік частка премій по страхуванню фінансових ризиків досягла 41% майнового сегмента, а у 2002 році ще збільшилася і досягла приблизно 45% із подальшою тенденцією до збільшення.

Реальні обсяги ринку страхування фінансових ризиків оцінити дуже важко, у зв'язку з тим, що на сьогоднішній день в діючому законодавстві немає чіткого визначення фінансових ризиків, тому в цей термін і оператори страхового ринку, і наглядові органи включають дуже різні поняття, починаючи від неповернення кредиту і, закінчуючи неотриманням прибутку. У результаті сьогодні компанії самі

складають правила страхування цих ризиків, формулюючи і трактуючи їх за своїм бажанням, отримуючи при цьому ліцензію на один вид — фінансові ризики. В даний час до фінансових ризиків відносять всі ризики, пов'язані з діяльністю страхувальника, які не можна віднести до інших видів і які можуть вплинути на фінансові результати його діяльності. Причини збитків можуть бути різними: несплата поставленої продукції, нестачання товару, придбаного по передоплаті та інші.

Розглядаючи фінансові ризики, можна прийти до висновку, що структура фінансових ризиків виробничого підприємства і страхової компанії деякою мірою схожа, однак тільки в частині кредитних ризиків, тому що й у тому, і в іншому випадку розглядаються ризики, пов'язані з вкладеннями.

Однак існують специфічні особливості роботи страхових компаній з фінансовими ризиками. Так, виходячи з джерел виникнення ризиків, при аналізі і управлінні представляється необхідним поділ роботи з фінансовими ризиками страхових компаній на два напрямки:

1. Страхування фінансових ризиків клієнтів;
2. Управління власними фінансовими ризиками.

1. Аналіз ринку страхових послуг дозволяє виділити наступні програми, які зараз пропонуються страховими компаніями по страхуванню фінансових ризиків підприємств-клієнтів:

- 1) комплексне страхування фінансових інститутів;
- 2) страхування лізингових операцій;
- 3) страхування експортно-імпортних кредитів;
- 4) страхування емітентів банківських карт;
- 5) страхування збитків від перерв у виробництві;
- 6) страхування збитків при угодах із нерухомістю;
- 7) страхування товарних кредитів із відстрочкою платежу;
- 8) страхування врожаю сільськогосподарських культур і фінансового ризику кредитора сільськогосподарського виробника.

1). Програма комплексного страхування фінансових інститутів являється зовсім новою для українського ринку і пропонує страхування комерційних банків, небанківських кредитних організацій і учасників ринку цінних паперів, причому основи цієї програми розроблені на Заході, але українським страховим компаніям удалося адаптувати їх до національних умов і знайти формулювання умов страхування.

Програма дозволяє забезпечити страховий захист фінансового інституту як суб'єкта господарювання з усіма фінансовими потоками і включає:

- відшкодування матеріального збитку, заподіяного фінансовому інституту внаслідок дій персоналу;
- покриття збитків, понесених фінансовою установою в результаті втрати майна, яке знаходиться в приміщеннях;
- страхування на випадок загибелі, розкрадання або ушкодження коштовного майна, компенсацію збитків, понесених банком при операціях по підроблених документах;
- покриття збитків організації у випадку загибелі, втрати або ушкодження готівки та інших цінностей при транспортуванні, у тому числі втрати або ушкодженні фінансових документів;
- відшкодування збитків, понесених банком при прийнятті валюти, яка згодом була визнана фальшивою і т.п..

2). У зв'язку з тим, що в умовах економічного росту проблема відновлення основних фондів стає усе більш актуальною для вітчизняних виробників, страхування є одним із можливих засобів зменшення можливих майнових втрат учасників лізингової угоди.

Страховими компаніями пропонується наступна структура страхового захисту лізингової діяльності:

- страхування майна, переданого в лізинг, на випадок його загибелі (втрати) або ушкодження;

- страхування фінансового ризику банку, що видав кредит для ведення лізингової діяльності, на випадок недотримання умов і термінів виконання фінансових зобов'язань за кредитним договором між банком і лізингодавцем;
- страхування фінансового ризику лізингодавця, на випадок недотримання умов і термінів виконання фінансових зобов'язань лізингоотримувачем за договором лізингу;
- страхування фінансового ризику лізингоотримувача, на випадок невиконання зобов'язань по договору лізинга, а саме неповернення страхувальникові авансових платежів.

3). Структура страхового захисту майнових інтересів підприємств - експортерів і імпортерів при постачаннях із відстрочкою платежу передбачає:

- страхування фінансового ризику експортера на випадок недотримання імпортером умов і термінів виконання фінансових зобов'язань за контрактом;
- страхування вантажоперевезень, на випадок втрати, загибелі чи ушкодження вантажу, що відбулося з будь-якої випадкової причини;
- страхування майна, поставленого за контрактом, на випадок його загибелі (втрати) або ушкодження.

4). В даний час банки активно впроваджують на ринку кредитні і розрахункові карти, що неминуче призводить до виникнення певних ризиків. У зв'язку з цим страхові компанії пропонують наступні види страхування:

- страхування на випадок непогашення кредиту в термін і з відсотками або перевитрати коштів, які знаходяться на рахунку клієнта (овердрафт);
- страхування на випадок шахрайських дій третіх осіб стосовно пластикових карток.

5). Страхові компанії захищають майнові інтереси своїх клієнтів-підприємств, пов'язані з втратою прибутку і неминучими виробничими витратами через можливе припинення їхньої діяльності у результаті загибелі або ушкодження їх майна по незалежним від них причинам.

По даній програмі пропонується компенсація наступних збитків:

- неодержаний прибуток, тобто прибуток, який підприємство одержало би, якби не відбулася перерва в діяльності;
- постійні витрати підприємства, які не змінилися внаслідок зупинки виробництва (комунальні платежі, витрати на заробітну плату, відсотки по кредитах).

б). Покупка нерухомості - один із вдалих засобів вкладення капіталу, однак при інвестуванні в будівництво нерухомості, існують причини, деякі з них розглянуті раніше, за яких об'єкт не буде побудований або права власності неможливо буде оформити. Щоб захистити клієнтів від подібних збитків, страхові компанії пропонують програми страхування ризиків, пов'язаних із придбанням нерухомого майна й участю в інвестуванні будівництва.

Поліс страхування фінансових ризиків захищає інвестора від ризику неповернення внесених коштів за умови відсутності реєстрації його права власності на об'єкт нерухомості, у тому числі у випадку банкрутства або ліквідації контрагента страхувальника; навмисних дій боржника.

Страхові компанії пропонують страхове покриття на випадок, якщо:

- будівництво будинку затягується на певний термін по об'єктивним причинам;
- побудований будинок не придатний для проживання;
- після будівництва будинку може з'ясуватися, що на те саме житло претендують кілька осіб;
- боржник збанкрутував;
- виникли інші непередбачені обставини, які можуть перешкодити страхувальникові стати власником житла.

7). Тверда конкуренція на ринках збуту змушує підприємства надавати пільгові умови при оплаті товарів із метою залучення нових клієнтів і утримання старих. Використання таких методів розрахунку, як передоплата, акредитив або банківська гарантія, стають все більш незручними для покупців. Розширення збуту в першу чергу визначається можливістю надання товарного кредиту. Захоплення нових ринків завжди зумовлює підвищення ризику неплатежу з боку покупців.

Для захисту товаровиробників, а також постачальників продукції, які поставляють товари великим оптовим, середньооптовим і дрібнооптовим організаціям на умовах товарного кредиту, страхові компанії розробляють продукт, який дозволяє страхувати товарний кредит.

Укладання договору страхування в рамках пропонованого страхового продукту дозволить постачальникові:

- уникнути фінансових втрат, пов'язаних із несплатою поставлених товарів;
- надати акціонерам додаткову фінансову гарантію відшкодування збитку;
- заощадити гроші і час на судові процеси у випадку неплатежу покупця;
- зробити свій товар більш привабливим для покупця в порівнянні з аналогічними товарами, пропонованими іншими продавцями, і за рахунок цього збільшити обсяг продаж;
- збільшити ліквідність підприємства.

8). Для повноцінного розвитку агропромислового комплексу в Україні зараз потребує всебічної підтримки, у тому числі і страхової. Серед безлічі причин, що гальмують розвиток ринку сільськогосподарського страхування в Україні, фахівці виділяють відсутність недорогих страхових продуктів, здатних задовольнити потреби аграріїв. До сьогоднішнього часу продажі компаній, які працюють на ринку сільськогосподарського страхування, обмежувалися дешевими полісами з мінімальним набором ризиків, що користувалися попитом у сільськогосподарських виробників, які бажають отримати банківський кредит.

У зв'язку з цим страхові компанії розробили комплекс нових страхових продуктів, який дозволяє забезпечити страховим захистом врожаї сільськогосподарських культур і фінансовий ризик кредитора сільгоспвиробника.

2. Управління власними фінансовими ризиками страхової компанії вимагає ефективної взаємодії всіх служб і підрозділів. При управлінні власними фінансовими ризиками, пріоритетними являються наступні напрямки діяльності страхової компанії:

- інвестиційна діяльність, яка піддається впливу кредитного і відсоткового ризику;

- підтримка ліквідності і фінансової стійкості, яка піддається впливу ризику втрати ліквідності;
- ведення обліку та звітності, а також політика у відношенні розрахунків і персоналу, пов'язані з впливом операційного ризику та інші.

Найбільш важливим ризиком страхової компанії являється саме операційний ризик - ризик, пов'язаний з діями персоналу і ризик, прийнятий по договорах страхування. Останні, на думку Уткіна Є. А., являються "самою великою і найбільш пріоритетною ризиковою групою для страхової компанії" [185].

На діяльність страхової компанії впливають також кредитні і відсоткові ризики, пов'язані з обслуговуванням договорів, оскільки, одержуючи від страхувальників кошти, компаніям необхідно їх вкладати, значна частка ресурсів розміщується на ринку цінних паперів.

Одним із методів, який широко застосовується страховими компаніями при управлінні власними фінансовими ризиками, являється перестраховання фінансових ризиків у закордонних компаній. Як показує практика, більшість операцій по перестрахованню ризиків українські страховики проводять із компаніями Прибалтики, Молдови та Росії. На ці країни припадає більше 85% всіх операцій перестраховання.

Таким чином, при аналізі фінансових ризиків страхової компанії необхідно враховувати складний характер прояву і впливу ризиків практично всіх напрямків діяльності.

На підставі викладеного можна зробити висновок, що фінансові ризики істотно впливають на діяльність підприємств різних секторів економіки і тісно пов'язані між собою – банківські ризики залежать від результатів роботи підприємств; ризики страхових компаній залежать від ефективності вкладень у цінні папери, надійності обслуговуючого банку, професіоналізму керівництва підприємств, тощо.

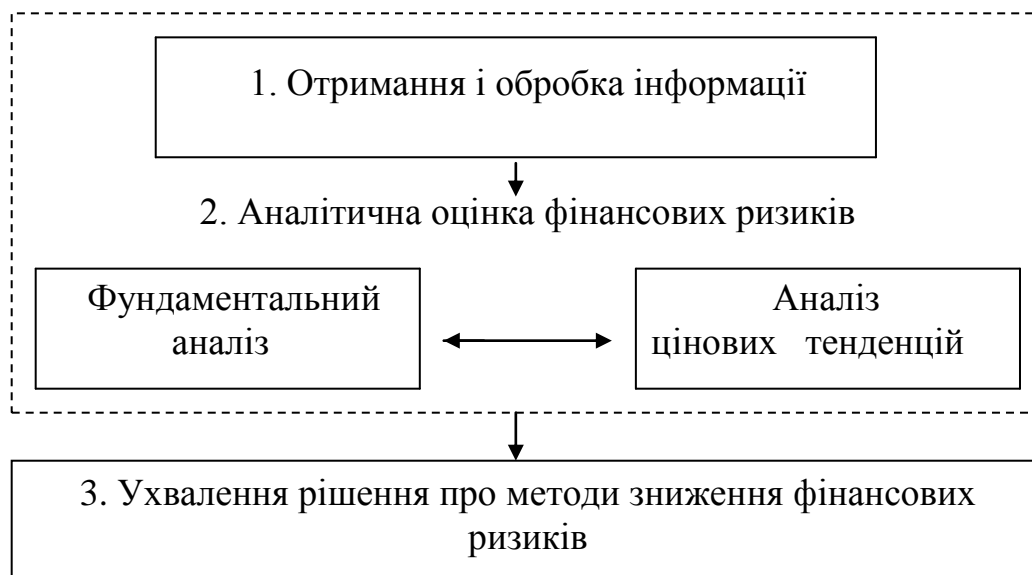
Урахування операційних ризиків у діяльності підприємств відіграє меншу роль у порівнянні зі страховими компаніями і комерційними банками. Прямо операційні ризики підприємств не впливають на ризики інших сфер бізнесу.

Пріоритетною для підприємств являється мінімізація цінових ризиків, у той же час ці ризики формують основу операційних ризиків страхової компанії, оскільки підприємства прагнуть зняти із себе ризики, перекладаючи їх на страхувальників.

Кредитні ризики впливають, насамперед, на комерційні банки у зв'язку зі специфікою їхньої діяльності, як кредитних організацій. На діяльність підприємств вплив кредитних ризиків менш значний, що пояснюється низькою кредитоспроможністю підприємств і нерозвиненістю фондового ринку. Вплив валютного, відсоткового ризику підприємство, якщо воно активно не займається діяльністю на ринку цінних паперів чи зовнішньоторговельною діяльністю, практично не відчуває, на відміну від інших суб'єктів бізнесу - страхових компаній і комерційних банків. Тому, здійснюючи оцінку і управління фінансовими ризиками, необхідно враховувати особливості та специфіку діяльності підприємств.

2.2. Модель комплексної оцінки і управління фінансовими ризиками підприємства

Як було відзначено раніше, найбільш важливими і складними з погляду оцінки і управління є фінансові ризики, специфічною особливістю яких являється складна структура і тісний взаємозв'язок. З урахуванням зроблених висновків щодо специфіки фінансових ризиків, які впливають на діяльність підприємств різних галузей економіки, а також комплексного характеру розробляемого в монографії механізму оцінки і управління фінансовими ризиками, автор вважає за необхідне в основу моделі комплексної оцінки і управління фінансовими ризиками підприємств закласти алгоритм, приведений на малюнку 2.2.



Мал. 2.2. Схема комплексної оцінки і управління фінансовими ризиками підприємств

У загальному виді модель являє собою процедуру обробки характеристик змінення товарного і фінансового ринків, застосування якої дозволяє прийняти управлінське рішення, яке враховує наступні тенденції розвитку ринку:

- ринок розвивається в сприятливому для підприємства напрямку;
- ринок змінює напрямок розвитку зі сприятливого на несприятливий;
- ринок розвивається в несприятливому напрямку;
- ринок змінює напрямок розвитку з несприятливого на сприятливий.

Зупинимося більш докладно на кожному етапі моделі.

1. Етап одержання і обробки інформації являється важливою складовою механізму оцінки і управління фінансовими ризиками, хоча більшість вітчизняних і зарубіжних дослідників не приділяють належної уваги оцінці якості інформації, за допомогою якої вони аналізують та оцінюють ризики.

Однією з основних проблем, які стоять на шляху правильної оцінки фінансових ризиків на рівні всього підприємства - узгодження і поліпшення первинних даних - як ринкових, так і даних, які лежать в основі портфеля підприємства.

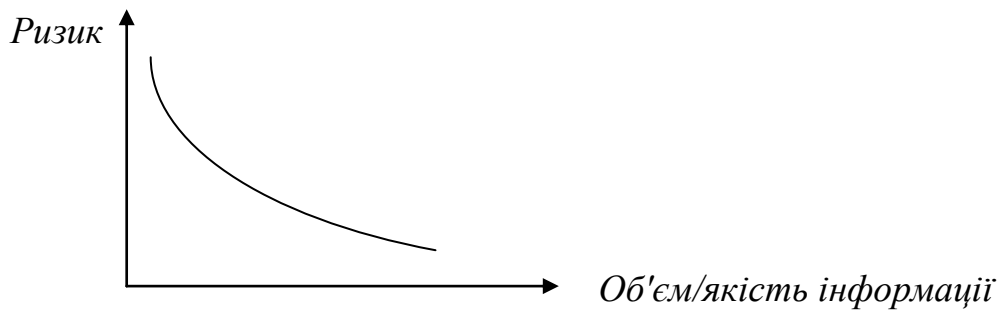
Автор згоден, що параметри, які характеризують якість інформації, повинні задовольняти наступним вимогам [159]:

- вірогідність (коректність) інформації - міра наближеності інформації до першоджерела або точність передачі інформації;
- об'єктивність інформації - міра відображення інформацією реальності;
- однозначність;
- порядок інформації - кількість передатних ланок між першоджерелом і кінцевим користувачем;
- повнота інформації - відображення вичерпного характеру відповідності отриманих даних цілям збору;
- релевантність - ступень наближеності інформації до суті питання чи ступень відповідності поставленій задачі;
- актуальність інформації (значимість) - важливість інформації для оцінки ризику;
- вартість інформації.

Установимо взаємозв'язок між ризиком і якістю інформації, за допомогою якої оцінюється ризик, виходячи з припущення, що ймовірність ухвалення рішення, яке призводить до втрати прибутку, залежить від якості та обсягу використаної інформації.

Це припущення будується на неокласичній теорії ризику, відповідно до якої при наявності декількох варіантів ухвалення рішення (при рівній прибутковості)

вибирається рішення, при якому ймовірність ризику найменша. Якщо припустити, що при наявності декількох варіантів з однаковим прибутком вибирається рішення, яке базується на більш якійсній інформації, то можна припустити, що існує зв'язок між ризиком і інформацією. Тоді можлива залежність ймовірності ризику ухвалення неякісного рішення від об'єму/якості інформації буде мати такий вигляд (див. мал. 2.3.).



Мал. 2.3. Залежність ризику від інформації.

Таким чином, більша ймовірність виникнення ризику відповідає мінімумові неякісної інформації [98].

При обробці інформації з метою подальшої оцінки і управління ризиком, основними труднощами варто вважати те, що одна і та сама інформація, яка відображає процеси розвитку і виникнення різних ризикових ситуацій, їхній зв'язок із виробничими і фінансовими процесами, дає різний результат при розгляді з різних точок простору і часу, тому що інформація динамічна і взаємозалежна по рівням та видам.

Сучасний рівень розвитку наукових знань в області обробки інформації, нажаль, не дозволяє однозначно, чисельними методами охарактеризувати якість наявної інформації. Усі існуючі методи такої оцінки являються суб'єктивними, відносними й обмеженими вимогами поточного моменту [26].

Процес оцінки і управління фінансовими ризиками, як і всякий процес управління, пов'язаний з процедурою ухвалення рішення, тому необхідними умовами своєчасної і адекватної реакції суб'єкта управління на зміни в об'єкті являються:

- наявність у підприємства обсягів заздалегідь запасеної та систематизованої інформації, яка найбільш повно характеризує об'єкт управління і його навколишнє середовище;

- можливість коректування інформації у створених базах даних;
- забезпечення суб'єкта управління необхідними технологіями обробки інформації, тобто наявність варіантів збору, збереження і пошуку необхідної інформації.

Для оцінки якості і повноти юридичної (статутні документи, ліцензії), фінансової (баланси, річні звіти, рейтинги), маркетингової (звіти, PR і рекламні матеріали), оперативної (новини з ринків) інформації, яка обробляється з метою подальшого використання при оцінці і управлінні ризиками, автор пропонує використовувати таблицю, представлену на малюнку 2.4., яка дозволяє наглядно проаналізувати будь-яку інформацію про ризики.

НАЙМЕНУВАННЯ МОЖЛИВОГО ФІНАНСОВОГО РИЗИКУ				
Характеристика критерію	Джерела і методи одержання інформації			
	Документована інформація	Преса і друковані видання	Даних партнерів і експертів	Агентурні методи
1. Об'єктивність інформації				
2. Однозначність				
3. Порядок інформації				
4. Повнота інформації				
5. Релевантність				
6. Актуальність інформації				
Кількісна оцінка якості як середнє арифметичне значення по кожному джерелу				
Загальна кількісна оцінка як середнє арифметичне значення				

Мал. 2.4. Зразок таблиці, за допомогою якої оцінюється інформація

У відповідності до алгоритму розрахунків, якість і об'єм інформації оцінюється координатором управління ризиками по дев'ятибальній шкалі і підсумком аналізу буде єдине оптимальне значення, яке розраховується як середнє арифметичне за всіма критеріями, джерелами і методами в цілому.

Джерела і методи одержання інформації можна охарактеризувати так:

- документована інформація - найбільш дорогий вид одержання інформації;
- преса і друковані видання - традиційно найбільш місткий і поширений метод одержання інформації;
- дані партнерів і експертів – з метою спрощення обробки координатором отриманої інформації, автор пропонує використовувати опитувальний лист, представлений на малюнку 2.5., який дозволяє одержувати об'єктивну і достовірну інформацію в поточний момент часу;

Форма 1
ОПИТУВАЛЬНИЙ ЛИСТ (партнерів и експертів)

(найменування підприємства, установи, організації)
Партнер / Експерт

Місце роботи: _____
Посада: _____
Найменування ризику : _____
Джерело ризику: _____
Ймовірність виникнення ризику (Вв):
<input type="checkbox"/> Слабоймовірний (1 балл) <input type="checkbox"/> Ймовірний (2 бали) <input type="checkbox"/> Практично ймовірний (3 бали)
Ймовірність втрат (Вп):
<input type="checkbox"/> Низька (1 балл) <input type="checkbox"/> Середня (2 бали) <input type="checkbox"/> Велика (3)
Рівень ризику : _____ (бали)
Р = Вв x Вп
Дата _____ Підпис _____

Мал. 2.5. Зразок бланка опитувального листа

- агентурні методи – платне систематичне виконання завдань по зборі інформації в інтересах підприємства, досить рідко використовується з метою управління фінансовими ризиками.

На підставі вищевикладеного, представляється можливим звести одержання і обробку інформації на підприємстві до організації системи збору, аналізу й обміну даних, враховуючі потенційно можливі обсяги інформації. Причому ця система повинна бути реалізована на основі сучасних інформаційних технологій, зокрема, із застосуванням комп'ютерних мереж і передового програмного забезпечення в області створення баз даних із максимально орієнтованим на користувача інтерфейсом.

2. В основі другого етапу моделі лежить комплексна оцінка фінансових ризиків, причому автор пропонує при оцінці поєднувати два основних підходи: фундаментальний аналіз та оцінку цінових тенденцій, які містять у собі риси якісного та кількісного аналізу.

Якісний аналіз дозволяє визначити фактори і потенційні області фінансового ризику, виявити його можливі різновиди. Кількісний аналіз спрямований на те, щоб кількісно виразити ризики, провести їхній аналіз і порівняння. При кількісному аналізі фінансового ризику використовуються наступні найбільш розповсюджені методи:

- статистичний метод - полягає в тім, що вивчається статистика за певний час, за допомогою основних інструментів (варіації, дисперсії й ін.) розраховується величина, частковість одержання тих або інших економічних результатів;

- аналіз доцільності витрат - орієнтований на ідентифікацію потенційних зон ризику з урахуванням показників фінансової стійкості підприємства, у цьому випадку найбільш часто застосовуються стандартні прийоми фінансового аналізу;

- метод експертних оцінок реалізується шляхом обробки точок зору досвідчених підприємців і фахівців; відрізняється від статистичного лише методом збору інформації;

- аналітичні методи найбільш складні, оскільки в їхній основі лежать елементи теорії ігор, які доступні тільки фахівцям;

- метод аналогій використовується при аналізі ризику нового проекту, і припускає дослідження даних про наслідки впливу несприятливих факторів фінансових ризиків на інші аналогічні проекти конкуруючих підприємств.

Автор вважає, що в запропонованій моделі найбільш доцільно використовувати статистичні методи аналізу, приймаючи до уваги специфічні особливості запропонованої моделі:

- при зборі і обробці інформації вже враховуються точки зору експертів;
- оцінка фінансових ризиків здійснюється, насамперед, на макрорівні;
- для обробки інформації про тенденції ринку застосовується найбільш просте і доступне програмне забезпечення.

Таким чином, в рамках запропонованої моделі фундаментальний аналіз оцінює повідомлення про фінансові та інші події, які можуть вплинути і на стан галузі економіки, в якій функціонує підприємство, і на діяльність самого підприємства. Фундаментальний аналіз включає аналіз першого і другого рівнів. Перший рівень досліджує загальну економічну ситуацію і вплив її можливої зміни на підприємство. Як показало проведене автором у параграфі 1.1. дослідження, фундаментальні макроекономічні ризикостворюючі фактори першого рівня у значній мірі впливають на ціни на сировинних ринках і ринках сільськогосподарських товарів, також на динаміку валютного курсу і відсоткові ставки. При високій волатильності цих показників істотно зростають фінансові ризики підприємств, які займаються зовнішньоторговельними операціями, так само як і фінансовані (при участі іноземних інвесторів і/або з використанням механізму «плаваючої» відсоткової ставки).

З урахуванням зазначених обставин автор вважає доцільним при оцінці фінансових ризиків проводити фундаментальний аналіз внутрішнього ринку з метою визначення сприятливості умов, в яких функціонують підприємства і ступеня впливу фундаментальних факторів на діяльність підприємства. Виявлення факторів, які визначають економічну ситуацію в цілому і безпосередньо відображаються на ринку, дозволяє визначити загальні умови, на фоні яких функціонує підприємство, і робити прогнози щодо перспектив їхньої зміни. Оскільки макроекономічна обстановка являється предметом постійної уваги широкого кола аналітиків та органів державної влади, при проведенні фундаментального аналізу існує можливість, а іноді доцільно, використовувати

наробітки і висновки, які вже зробили ведучі вітчизняні та зарубіжні експерти в даній області. Незважаючи на те що загальноекономічна ситуація у цілому відображає стан у більшості сфер господарства, проте кожна з цих сфер відчуває вплив не тільки загальних, але і часткових (внутрішніх) закономірностей, отже, висновки, зроблені на макрорівні, потрібно конкретизувати і коректувати - це дозволяє здійснювати аналіз другого рівня - окремих сфер ринку.

В ході галузевого аналізу повинно проводитися зіставлення показників, які відображають динаміку виробництва, обсяги реалізації, розмір товарно-сировинних запасів і ресурсного забезпечення, рівень цін і заробітної плати, прибутку, нагромаджень як у розрізі галузей, так і в порівнянні з аналогічними показниками в цілому по національному господарству [45, 198]. Результатом проведеного на всіх рівнях фундаментального аналізу являються узагальнена характеристика умов, в яких функціонує підприємство і фінансових ризиків, які істотно впливають на його роботу.

Більш детальний аналіз здійснюється із застосуванням методів аналізу динаміки цін виробленої продукції, цінних паперів, валют із метою виявлення і прогнозування існуючих тенденцій на відповідних ринках.

Незважаючи на те що вивчення цінових тенденцій можна виділити як самостійний напрямок аналізу, доцільно його комплексне використання в тісному взаємозв'язку з фундаментальним аналізом. Так, відхилення, зафіксовані на графіках, обумовлюють необхідність більш ретельного аналізу загальноекономічної ситуації. Аналіз цінових тенденцій дозволяє виділити визначені зміни цін і обсягів операцій на товарних і фінансових ринках. Прогнозування цін покликано показати, в яку сторону буде рухатися ринок надалі. Цей аналіз являється найважливішим етапом, який здійснюється перед ухваленням рішення про застосування тих або інших механізмів зниження фінансових ризиків.

Різні аналітичні методики вимагають представлення різних видів вихідних даних. Так, одні методи, результатом застосування яких являється розрахунок коефіцієнтів, не припускають наявності яких-небудь специфічних вимог при побудові графіка. Інші ж методи, які вимагають побудови яких-небудь мінливих у

часі індикаторів, навпаки, дуже чуттєві до правильності оформлення, у зв'язку з тим, що існує велика ймовірність помилок при інтерпретації результатів аналізу.

Як показує теоретичні та практичні дослідження, при аналізі цінових тенденцій зручною і предметною формою їхнього представлення являється графік. Необхідно відзначити, що при відображенні на графіку інформації про стан ринку найбільш повно дані відображаються за допомогою таких компонентів, як: графік зміни ціни товару (валютного курсу, відсоткової ставки), обсягу торгівлі чи об'єму вкладень.

Крім найпростіших методів побудови графіків, в даний час розроблена і функціонує велика кількість інформаційних систем, більшість із яких працюють у режимі реального часу і мають вбудовані функції автоматичної побудови графіків по мірі надходження даних. В нашій країні широко застосовується аналітичний пакет MetaStock 7.0 Professional for Windows, який дозволяє за допомогою діаграм аналізувати поточну ситуацію на внутрішньому і міжнародному біржових ринках.

З метою конкретизації характеристик різних видів графічних зображень даних, приведемо таблицю 2.7., яка характеризує області найбільш ефективного застосування чотирьох типів графіків на прикладі зміни цін [179].

Таблиця 2.7.

Характеристики різних видів графіків руху ціни

Тип графіка	Лінійний Line	Гістограма Bar	Хрестики- нулики Point & Figure	Японські свічі Candlesticks
1. Вихідні дані для побудови	Будь-які однорідні ціни (відкриття, закриття, середня за період)	Ціна відкриття, закриття, мінімум і максимум за певний період	Будь-які однорідні ціни (відкриття, закриття, середня за період)	Ціна відкриття, закриття, мінімум і максимум за певний період
2. Ось абсцис (одиничний відрізок)	Час (хвилини, годинник, дні, місяці, роки)	Час (хвилини, годинник, дні, місяці, роки)	Немає	Час (хвилини, годинник, дні, місяці, роки)
3. Ось ординат (шкала ціни)	Арифметична чи логарифмічна	Арифметична чи логарифмічна	Арифметична	Арифметична чи логарифмічна
4. Складовий елемент	Крапка	Вертикальний стовпець із	Хрестик чи нулик	Свіча (вертикальний

графіка		відзначеними цінами відкриття і закриття		стовпець із зафарбованим діапазоном відкриття – закриття)
5. Область найбільш ефективного застосування	Прогнозування в умовах неповної інформації	Прогнозування цінових рівнів і цілей руху	Фіксація поворотних рухів	Прогнозування ринків із явно вираженою сесійною торгівлею (наприклад, товарних)

З огляду на ту обставину, що ринкові тенденції знаходять різне відображення на різних типах графіків, із метою одержання повної і різнобічної інформації про стан аналізованого ринку, автор вважає доцільним використання декількох видів графічного зображення оброблюваної інформації. Висока залежність результатів діяльності від динаміки визначає значимість аналізу тенденцій, базові принципи якого універсальні і можуть застосовуватися при прогнозуванні на будь-яких товарних і фінансових ринках.

З урахуванням високого ступеня невизначеності, властивого фінансовим ризикам, автор вважає за необхідне одночасне використання розглянутих прийомів із метою одержання підтверджень зробленим висновкам і з метою мінімізації ймовірності помилок. При цьому першорядне значення має раціональне використання отриманої інформації, спрямованої на забезпечення алгоритмів своєчасного прийняття управлінських рішень на підприємстві.

Перевірка можливості використання на підприємстві механізму комплексної аналітичної оцінки фінансових ризиків з урахуванням цінових тенденцій при ідентифікації ринкової ситуації буде проведена автором у параграфі 3.2.

3. Етап ухвалення рішення про методи зниження фінансового ризику являється одним із найскладніших і одночасно дуже важливим етапом із погляду забезпечення стабільного функціонування підприємства. Ефективність управління фінансовими ризиками багато в чому залежить від правильної організації процесу управління і від правильного вибору методів захисту від фінансових ризиків, деякі

являються новими і перспективними для українських підприємств. В цьому зв'язку автор вважає за необхідне зробити більш детальний аналіз методів управління в наступних розділах монографії.

2.3. Аналітична оцінка методів управління фінансовими ризиками

Враховуючи те, що для забезпечення ефективного функціонування підприємства потрібна правильна організація процесу управління, із метою визначення оптимальних механізмів управління фінансовими ризиками на підприємствах, необхідно дати загальну характеристику методам захисту від ризиків. Аналіз існуючих підходів до управління ризиками показав, що погляди багатьох зарубіжних і вітчизняних дослідників близькі [23, 52, 66, 99, 116, 121]. Проте, існуючий інструментарій управління фінансовими ризиками досить різноманітний. Це пов'язано з тим, що кожен із методів має свої границі й область застосування, а ефективність використання того чи іншого інструмента багато в чому залежить від умов і специфіки діяльності підприємств. У цьому зв'язку доцільно класифікувати методи, які найбільш характерні специфіці фінансових ризиків підприємств монетарного та реального секторів економіки. В загальному виді основні методи можна умовно поділити управління фінансовими ризиками підприємств на дві групи: активні і пасивні. Активним методом управління фінансовими ризиками автор вважає хеджування, яке базується на постійному аналізі ринкової ситуації і характеризуються постійним утручанням із боку суб'єкта управління. Пасивні методи характеризуються нечастим утручанням суб'єкта управління.

Різниця у складі інструментів управління, які відповідають цим двом групам, обумовлені різною природою керованих фінансових ризиків, принципово важливою обставиною при цьому являється швидкість зміни факторів фінансового ризику, а також складність управління.

- Пасивні:
 1. Диверсифікація;
 2. Лімітування;
 3. Резервування (самострахування);
 4. Страхування;
 5. Інші методи внутрішньої нейтралізації;

- Активний - хеджування.

Як свідчить зарубіжна практика, застосування активного методу захисту від фінансових ризиків забезпечує більш високі результати в порівнянні з пасивними (активний метод управління ризиками буде детально розглянутий у параграфі 3.1.). Разом із тим його широке застосування припускає наявність стабільних фінансових ринків, розвиненістю яких Україна не характеризується. Тому на сучасному етапі розвитку національної економіки, підприємства частіше використовують пасивні методи, хоча, беручи до уваги позитивні тенденції розвитку українських фінансових ринків, значення активного методу в найближчій перспективі може істотно зрости.

З урахуванням вищевикладених обставин необхідно в першу чергу деталізувати пасивні інструменти управління фінансовими ризиками, які, незважаючи на меншу ефективність в порівнянні з активним, використовуються й можуть успішно використовуватися надалі на підприємствах без істотних обмежень. Основним критерієм при реалізації системи управління фінансовими ризиками являється максимальна ефективність при досягненні високого рівня захищеності підприємства, тому першочерговою задачею управління являється обмеження ризику на припустимому рівні. Вона може бути вирішена шляхом реалізації одного пасивного методу, заснованого на разовому захисному прийомі, цілком або частково регулюючому деякий ризикостворюючий фактор (типовим прикладом може служити страхування) [179]. Однак разовий підхід часто не забезпечує досить ефективного захисту підприємства, у цьому зв'язку одним із рішень даного питання являється комплексне використання ряду захисних методів. Існування можливості комплексного використання пасивних методів управління фінансовими ризиками, обумовило необхідність проведення відповідного аналізу з метою виявлення тих основних методів, до яких можна застосувати подібний підхід.

Найбільш обгрунтованим і найменш капіталомістким методом зниження фінансового ризику автор вважає **диверсифікацію**. Цей метод дозволяє мінімізувати, насамперед, портфельні фінансові ризики і являє собою процес

розподілу вкладень між різними видами, не пов'язаними між собою.

Основними формами диверсифікації фінансових ризиків організацій *монетарного сектора* являються такі напрямки, як диверсифікація кредитного портфеля і портфеля цінних паперів.

1. Диверсифікацію кредитного портфеля автор пропонує розглянути на прикладі діяльності комерційних банків, тому що кредитна діяльність являється пріоритетною для цих фінансових інститутів. Диверсифікація кредитного портфеля складається в розподілі портфеля кредитів серед широкого кола позичальників, які відрізняються один від одного як за характеристиками (розмір капіталу, форма власності), так і за умовами діяльності (галузь економіки, географічний регіон). На практиці розрізняють кілька видів диверсифікації - галузева, географічна і портфельна.

Галузева диверсифікація припускає розподіл кредитів між клієнтами, які функціонують у різних галузях економіки. Для зниження загального ризику портфеля вирішальне значення має вибір галузей, який повинен ґрунтуватися на результатах статистичних досліджень. Найвищий ефект досягається у випадку вибору позичальників, які працюють в галузях із протилежними фазами коливань ділового циклу. За допомогою кореляційного аналізу визначаються ті галузі, в яких результати діяльності різною мірою залежать від загального стану економіки, що допомагає стабілізувати доходи банку і істотно знизити ризик.

Географічна диверсифікація складається в розподілі кредитних ресурсів між позичальниками, які знаходяться в різних регіонах, географічних територіях, країнах із різними економічними умовами. Географічна диверсифікація, як метод зниження кредитного ризику, доступна лише великим банкам, які мають мережу філій і відділень на значній території. Це допомагає нівелювати вплив кліматичних, політичних і економічних умов, які впливають на кредитоспроможність позичальників. Невеликі банки застосовують метод географічної диверсифікації здебільшого в процесі формування портфеля цінних паперів, що дозволяє знизити загальний ризик банку [150].

Зокрема, до областей з дуже високим рівнем банківського ризику належать недостатньо економічно розвинені області України — Тернопільська, Івано-Франківська, Миколаївська і Хмельницька. І навпаки, регіонами зі сприятливим банківським кліматом являються індустріально розвинені області — Донецька, Дніпропетровська, Запорізька, Харківська і, особливо, Київська.

Аналізуючи процеси територіальної диверсифікації кредитного портфеля банку, відмітимо, що в змістовному аспекті вони відображають дію двох факторів:

- 1) кількість регіонів чи філій у регіонах;
- 2) сприятливість регіонів для здійснення банківської діяльності.

Портфельна диверсифікація означає розосередження кредитів між різними категоріями позичальників - великими і середніми компаніями, підприємствами малого бізнесу, фізичними особами, урядовими і громадськими організаціями, домашніми господарствами. Кредити, надані у сфері малого бізнесу, часто супроводжуються підвищеним рівнем ризику, хоча і мають вищий рівень прибутковості. Такі позичальники часто обмежені у виборі кредитора, тому банк може диктувати власні умови кредитної угоди. Якщо позичальником являється велика компанія, то кредитний ризик оцінюється як незначний, але і прибутковість такого кредиту невелика.

Іноді банк дає кредит відомій у світі компанії під відсотки, які не приносять йому доходів, але проведення подібних операцій сприяє зростанню популярності і рейтингу банку. Невеликі провінційні банки не можуть широко застосовувати метод портфельної диверсифікованості, який призводить до підвищення ризикованості їх кредитних портфелів. Такі портфелі сформовані, насамперед, за рахунок надання кредитів підприємствам малого бізнесу, а також споживчих кредитів, які характеризуються вищим рівнем прибутковості порівняно з середніми й великими банками. Портфельна диверсифікація допомагає збалансувати ризик і прибутковість кредитного портфеля банку [150].

Важливим для комерційного банку являється підтримання оптимальної структури кредитного портфеля. Відповідно до методики НБУ кредитний портфель банку складається зі стандартних кредитів, кредитів під контролем,

субстандартних, сумнівних і безнадійних. Досвід роботи багатьох банків свідчить, що оптимальним можна вважати кредитний портфель, в якому консолідована заборгованість за позичками розподілена так [23]:

- стандартні позички – 22%,
- під контролем – 38%,
- субстандартні – 30%,
- сумнівні – 5%,
- безнадійні – 5%.

2. Диверсифікація портфеля цінних паперів дозволяє знижувати рівень несистематичного ризику портфеля, не зменшуючи при цьому рівень його прибутковості і, у свою чергу, також поділяється на галузеву, регіональну і портфельну.

Портфель цінних паперів являється тим інструментом, за допомогою якого підприємство-інвестор забезпечує оптимальне для себе співвідношення прибутковості і ризику інвестицій. У зв'язку з тим, що всі цінні папери розрізняються за рівнем прибутковості і ризику, їх можливі поєднання в портфелі змінюють ці характеристики, а у випадку оптимального їх поєднання можна досягти значного зниження фінансових ризиків.

Зміна курсів цінних паперів на ринку відбувається не ізольовано один від одного, а охоплює весь ринок у цілому. Ризик портфеля багато в чому залежить від взаємозв'язку між змінами курсів окремих цінних паперів. При сильній кореляції між окремими курсами ризик за рахунок вкладень у різні цінні папери не можна ні зменшити, ні збільшити. Якщо ж курси акцій абсолютно не пов'язані між собою, то в ідеалі, ризик можна було б виключити цілком. Диверсифікація ризику досягається за рахунок розподілу вкладень як між активними сегментами, так і всередині них. Для державних облігацій і казначейських зобов'язань мова йде про диверсифікацію між цінними паперами різних серій, для корпоративних цінних паперів - між акціями різних емітентів різних галузей і регіонів. Наприклад, падіння цін на нафту на світовому ринку може призвести до одночасного падіння цін акцій усіх нафтопереробних підприємств, і те, що вкладення будуть

розподілені між різними підприємствами цієї галузі, не захистить від можливого фінансового ризику. Те ж саме відноситься до підприємств одного регіону: одночасне зниження цін акцій може відбутися внаслідок політичної нестабільності в регіоні, страйків.

Наприклад, донедавна українські банки, виходячи із зарубіжного досвіду, формували інвестиційний портфель приблизно в наступному співвідношенні: в загальній сумі цінних паперів близько 70% - державні цінні папери, близько 25% - муніципальні цінні папери і близько 5% - інші папери. Таким чином, запас ліквідних активів складає приблизно 1/3 портфеля, а інвестиції з метою одержання прибутку - 2/3. Як правило, така структура портфеля характерна для великого банку, дрібні ж банки у своєму портфелі мають 90% державних і муніципальних цінних паперів. Зараз прийнято вважати, що оптимальна величина диверсифікованого портфеля - від 8 до 20 різних видів цінних паперів.

У ході аналізу виявлено, що для підприємств *реального сектора* економіки диверсифікація складається, в першу чергу, у розподілі валютного і депозитного портфелів, а також у частковій передачі фінансових ризиків по окремих операціях партнерам, які володіють більш ефективними засобами внутрішнього захисту від фінансових ризиків.

Таким чином, найбільш широко можуть бути використані наступні напрямки розподілу фінансових ризиків:

1. Якщо підприємство займається зовнішньоекономічною діяльністю, диверсифікація його валютного портфеля може передбачати проведення розрахунків по зовнішньоекономічних операціях у декількох видах валют. У процесі цього напрямку диверсифікація забезпечує зниження фінансових втрат по валютному ризику підприємства;

2. Диверсифікація депозитного портфеля передбачає розміщення великих сум тимчасово вільних коштів на збереження в декількох банках, тому що умови розміщення грошових активів при цьому істотно не змінюються, цей напрямок диверсифікації забезпечує зниження рівня відсоткового ризику депозитного портфеля без зміни рівня його прибутковості;

3. Передача фінансових ризиків може здійснюватися:

а) між учасниками інвестиційного проекту: у процесі такого розподілу підприємство може здійснити передачу підрядчикам фінансових ризиків, пов'язаних із невиконанням календарного плану будівельно-монтажних робіт, низькою якістю цих робіт, розкраданням переданих їм будівельних матеріалів. Для підприємства, яке здійснює передачу таких ризиків, їхня нейтралізація полягає в переробці робіт за рахунок підрядчика, виплати їм сум неустойок і штрафів, і в інших формах відшкодування понесених втрат;

б) між підприємством і постачальниками сировини, матеріалів: такий розподіл складається у передачі ризиків, пов'язаних із втратою або псуванням активів у процесі їхнього транспортування і здійснення вантажно-розвантажних робіт. Форми такого розподілу ризиків регулюються відповідними міжнародними правилами;

в) між учасниками лізингової, факторингової чи форфейтингової операції. Так, при оперативному лізингу підприємство передає орендодавцеві ризик морального застаріння активу, ризик втрати технічної продуктивності і ряд інших видів ризиків, що передбачається контрактом. Об'єктом диверсифікації при факторингу (форфейтингу) являється, насамперед, кредитний ризик підприємства, який передається відповідному фінансовому інституту - комерційному банкові чи факторинговій компанії. Ця форма диверсифікації ризику досить дорога для підприємства, однак дозволяє істотно нейтралізувати негативні фінансові наслідки кредитного ризику.

Таким чином, диверсифікація характеризується системою, яка складається з багатьох джерел ризику, за рахунок цього підприємство несучи збитки по одному виду вкладень, отримує прибуток за рахунок іншого виду, що підвищує стійкість підприємства до змін у зовнішньому середовищі. Автор вважає, що диверсифікація може найбільш ефективно використовуватися в комплексі з такими методами, як лімітування, страхування, резервування.

Лімітування знижує ступінь фінансових ризиків за рахунок встановлення припустимого рівня певних сум витрат, вкладень, продажів, тобто за фінансовими операціями, які проводяться у зонах критичного і катастрофічного ризиків.

В банківській діяльності лімітування застосовується як метод управління кредитним ризиком і складається у встановленні максимально припустимих розмірів наданих позик. Завдяки встановленню лімітів кредитування банкам вдається уникнути критичних втрат внаслідок необдуманого концентрування будь-якого виду ризику, а також диверсифікувати кредитний портфель і забезпечити стабільні доходи. Ліміти можуть встановлюватися по видах кредитів, категоріях позичальників або групах взаємозалежних позичальників, по кредитах в окремій галузі, географічні території, по найбільш ризикованих напрямках кредитування, таких, як надання довгострокових позик, кредитування в іноземній валюті, тощо. Лімітування використовується для визначення повноважень кредитних працівників різних рангів щодо розмірів наданих позик. Кредитний ризик комерційного банку обмежується встановленням ліміту загального розміру кредитного портфеля, обмеження величини кредитних ресурсів філій.

Ліміти виражаються як в абсолютних розмірах (сума кредиту в грошовому вираженні), так і у відносних показниках (коефіцієнти, індекси, нормативи). За базу під час розрахунків нормативів можна брати обсяг капіталу банку, розмір кредитного портфеля, валюту балансу та інші показники. Наприклад, ліміт кредитування позичальників певної галузі може бути визначений як максимальний сукупний розмір коштів або як відношення суми кредитів у галузі до величини кредитного портфеля.

Перш ніж визначати ліміти кредитування, потрібно ідентифікувати основні сфери і фактори ризику. Для різних банків, окремих регіонів і країн ключові сфери ризику будуть відрізнятися. З огляду на виявлені особливості, керівництво банку встановлює ліміти кредитного портфеля. Лімітування як метод зниження кредитного ризику широко застосовується в практиці, як на рівні окремого комерційного банку, так і на рівні банківської системи в цілому. Менеджмент банку може визначати обмеження згідно з обраною кредитною політикою і з

урахуванням конкретної ситуації. Типовим прикладом лімітування на рівні комерційного банку може служити кредитна лінія, яка являється зобов'язанням банку перед позичальником надавати йому протягом певного терміну позички в межах узгодженої суми.

Лімітування на рівні банківської системи являє собою нормативи кредитного ризику, які встановлює Національний банк і які являються складовою економічних нормативів регулювання банківської діяльності. Органи банківського нагляду в багатьох країнах, і зокрема, в Україні, лімітуванням регулюють і контролюють діяльність комерційних банків. Прикладом може служити норматив НБУ «Максимальний розмір ризику на один позичальника» (Н8) та інші обмеження щодо кредитної діяльності банків.

Лімітування на підприємствах реального сектора економіки реалізується через систему внутрішніх фінансових нормативів і може включати:

1). Максимальний розмір позичкових коштів, які можуть використовуватися в господарській діяльності. Цей ліміт встановлюється роздільно для операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а в ряді випадків – і для окремих фінансових операцій (фінансування реального інвестиційного проекту, фінансування формування оборотних активів).

2). Мінімальний розмір активів у високоліквідній формі. Цей ліміт забезпечує формування так званої «ліквідної подушки», яка характеризує розмір резервування високоліквідних активів із метою майбутнього погашення невідкладних фінансових зобов'язань підприємства. У якості «ліквідної подушки», у першу чергу, виступають короткострокові фінансові вкладення підприємства, а також короткострокові форми його дебіторської заборгованості.

3). Максимальний розмір товарного (комерційного) або споживчого кредиту, наданого одному покупцеві. Розмір кредитного ліміту, спрямований на зниження концентрації кредитного ризику, встановлюється при формуванні політики надання товарного кредиту покупцям продукції.

4). Максимальний розмір депозитного внеску, який може розміщатися в одному банку.

5). Максимальний розмір вкладення коштів у цінні папери одного емітента. Ця форма лімітування спрямована на зниження концентрації несистематичного (специфічного) фінансового ризику при формуванні портфеля цінних паперів. Для ряду інституціональних інвесторів цей ліміт встановлюється у процесі державного регулювання їх, діяльності в системі обов'язкових нормативів.

6). Максимальний період відволікання коштів у дебіторську заборгованість. За рахунок цього фінансового нормативу забезпечується лімітування ризику неплатоспроможності, інфляційного ризику, а також кредитного ризику.

Лімітування концентрації фінансових ризиків являється одним із найбільш розповсюджених внутрішніх механізмів управління фінансовими ризиками, який реалізує фінансову ідеологію підприємства в частині прийняття цих ризиків і не потребує великих витрат [189].

Резервування (самострахування) являється обов'язковим прийомом для підприємств, комерційних банків і вимагає створення на підприємстві власних страхових резервів на покриття можливих непередбачених витрат або збитків, або завчасне створення складських запасів сировини в обсязі, необхідному для покриття відповідної потреби підприємства на досить тривалий період. Такий підхід, безсумнівно, забезпечує досягнення поставленої мети по зниженню фінансових ризиків, тому що підприємство протягом усього часу має джерело покриття додаткових витрат. Разом із тим, резервування приводить до відволікання значних коштів, що істотно збільшує навантаження на фінансові потоки підприємства.

Найчастіше резервування розглядається як разова дія, покликана зм'якшити наслідки можливої несприятливої події протягом усього строку функціонування підприємства. Слід зазначити, що резервування коштів особливо важливо для забезпечення стабільного функціонування комерційних банків, тому що їхня стабільна діяльність і надійність впливає на становище економіки країни і довіру населення до уряду.

Комерційні банки зобов'язані формувати резерви для відшкодування можливих збитків по позиках і на відшкодування можливих збитків від операцій з

цінними паперами, відповідно до затверджених НБУ положень. Наприклад, відповідно до "Положення про порядок формування і використання резерву для відшкодування можливих витрат по позиках комерційних банків" резерв регулюється щокварталу, в залежності від обсягів фактичної заборгованості і класифікаційної групи, до якої віднесена конкретна позика. Класифікаційна група визначається по оцінці фінансового стану позичальника і перспективам його розвитку. Це дає можливість віднести його до однієї з наступних категорій:

- клас "А" - фінансова діяльність дуже гарна і дає можливість погашати основну суму боргу та відсотки у встановлений термін;

- клас "Б" - фінансова діяльність гарна або дуже гарна, але немає можливості підтримувати її на цьому рівні протягом тривалого часу;

- клас "В" - фінансова діяльність задовільна, але спостерігається чітка тенденція до погіршення;

- клас "Г" - фінансова діяльність погана, і спостерігається чітка циклічність протягом коротких періодів часу;

- клас "Д" - фінансова діяльність свідчить про збитки, і очевидно, що ні основна сума позики, ні відсотки по ній не можуть бути сплачені.

Погашення позичальником кредитної заборгованості по основному боргу і по відсотках оцінюється як:

- "гарне", якщо заборгованість за позикою і відсотками оплачується у встановлений термін, а також якщо кредит пролонгований один раз терміном не більше чим на 30 днів;
- "слабке", якщо прострочена заборгованість за позикою і відсотками складає не більше чим 90 днів, а також по заборгованості з загальним терміном пролонгації від 30 до 90 днів;
- "недостатнє", якщо прострочена заборгованість по позиці і відсоткам складає понад 90 днів, а також по заборгованості по позиці з загальним терміном пролонгації більше чим 90 днів.

Стан оцінки кредитного портфеля банку представлений у таблиці 3.1.

Стан оцінки кредитного портфеля комерційного банку

Погашення заборгованості	гарне	слабке	недостатнє
фінансовий стан (клас)			
А	стандартні	під контролем	субстандартні
Б	під контролем	субстандартні	сумнівні
В	субстандартні	сумнівні	безнадійні
Г	сумнівні	безнадійні	безнадійні
Д	безнадійні	безнадійні	безнадійні

На підставі класифікації позик банк створює резерв по кожній групі позик у таких розмірах:

- стандартні - 2 %;
- під контролем - 5 %;
- субстандартні - 20 %;
- сумнівні - 50 %;
- безнадійні - 100 %.

При визначенні об'єму резерву сума заборгованості по групах позик зменшується на вартість гарантій і застави:

- гарантії уряду України;
- гарантії банків, зареєстрованих у країнах, віднесених НБУ до категорії "А";
- грошові внески і депозити позичальника, які розміщені в банку, який надає позики;
- на вартість майна, оформленого під заставу, і майнових прав позичальника, оцінених по ринковій вартості з урахуванням практичної складності реалізації заставленого майна [52].

Необхідно відзначити, що метод резервування коштів комерційними банками тісно пов'язаний з кредитними рейтингами, які також можна розглядати як засіб захисту від кредитного ризику. Зміст кредитного рейтингу полягає в оцінці кредитоспроможності позичальника з метою з'ясування ймовірності невиконання різного роду фінансових зобов'язань, а предметом аналізу являється

ймовірність неплатежу по фінансових зобов'язаннях, при цьому під неплатежем розуміється не тільки відмовлення, а і несвоєчасний платіж, або платіж не в повному обсязі.

Кредитний рейтинг відображає класифікацію дебіторів, контрагентів, емітентів цінних паперів або операцій з погляду їхньої надійності і залежить від попередньої історії погашення позичальником кредитів, отриманих у минулому, нинішнього фінансового становища позичальника, його фінансових зобов'язань перед іншими кредиторами. На основі обробки статистичних показників, проводиться розрахунок кредитного ризику за обраною технологією, в результаті визначається ймовірність відстрочки або невиконання позичальником відсотків або всієї суми зобов'язань. Отримані результати піддаються оцінці фахівців, які визначають категорію позичальника в рейтинговій шкалі.

При оцінці кредитного ризику за допомогою кредитного рейтингу найважливішим моментом являється матриця переходів, яка відбиває ймовірність переходу позичальника протягом певного періоду часу в більш високу чи більш низьку категорію рейтингу. Ймовірність такого переходу розраховується як відношення кількості позичальників, що змінили свій рейтинг до загальної кількості позичальників.

Причому даний опис справедливий як для внутрішнього аналізу комерційного банку або фінансової компанії, так і для великих рейтингових агентств.

Повертаючись до резервування коштів підприємствами реального сектора економіки, варто виділити наступні напрямки резервування коштів [189]:

- формування резервного (страхового) фонду підприємства, який створюється відповідно до вимог законодавства і статуту підприємства. На його формування направляється не менш 5% суми прибутку, отриманого підприємством у звітному періоді;
- формування цільових резервних фондів: прикладом такого формування можуть служити: фонд страхування цінового ризику (на період тимчасового погіршення кон'юнктури ринку); фонд уцінки товарів на підприємствах

торгівлі; фонд погашення безнадійної дебіторської заборгованості по кредитних операціях підприємства, тощо. Перелік таких фондів, джерела їхнього формування і розміри відрахувань визначаються статутом підприємства та іншими внутрішніми документами і нормативами;

- формування системи страхових запасів матеріальних і фінансових ресурсів по окремих елементах оборотних активів підприємства. Такі страхові запаси створюються по грошових активах, сировині, матеріалах, готовій продукції. Розмір потреби у страхових запасах по окремих елементах встановлюється у процесі їхнього нормування;
- нерозподілений залишок прибутку, отриманий у звітному періоді. До його розподілу він може розглядатися як резерв фінансових ресурсів, які направляються в необхідному випадку на ліквідацію негативних наслідків певних фінансових ризиків.

Використовуючи цей механізм нейтралізації фінансових ризиків, треба враховувати, що резервування хоча і дозволяє оперативно відшкодувати понесені підприємством фінансові втрати, однак «заморожує» використання відчутної суми коштів. У результаті цього знижується ефективність використання власного капіталу підприємства, посилюється його залежність від зовнішніх джерел фінансування.

Одним із важливих і найпоширенішим методом зниження фінансових ризиків, який найбільш ефективно може використовуватися в комплексі з іншими методами, являється **страхування** - передача певних фінансових ризиків страховій компанії, причому передачу може здійснювати як підприємство, так і сама страхування компанія (перестраховання).

Як правило, найбільш розповсюджені види страхування в середовищі бізнесу - страхування майна фірми, страхування відповідальності керівників і співробітників, страхування робітників компанії від нещасного випадку на виробництві і різноманітне страхування кредитних ризиків. Але якщо майнове страхування чи страхування відповідальності - добре відомі на українському ринку продукти, то в даний час нові для України програми страхування фінансових

ризиків підприємств, які детально були розглянуті в параграфі 2.1., поки мало поширені і лише віддалено нагадують існуючі зарубіжні аналоги. Проте, на думку багатьох аналітиків, страхування на розвинутих ринках вважається поширеним видом захисту від фінансових ризиків, незважаючи на те, що на ринку існують і альтернативи. У першу чергу, це відноситься до комерційних кредитів і захисту від кредитного ризику за допомогою безвідкличного акредитива, факторингу або авансового платежу. Але, говорячи про альтернативні фінансовому страхуванню схеми, зазначимо, що ці схеми, в основному, характерні для нестабільних, менш розвинених ринків (типовим прикладом може являтися те, що на українському ринку донедавна процвітав авансовий тип оплати).

В Україні страхування фінансових ризиків знаходиться лише на початковому шляху розвитку, хоча багато національних компаній уже давно практикують схеми цього виду страхування. Але, як правило, це відноситься лише до компаній, які здійснюють різні торговельні угоди, наприклад, операції, пов'язані з експортно-імпортними постачаннями, причому найчастіше страхувальниками в цих випадках являються не самі українські компанії, а їхні зарубіжні партнери.

До числа **інших методів внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків**, які можливо ефективно використовувати в комплексі з розглянутими раніше методами, можна віднести наступні:

1. Завчасна закупівля сировини і матеріалів без використання похідних фінансових інструментів. Якщо аналітичні прогнози свідчать про початок стійкого підвищення тренда ціни аналізованого товару, керівництво повинно негайно прийняти рішення про закупівлю. Якщо вчасно й ефективно буде вирішене питання про джерела коштів на закупівлю, підприємство одержить ефект економії. Однак ухвалення рішення про закупівлю без проведення попереднього аналізу може призвести до вкрай негативних наслідків. Аналогічний підхід можна застосовувати і при ухваленні рішення про індексації цін на товари (послуги) підприємства.

2. Одержання підприємством від контрагентів додаткових гарантій у формі поручительств, гарантійних листів третіх осіб, пов'язаних із нейтралізацією

негативних фінансових наслідків при виникненні ризикової події по високоризиковим фінансовим операціям.

3. Мінімізація переліку можливих форс-мажорних обставин у договорах із контрагентами. Сучасна господарська ситуація характеризується розширенням переліку обставин (проти загальноприйнятих міжнародних комерційних і фінансових правил), а це дає можливість партнерам підприємства уникати в ряді випадків фінансової відповідальності за невиконання своїх контрактних зобов'язань.

4. Одержання від контрагента по фінансовій операції додаткового рівня премії за ризик. Якщо рівень фінансових ризиків по намічуваній до здійснення операції перевищує розрахунковий рівень доходу по ній, підприємству необхідно забезпечити можливість одержання додаткового доходу по ній або відмовитися взагалі від її проведення.

5. Забезпечення компенсації можливих фінансових втрат за рахунок застосування системи штрафних санкцій. Це міра передбачає розрахунок і включення в умови договорів із контрагентами необхідних розмірів штрафів, неустойок і інших форм штрафних фінансових санкцій у випадках порушення ними своїх зобов'язань (несвоєчасних платежів за продукцію, невиплати відсотків).

Принципова відмінність застосування пасивних методів управління фінансовими ризиками від активного полягає в тому, що вони в більшості випадків являють собою реагування на події або явища, які вже відбулися. Пасивні механізми захисту від ризиків по своїй природі не являються досить гнучкими, тому при сучасній динамічній зміні умов функціонування підприємств, вони не можуть вважатися досить ефективними, хоча їх використання, насамперед у комплексі, необхідно.

Таким чином, методи управління фінансовими ризиками підприємств, які автор назвав умовно пасивними, при використанні в комплексі зможуть у значній мірі зменшити ризик фінансових втрат підприємства внаслідок прямого впливу на його діяльність негативних факторів. Разом з тим, зарубіжний досвід свідчить про

те, що найбільш висока ефективність зниження фінансових ризиків досягається при використанні нового для України методу управління – хеджування.

РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ НА ПІДПРИЄМСТВІ

3.1. Сутність і перспективи застосування на Україні активного методу управління фінансовими ризиками

Як показує зарубіжний досвід, підприємства з метою зниження впливу фінансових ризиків найбільш часто й ефективно застосовують активний метод – хеджування (див. табл. 3.1.).

Таблиця 3.1.

Використання хеджування нефінансовими компаніями США і Німеччини

Обсяг продажу, млрд. дол.	США			Німеччина		
	% від загальної кількості компаній	Використовують, %	Не використовують, %	% від загальної кількості компаній	Використовують, %	Не використовують, %
> 5	15,2	90,0	10,0	28,6	75,0	25,0
2,5-5	12,2	72,9	27,1	14,3	94,4	5,6
1-2,5	14,2	57,1	42,9	19,1	87,5	12,5
0,5-1	22,9	64,4	35,6	19,8	84,0	16,0
0,25-0,5	16,2	43,8	56,2	8,7	54,5	45,5
<0,25	19,3	18,4	81,6	9,5	50,0	50,0
Всього	100,0	57,8	42,2	100,0	74,2	25,8

Статистичні дані свідчать про те, що в середньому близько 58% компаній США для зниження фінансового ризику використовують хеджування. Причому, чим крупніше компанія, тим частіше хеджування використовується в її практиці. Розглядаючи німецькі компанії, слід відзначити, що вони частіше американських використовують хеджування – у середньому близько 74 % компаній.

Ключовим зовнішнім спонукальним мотивом до впровадження хеджування на рівні підприємства являється існування на ринку прогресивних продуктів переміщення ризику, таких, як деривативи. Відповідно до міжнародної класифікації фінансових інструментів (CFI code), яка розроблена Міжнародною

організацію по стандартизації (ISO) і є міжнародним стандартом класифікації (кодифікації) випусків цінних паперів та інших фінансових інструментів, Директив Ради ЄС - 89/298/ЕЕС, 93/22/ЕЕС, та більшості міжнародних норм (у тому числі й тих, до яких адаптує своє законодавство Україна) **деривативи** являють собою фінансові інструменти, ціна яких залежить безпосередньо або опосередковано від ціни (чи її зміни) їх базового актива та які засвідчують для сторін, які уклали угоду, зобов'язання/права на придбання/продаж базового актив або проведення розрахунків коштами в обумовлений строк у майбутньому за ціною і на умовах, визначених на поточний момент.

Світовий ринок деривативів стрімко зростає. Так, відповідно до дослідження, проведеного Британською Банківською Асоціацією у вересні 2003 року, світовий ринок кредитних деривативів зріс з 200 млрд. доларів у 1997 році до 2000 млрд. доларів до 2003 році – це десятикратне збільшення протягом 5 років. Члени ВВА прогнозують його подальший ріст і до 2005 року світовий ринок кредитних деривативів повинен досягти річних обсягів наданих кредитів по США. Істотний ріст, якщо враховувати, що цей ринок був практично не розвинений ще 8 років тому [219].

Хеджування (hedging) деривативами розглядається багатьма дослідниками як один із найбільш діючих засобів захисту від фінансового ризику. Автор підтримує підхід А. М. Саркіяна, який розглядає хеджування як покупку або продаж фінансового інструмента термінового ринку з метою зниження (часткове хеджування) або усунення (повне хеджування) ризику несприятливої зміни ставки відсотка або ціни активу [170]. В. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Д. В. Бейлі і А. Н. Буренін характеризують хеджування як покупку або продаж ф'ючерсів із метою виключення ризикової позиції на спотовому ринку [48, 198] (під ринком «спот» розуміється ринок на умовах негайного постачання).

У залежності від цілей і техніки здійснення операцій, хеджування поділяється на хеджування продажем, тобто підприємство-виробник або товаровласник укладає угоду з метою захисту від зниження ціни при продажу в майбутньому або виробленої продукції, або ще не виробленої, але передбаченої до

продажу у встановлений термін; хеджування купівлею, тобто укладання підприємством-споживачем контракту з метою захисту від збільшення ціни при купівлі в майбутньому необхідного товару.

Ціль хеджування полягає в переносі ризику зміни ціни з однієї особи на іншу; при цьому частіше всього першу особу іменують хеджером, а другу – спекулянтом [48].

Наприклад, при продажі якого-небудь товару або фінансового активу, хеджування буде полягати у продажі хеджером похідного інструмента (займає коротку позицію) і навпаки, якщо хеджер являється покупцем активу, то він хеджує себе від фінансових втрат, пов'язаних із можливим підвищенням цін (займає довгу позицію). Це дозволяє знизити фінансові ризики хеджера шляхом фіксації як ціни сировини або товару, так і валютного курсу, рівня відсоткової ставки.

Дослідники виділяють такі основні класичні інструменти хеджування, як форвардний і ф'ючерсний контракти, опціон і своп.

Автор згодний з наступними визначеннями дослідників:

- **форвардний контракт** (forward contract) являє собою угоду між двома сторонами про майбутнє постачання певного активу на даних умовах у призначений термін у майбутньому [107];

- **ф'ючерсний контракт** (futures contract) – це зобов'язання купити або продати певну кількість фінансових інструментів або товарів за ціною, погодженою у вільному біржовому торзі, при цьому всі умови контрактів уніфіковані, а терміни виконання угод коливаються від декількох тижнів до декількох місяців [161];

- **опціон або опціонний контракт** (option contract) – угода, по якій одна зі сторін (продавець) виписує і продає опціон за грошову премію (тобто приймає на себе зобов'язання), а інша (покупець) купує й одержує право протягом обговореного в умовах опціону терміну або купити, або продати предмет угоди [170];

- **своп** (swop) – це операція по обміну зобов'язаннями або активами з метою поліпшення їхньої структури, зниження ризиків і витрат, одержання прибутку [161].

Як зрозуміло з приведених визначень похідних інструментів, вони дуже схожі, тому виникає необхідність конкретизації особливостей, достоїнств і недоліків обігу кожного з урахуванням положень українського законодавства.

Станом на червень 2003 року в Україні деривативи не являються цінними паперами, вони не перераховані в Законі України «Про цінні папери і фондову біржу», однак законодавцями розглядаються відповідні зміни в нормативних актах.

У залежності від виду цінностей деривативи поділяються на фондові, валютні і товарні. Правила випуску і обігу фондових та валютних деривативів в Україні регламентуються відповідною постановою НБУ і рішенням ДКЦПФБ.

Порівнюючи ф'ючерсні і форвардні контракти, бачимо, що між ними багато спільного, проте, існують ряд відмінностей [107], які детально приведені в таблиці 3.2.

Таблиця 3.2.

Основні розбіжності між ф'ючерсними і форвардними контрактами

№	Показник	Форвард	Ф'ючерс
1	Розмір постачання	Узгоджується покупцем і продавцем	Стандартизований
2	Час постачання	Наступає через термін, що обмовляється сторонами при висновку контракту	Стандартизовано біржею
3	Якість товару	Узгоджується покупцем і продавцем. Товар іншої якості продається відповідно зі знижкою або премією	Стандартизовано біржею, відхилення досить великі
4	Ціна активу (товару)	Узгоджується покупцем і продавцем	Визначається в процесі відкритого торгу
5	Виконання контракту	Контракт закінчується постачанням наявного активу	Найчастіше контракт ліквідується протилежною угодою
6	Гарант угоди	-	Клірингова палата біржі
7	Регулювання угод	Національне законодавство про торгівлю	Законодавство про операції з деривативами
8	Публікація	Не обов'язкова й обмежена	Обов'язкова і виробляється

	інформації з угод		біржею
9	Торгівля	Позабіржова, рідко біржова	Винятково біржова
10	Можливість дострокового закриття позиції	Найчастіше немає або істотно утруднена	Існує. Шляхом висновку протилежної угоди
11	Розрахунки	При закінченні терміну дії контракту	Проводиться біржею щодня за результатами торгів
12	Додаткові вимоги і витрати	-	У розрахункову палату вносяться гарантійні депозити (початкова маржа). Платяться комісійні, біржові збори
13	Ліквідність	Низька	Висока
14	Ризик зриву постачання	Існує	Відсутній, постачання гарантується біржею

Аналізуючи всі відмінності, автор вважає, що основним являться те, що ф'ючерс може бути об'єктом тільки біржової торгівлі, в той час як форвардні контракти вільно укладаються між суб'єктами господарювання. Так, українські законодавчі норми визначають емітента ф'ючерса: створену фондовою (товарною) біржею або ТИС клірингово-розрахункову палату чи розрахунково-кліринговий банк, який зареєстрований ДКЦПФБ.

Використання форвардних і ф'ючерсних контрактів, як інструментів хеджування, має свої переваги і недоліки. Так, своєчасність і повнота розрахунків за ф'ючерсними контрактами гарантується тією біржею (а точніше - розрахунковою палатою), на якій укладена угода. Як наслідок, контрагенти не несуть кредитного ризику, що збільшує ефективність хеджування. Недоліком ф'ючерсів являється їхня обмежена гнучкість у відношенні термінів і інших умов контрактів. Крім того, об'єктом (базисним активом) ф'ючерсних контрактів завжди виступають стандартизовані товари (наприклад, пшениця певного сорту). Таким чином, хеджер не завжди може знайти контракт, який цілком відповідав би його потребам.

На відміну від ф'ючерсів, форвардні контракти дають значно більшу свободу вибору: сторони самі визначають умови і мають можливість укласти угоду, яка

відповідає їх інтересам. Істотним недоліком форварда являється складність пошуку контрагента для укладання унікального по своїх параметрах контракту, крім того, форвардним контрактам властивий кредитний ризик.

Розглядаючи опціони, відзначимо, що виділяють опціони на покупку (call) і опціони на продаж (put). Достоїнством опціонів у порівнянні з ф'ючерсами являються менші початкові витрати при здійсненні угоди. Так, покупець опціону повинен сплатити лише премію, котра часто складає незначну частку хеджуемого активу. Навпроти, продавець опціону при укладанні угоди одержує премію, сплачену покупцем. Недоліком опціонів є збитки, які може нести їх продавець. Разом із тим, при захисті від фінансових ризиків дана обставина не відіграє істотної ролі, тому що хеджування купівлею опціонів забезпечує значно більш високий рівень захищеності, чим хеджування продажем опціонів.

Аналізуючи свопи, відмітимо, що найбільш розповсюдженими видами являються валютний і відсотковий. Відсотковий своп являє собою заміну зобов'язань по сплаті відсотків, обчислювальних на основі плаваючої відсоткової ставки, на зобов'язання по виплаті фіксованих відсотків. Відповідно до валютного свопу грошовий потік, деномінований в одній валюті, замінюється грошовим потоком в іншій валюті [102].

Важливим достоїнством свопів являється те, що у операцій з ними практично відсутні обмеження, властиві ринкам ф'ючерсів і біржових опціонів. Так, сторони по свопу довільно встановлюють його параметри і терміни закінчення зобов'язань, керуючись винятково своїми потребами.

Істотним недоліком свопів являється їхній позабіржовий характер і виникаючі внаслідок цього ризики невиконання контрагентом своїх зобов'язань. У цьому зв'язку автор вважає, що на українському фінансовому ринку свопи поки не знайшли широкого застосування і їх використання при захисті підприємства від фінансового ризику не доцільно, проте своп може бути важливим інструментом внутрішньофірмового планування управління активами і структурою капіталу. Разом із тим, по мірі розвитку українських фінансових ринків і зміцнення

фінансового стану підприємств різних галузей промисловості сфера застосування свопів буде, на думку автора, неухильно розширюватися.

Дослідження сучасних тенденцій розвитку українського ринку кредитних деривативів дозволяє зробити висновок про актуальність використання ф'ючерсів і опціонів при управлінні фінансовими ризиками підприємств, у значній мірі їхні переваги можуть бути використані в сегменті сільськогосподарської продукції і продукції видобувних галузей, а переваги свопів – на валютному ринку.

Жоден із розглянутих інструментів хеджування не може цілком забезпечити повне усунення ризику, тому що будь-який процес захисту сам по собі може породжувати певні ризики, причому вони мінімізуються пропорційно збільшенню надійності механізму розрахунків. Тому автор вважає, що пріоритетними для підприємства повинні бути інструменти біржової торгівлі, гарантом по розрахунках яких виступає біржа.

Коли мова йде про хеджування, то мається на увазі, насамперед, мета угоди, а не застосовувані інструменти, тому що ті ж самі інструменти використовуються і хеджером, і спекулянтном, але хеджер укладає угоду з метою зниження ризику, пов'язаного з можливим рухом ціни, а спекулянт приймає на себе цей ризик, розраховуючи на сприятливий для нього результат. У цьому зв'язку автор вважає доцільним розгляд процесу хеджування стосовно до хеджерів, які захищають себе від цінового ризику, використовуючи ф'ючерсні контракти.

Стратегії хеджування, які рекомендуються дослідниками в більшості випадків захищають від цінового ризику і орієнтовані або на первинних виробників (найчастіше на підприємства сировинних галузей), або на кінцевих споживачів якого-небудь активу. Світова практика дозволяє виділити серед стратегій хеджування, які застосовуються підприємствами експортерами/імпортерами, декілька найбільш розповсюджених стратегій.

Перша стратегія полягає в тому, що хеджування здійснюється тільки при дуже сильних позитивних для бізнесу змінах ціни активу (зміна в межах 30%), а в інших випадках хеджування не здійснюється.

Друга стратегія припускає, що хеджування здійснюється за 1-5 днів від очікуваної купівлі-постачання товару, при цьому обсяг постачання був уже відомий протягом кварталу - ця стратегія близька до незахеджованої.

Перші дві стратегії дозволяють реалізовуватися великій прибутковості, але зі значними втратами.

Третя стратегія ультра-консервативна, відповідно до якої хеджування здійснюється відразу при одержанні інформації про обсяг і час купівлі/продажу товару. У цьому випадку прибутковість стабілізується, однак виключається можливість використання позитивних змін цін на товар на ринку.

Найменш поширена четверта стратегія хеджування методом середньої ціни. Ця стратегія припускає поділ періоду хеджування на кілька інтервалів (наприклад, 1 день), у кожен такий інтервал здійснюється закупівля для імпорту (або продаж для експорту) певної кількості ф'ючерсів, еквівалентної середній кількості закупаюваного або продаваного товару за період. Ця стратегія ризикова, бо фіксація цін може відбутися на непривабливому для підприємства рівні.

Для хеджера процедура хеджування пов'язана з витратами, які складаються з:

- 1) комісійної винагороди біржі, на якій продається/купується ф'ючерс;
- 2) комісійної винагороди брокера;
- 3) застави (первісної маржі), яка повинна бути внесена для забезпечення відкриття ф'ючерсної позиції;
- 5) варіаційної маржі, яка списується при прямованні ринку в напрямку, протилежному відкритої ф'ючерсної позиції (тобто при падінні ринку у випадку покупки ф'ючерса і навпаки).

Перші три види витрат являються прямими витратами, і, як правило, прямо пропорційні кількості обсягові куплених або проданих деривативів, виключенням є комісійні, котрі можуть бути прив'язані до кількості угод.

Специфічним видом витрат є варіаційна маржа, що являє собою суму, яка нараховується у випадку, якщо ринок рухається в напрямку відкритої ф'ючерсної

позиції і списується при протилежному розвитку ситуації. При цьому розмір варіаційної маржі прямо пропорційний руху ціни.

За правилами, однаковими на всіх біржах, варіаційна маржа розраховується і нараховується (списується) наприкінці кожного торгового дня. У тому випадку, якщо на рахунку учасника торгів немає достатніх коштів для оплати варіаційної маржі, його позиції підлягають примусовому закриттю. Дана обставина обумовлює необхідність підтримки учасниками ф'ючерсних торгів грошових резервів на біржовому рахунку для покриття несприятливих цінових коливань.

Специфіка варіаційної маржі полягає в тім, що вона може як нараховуватися, так і списуватися в залежності від результатів торгів. У цьому зв'язку її не можна однозначно віднести до прямих витрат на хеджування. Разом із тим, задача хеджера складається в захисті від ризику, пов'язаного з несприятливим рухом ціни активу. У тому випадку, якщо ризик реалізується, хеджер несе втрати по базовому активі, але компенсує їх за рахунок нарахованої йому варіаційної маржі по ф'ючерсу. Якщо ризик не реалізується, підсумковий фінансовий результат операції залишається тим же (виграш по базовому активі компенсується втратами по ф'ючерсу), але підприємство повинне буде постійно платити варіаційну маржу, а значить нести витрати, пов'язані з відволіканням цих коштів з обігу (або з їх запозиченням) [179].

Зазначені особливості дозволяють зробити висновок про те, що найбільш ефективно хеджування повинно базуватися на прогнозі зміни ринкових цін.

Визначальним моментом при оцінці ступеня розвитку хеджування на Україні являється існування повноцінного товарного і фінансового ринку з розвитою інфраструктурою – біржами, які є основним сектором торгівлі похідними інструментами. Однак нові інструменти передачі ризику являються для українського ринку екзотичними і поки мають невисоку ліквідність. Існує ряд інших причин, які встають на шляху розвитку організованого біржового ринку і впровадження світової практики хеджування:

1. Відсутність законодавчої бази, яка би чітко регулювала операції з товарними деривативами і питання їхнього оподаткування. Сьогоднішня

ситуація характеризується недоліками і протиріччями в діючих законодавчих актах та регулюючих положеннях. Разом із тим, по даному питанню відбуваються помітні позитивні зрушення.

2. Недовіра підприємств як до основної складової інфраструктури фінансового ринку - бірж, так і до високоризикових похідних інструментів.

3. Відсутність інформації про національні особливості обігу товарних похідних інструментів. Незнання специфіки обігу деривативів і іноді помилкові уявлення ускладнюють формування позитивного сприйняття даного процесу суб'єктами господарювання.

4. Система стандартизації якості продукції зараз за багатьма критеріями і товарами не відповідає стандартам світового ринку, а це блокує вихід вітчизняних підприємств на міжнародні ринки.

Існують також і недоліки самого процесу хеджування, які можуть істотно впливати на вибір підприємством методу захисту від фінансового ризику:

- 1) існуючі біржові контракти не покривають всього спектра продукції підприємств;
- 2) хеджування практично усуває можливість додаткового одержання прибутку підприємством у випадку різкого підвищення/зниження цін, у зв'язку з тим, що ціни фіксуються заздалегідь до дати реального постачання товару;
- 3) процес хеджування досить складний для підприємства, тому що він пов'язаний з розробкою стратегії хеджування шляхом розробки внутрішньої системи правил і процедур із можливим залученням додаткових фінансових ресурсів;
- 4) необхідність чіткої координації між структурами підприємства, а також підтримка строгого внутрішнього контролю за «паперовими» угодами.

Проте, достоїнства хеджування очевидні як для підприємств (насамперед товаровиробників), так і для держави. Так, незважаючи на численні труднощі і витрати, застосовуючи хеджування підприємства, можуть:

- значно знизити ціновий ризик, пов'язаний із закупівлею сировини, матеріалів і продажем готової продукції;

- знизити невизначеність майбутніх фінансових потоків і забезпечити більш ефективний фінансовий менеджмент, в результаті чого зменшуються коливання прибутку і поліпшується управління виробництвом;

- забезпечити постійний захист ціни без необхідності змінювати політику запасів або укласти довгострокові контракти, тому що хеджування не перетинається зі звичайними господарськими операціями;

- визволити ресурси і допомогти керівництву зосередитися на аспектах бізнесу, в яких компанія має конкурентну перевагу, мінімізуючи ризики, які не являються центральними.

В остаточному підсумку, хеджування збільшує капітал, зменшуючи вартість використання коштів і, стабілізує доходи. Найважливішими причинами, які дозволяють зробити висновок про необхідність і доцільність підтримки застосування хеджування з боку держави, можна виділити наступні:

I. Збільшення прозорості ринку, на якому будуть присутні активи підприємств у формі зобов'язань по виробництву і постачанням продукції, а це:

- гарантовані надходження в бюджет;
- значне спрощення механізмів кредитування;
- механізми гарантованого повернення кредитів виробникам продукції;
- прогнози цін на термін до півроку та інші;

II. Інтеграція ринку дозволить автоматично корелювати ціни на внутрішньому ринку з цінами на світових ринках, тобто Україна буде мати можливість установа більш вигідної ціни на свою стратегічну продукцію.

III. Гарантійні замовлення з продажу (закупівлі) продукції дозволить підприємствам оптимізувати фінансові потоки і направити їх у сферу відтворення, збільшуючи, таким чином, ВВП.

Таким чином, хеджування, на думку автора, являється ефективним механізмом як розвитку товарного і фінансового ринку, так і найбільш перспективним методом захисту підприємств від фінансових ризиків.

Разом із тим, застосування українськими підприємствами даного методу захисту від фінансових ризиків на міжнародному ринку має певні особливості, тому виникає необхідність ілюстрації даного підходу на конкретному прикладі, який буде розглянутий далі.

3.2. Програма зниження цінового ризику підприємства методом хеджування ф'ючерсних контрактів

При захисті підприємства від фінансових ризиків високі результати можуть бути отримані при використанні хеджування, однак необхідно констатувати, що цей метод вимагає наявності високих професійно - аналітичних навичок у керівників усіх функціональних рівнів підприємства, і, насамперед, у фінансових менеджерів. Як приклад використання хеджування на міжнародному ринку, автор пропонує розглянути вербальну модель підприємства і розробити на її основі програму хеджування з використанням моделі комплексної аналітичної оцінки ринкової ситуації, теоретичні основи якої викладені в параграфі 2.2.

1. Умови програми хеджування. Припустимо, деякий незалежний виробник – сільськогосподарська компанія, після проведення комплексного аналізу внутрішнього споживчого ринку, прийшла до висновку про доцільність реалізації проекту, направлено на розширення виробництва і ринків збуту шляхом реалізації на міжнародному ринку одного з видів продукції – високоякісної кукурудзи, яка відповідає міжнародним стандартам.

Програма хеджування розробляється в 2003 році і припускає наступне:

I. Хеджування цінових ризиків компанії буде здійснюватися шляхом продажу ф'ючерсних контрактів на Chicago Board of Trade (CBOT) – найбільшій товарній біржі, де здійснюється торгівля ф'ючерсними контрактами на кукурудзу об'ємом в 5 тис. бушелів із постачанням у березні, травні, липні, вересні і грудні.

II. Хеджування буде здійснюватися через велику зарубіжну брокерську компанію, яка являється членом CBOT. Це дає ряд переваг:

- надійність, тому що фінансове становище брокерської компанії постійно відслідковується біржовими органами і відсутність можливих слабких сторін у схемі;

- оперативність у роботі;

- зменшення розміру комісії: оплачуються послуги безпосередньо брокера, а не субброкера.

Відносини підприємства з брокерською компанією регламентуються наступними основними правилами:

1) брокер із доручення і за рахунок клієнта надає брокерські послуги на Чикагській Товарній Біржі (СВОТ);

2) брокер організує виконання доручень і наказів клієнта, керуючись діючим Федеральним Законодавством США і правилами, установленими на СВОТ;

3. Передбачається виконання брокером таких типів послуг:

- виконання наказів клієнта з купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів;
- ведення рахунків і облік активів, які належать клієнтові;
- виконання розпорядження по переводу коштів клієнта;
- вищевказане не вичерпує перелік послуг, що надаються брокером і взаємин між сторонами, які з ініціативи кожної зі сторін можуть бути обговорені додатково;

4) при укладанні договору, брокер відкриває клієнтові *торговий рахунок*, на якому враховуються внески заставних коштів від клієнта, платежі по його розпорядженням, ведеться облік операцій з ф'ючерсними контрактами, а також зняття комісійних;

5) накази брокерові на проведення операцій даються у формі розпоряджень, які можуть віддаватися в електронному або письмовому виді, або голосовим повідомленням по телефонах, указаних у документах;

6) відповідно до біржових правил, всі позиції по ф'ючерсних контрактах підлягають закриттю не пізніше чим за 5 днів до дати їхнього закінчення;

7) брокер отримує винагороду в розмірі 15 USD за відкриття і закриття позиції одним контрактом, яка списується з торгового рахунка клієнта при відкритті позиції;

8) терміни переведення коштів - у межах трьох робочих днів;

9) брокер надає в режимі реального часу додаткову інформацію зі світових товарних, фондових і фінансових ринків (ціни, новини, графіки) шляхом доступу до незалежної спеціалізованої інформаційної системи в межах офісу або через Інтернет та інші.

III. Основною інформацією, яка буде використовуватися фінансовим менеджером при аналізі ринкових тенденцій і ухваленні рішення про продаж, являється:

- оперативна інформація: котирування, новини, графіки, які отримують у режимі реального часу через супутникові інформаційні системи й Інтернет;
- неоперативна - друкована інформація (біржові бюлетені, газети), дані експертів.

IV. Програма хеджування і фінансовий план розробляється фінансовим менеджером на умовах:

- 1) планований річний обсяг продажу, виходячи з практично можливого річного обсягу експорту складає 625 тис. кг. або 25 тис. бушелів (для перерахування кілограм у бушелі використовується коефіцієнт 0,04, тому що 1 бушель кукурудзи ≈ 25 кг.), виходячи з врожайності 62,5 ц/га на площі в 100 га;
- 2) контракти на весь обсяг експорту укладаються з 2 по 6 червня 2003 р. у кількості 5 контрактів із постачанням у липні 2003 р. (у добу компанія повинна експортувати 125 тис. кг. або 5 тис. бушелів).
- 3) річний розмір виручки від експорту планується в сумі 278000 грн.
- 4) курс долара до гривні планується 5,33 гривні за долар.

2. VAR для незахеджованого портфеля. Розрахуємо можливий розмір фінансового ризику, що може виникнути при здійсненні продажу на CВОТ ф'ючерсами, який розраховується за методикою розрахунку ризиків Value at Risk, теоретичні основи якої наведені в параграфі 1.3.

Нехай q – обсяг експортної кукурудзи;

θ - ціна ф'ючерсного контракту,

Тоді вартість одного контракту (X) можна виразити так:

$$X = q * (P - \theta), \quad (3.1)$$

де q позитивно для довгої позиції і негативно для короткої.

Узявши різницю обох частин рівняння, отримуємо:

$$\Delta X = q * \Delta P. \quad (3.2)$$

Узявши варіацію обох частин рівняння, отримуємо:

$$\text{Var}(\Delta X) = q^2 * \text{Var}(\Delta P). \quad (3.3)$$

$\text{Var}(\Delta P)$ може бути розрахована на основі історичних даних або виведена з моделі волатильності Black-Scholes.

Співвідношення між абсолютною і відносною варіацією:

$$\text{Var}\left(\frac{\Delta P}{P}\right) \approx P^{-2} * \text{Var}(\Delta P). \quad (3.4)$$

З формул (3.3) і (3.4) отримуємо:

$$\text{Var}(\Delta X) = P^2 * q^2 * \text{Var}\left(\frac{\Delta P}{P}\right). \quad (3.5)$$

Стандартне відхилення (deviation) вартості портфеля тоді дорівнює:

$$\sigma(\Delta X) = q * P * \sigma, \quad (3.6)$$

де $\sigma = \sqrt{\text{Var} \frac{\Delta P}{P}}$ = Black-Scholes волатильність одиниці товару.

Нехай ΔP має нормальний розподіл, тді можна стверджувати, що

$$\text{Probability} \left[-1.96 \leq \frac{(\Delta X - m)}{\gamma} \leq +1.96 \right] = 95\%, \quad (3.7)$$

де $m = E(\Delta X)$ і $\gamma = \sigma(\Delta X)$.

Нехай $m=0$, тоді VAR контракту на кукурудзу з урахуванням вірогідності 95% можна виразити як: $\text{VaR} = 1.96 * \gamma$. (3.8)

Підставивши (3.6) отримуємо, що VAR контракту на кукурудзу з рівнем вірогідності 95% можна виразити як:

$$\text{Var} = 1.96 * q * P * \sigma. \quad (3.9)$$

Варто взяти до уваги, що волатильність Black-Scholes ціни активу $\sigma = \sqrt{\text{Var} \frac{\Delta P}{P}}$ буде тим точніше, чим більший історичний період буде проаналізований. Так, значення, близьке до історичного для 1 місяця на біржі CBOТ, приймається рівним 25%.

Таким чином, підставляючи у формулу (3.9) можливі дані, отримуємо, що станом на 01.07.2003 р. VAR для незахеджованого портфеля з 5 контрактів на продаж 25 тис. бушелів кукурудзи за ціною 2,44 дол./бушель буде дорівнювати:

$$\text{VAR} = 1,96 * 25000 * 2,44 * 0,25 = 29890 \text{ дол.}$$

Це говорить про те, що з ймовірністю 95%, ціна портфеля контрактів протягом місяця не зміниться більш ніж на 29890 дол. З цього можна зробити висновок, що станом на 01.07.2003 р. обсяг реалізації в 25 тис. бушелів піддається впливу високого цінового ризику. З огляду на це, керівництво компанії вважає за необхідне використання програми зниження цінового ризику.

Для того щоб розрахувати ефективність програми управління фінансовими ризиками, необхідно знати, при якій ціні продукції і при якому обсязі реалізації (виробництва), компанія буде отримувати нормальний прибуток, а при яких - чистий. Знання точки беззбитковості дозволяє більш ефективно керувати компанією і планувати майбутні доходи і витрати.

3. Розрахунок точки беззбитковості. Перш, ніж розрахувати точку беззбитковості необхідно розглянути собівартість вирощуваної на експорт кукурудзи в розрізі виникаючих витрат. Собівартість відображає в грошовому вираженні сукупні витрати підприємства на виробництво та реалізацію продукції, тобто частину вартості продукції, яка включає витрати на спожиті засоби виробництва і на оплату праці. У галузі рослинництва собівартість являє собою вартісну оцінку насіння, добрив, палива, енергії, амортизації основних фондів, трудових ресурсів і грошових витрат.

Склад, класифікація й групування витрат при вирощуванні кукурудзи обумовлюються наступними основними особливостями:

- відсутністю незавершеного виробництва;
- послідовним здійсненням основних виробничих процесів;
- здійсненням основних технологічних процесів в автоматизованому режимі.

Виходячи з перерахованих особливостей плановані перемінні і постійні витрати компанії (з урахуванням інфляційних процесів) включені у фінансовий план і складають:

- перемінні – 45900 грн.;
- умовно-постійні – 229100 грн.;

Необхідно відзначити, що при експорті продукції враховуються також експортні мита, які включаються у ціну продукції. Станом на травень 2003 р. в Україні відсутні спеціальні експортні мита й індикативні ціни на кукурудзу (у даний час уряд виступає проти пропозицій про введення мита, що призведе до різкого зниження цін на внутрішньому ринку і внаслідок цього до збитків сільськогосподарських виробників).

Розраховуючи точку беззбитковості, слід зазначити, що беззбитковість характеризує таке становище підприємства, коли його функціонування не приносить ні прибутку, ні збитків. Аналіз беззбитковості проводиться з метою виявлення оптимальних для підприємства ціни, обсягу виробництва і темпів розвитку, що важливо для забезпечення його платоспроможності.

Для розрахунку точки беззбитковості використовується формула маржинального доходу:

$$D_m = B - P_n, \quad (3.10)$$

де D_m - маржинальний доход;

B - прибуток від реалізації продукції;

P_n - перемінні витрати.

$$D_m = 278000 - 45900 = 232100 \text{ грн.}$$

Тоді точка беззбитковості обсягу продажу у грошовому вимірі розраховується за формулою:

$$T = B * \frac{H}{D_m}, \quad (3.11)$$

де T - точка беззбиткового обсягу реалізації продукції (поріг рентабельності, точка рівноваги);

H - постійні витрати.

$$T = 278000 * (229100 / 232100) = 274407 \text{ грн.}$$

Ціна за 1 бушель кукурудзи, яка потрібна для виходу компанії на рівень точки рівноваги, за умови, що компанія буде покривати всі постійні і перемінні витрати за рахунок лише експортованої продукції, дорівнює:

$$C_{\text{бушель}} = T / (V_{\text{експорт}} * 0,04) \quad (3.12)$$

$$C_{\text{бушель}} = 274407 / (625000 * 0,04) = 10,97 \text{ грн. або } 2,06 \text{ дол./бушель.}$$

4. Комплексний аналіз цін на продукцію. Одним з найбільш важливих кроків при розробці програми хеджування являється вивчення історичних значень цін ф'ючерсів на продукцію й взаємозв'язку між цінами спотового ринку і ф'ючерсних цін. Застосовуючи основи моделі комплексної оцінки фінансового ризику, автор вважає за необхідне дотримуватися наступної методики:

1. За допомогою фундаментального аналізу і трендових моделей визначається напрямок тенденції руху ціни на кукурудзу, можливий час закінчення поточної тенденції і напрямок наступної.

2. За допомогою засобів технічного аналізу визначається найбільш вигідний момент виконання угоди.

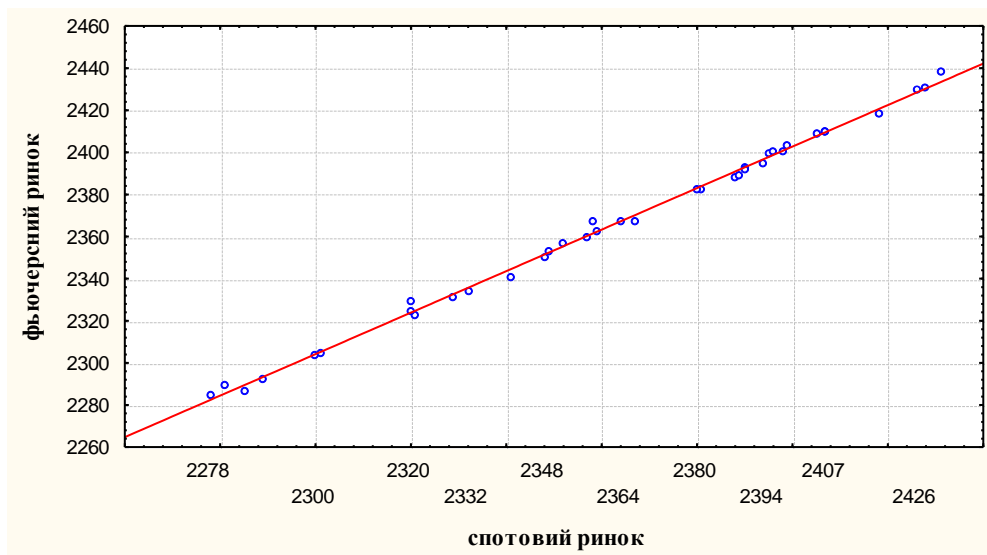
3. Постійно відслідковуються новини і при необхідності робиться коректування прогнозу. Необхідно враховувати, що на деякі події ринок реагує двічі: перший раз - коли визначені прогнози, другий раз - при опублікуванні даних, якщо прогнози не виправдовуються. Те, що ринок реагує на подію заздалегідь, враховуючи постійне збільшення впливів різних новин, призводить до того, що на одну й ту ж подію ринок може реагувати зовсім по різному.

4. Результати фундаментального аналізу використовуються як основні, а технічного – як підтверджуючі.

Розглядаючи світові ціни на кукурудзу, доцільний аналіз взаємозв'язку між світовими спотовими цінами та цінами ф'ючерсного ринку кукурудзи. При цьому необхідно пам'ятати, що на спотовому ринку здійснюється купівля-продаж кукурудзи за поточними цінами, постачання якої здійснюється протягом двох днів після укладання угоди, а за умовами ф'ючерсного ринку постачання кукурудзи здійснюється в певний термін і ф'ючерсна ціна являє собою поточний погляд на вартість товару з певними умовами постачання в який-небудь момент часу в

майбутньому. Таким чином, час і сподівання учасників ринку – фактори, які визначають різницю в цінах на спотовому і ф'ючерсному ринках.

З метою виявлення можливості і тісноти зв'язків між цінами на кукурудзу на світовому спотовому і ф'ючерсному ринках, проведемо кореляційно - регресійний аналіз цих параметрів, використовуючи модуль Multiple Regressions програмного забезпечення StatSoft Statistica 6.0., який дозволяє проводити інтегрований статистичний аналіз даних з графічною обробкою й візуалізацією. Насамперед, із метою встановлення можливості зв'язку між параметрами автор вважає за необхідне використання графічний метод, здійснюючи побудову кореляційного поля з крапок, які відповідають даним параметрів (див. мал. 3.1.).



Мал. 3.1. Кореляційне поле цін ф'ючерсного і спотового ринків кукурудзи з березня по травень 2003 року

На графіку крапки знаходяться недалеко від прямої, що говорить про пряму залежність між параметрами, яку можна виразити стандартною лінійною моделлю:

$$Y = a_1 + a_2 X.$$

Регресійний аналіз цін із березня по травень 2003 року, основні результати якого представлені на мал. 3.2, дозволив зробити висновок про те, що зв'язок між параметрами можна описати рівнянням $Y = 4,9643 + 0,9955 * X$,

де Y – ф'ючерсна ціна;

X – спотова ціна.

Multiple Regression Results			
Dependent: ф'ючерсний ринок	Multiple R = .99866455	F = 13451.63	
	R ² = .99733089	df = 1,36	
No. of cases: 38	adjusted R ² = .99725674	p = 0.000000	
	Standard error of estimate: 2.287462925		
Intercept: 37.253576701	Std.Error: 20.07960	t(36) = 1.8553	p = .0718
H.ринок beta=.999			

Мал. 3.2. Результати регресійного аналізу цін, проведеного з використанням пакета StatSoft Statistica 6.0

При оцінці об'єктивності опису зв'язку в регресійній моделі, автор вважає за необхідне дотримуватися наступних найбільш загальних вимог [79]:

- 1) регресійна модель повинна пояснювати не менш 80% варіації залежної перемінної, тобто $R^2 \geq 0,8$;
- 2) стандартна помилка оцінки залежної перемінної по рівнянню складає не більш 5% середнього значення залежної перемінної;
- 3) коефіцієнти рівняння регресії і його вільний член повинні бути значимі на 5% рівні;
- 4) залишки від регресії повинні бути без помітної автокореляції ($r < 0,30$), нормально розподілені і без систематичної складової;
- 5) чим менше сума квадратів залишків та менше стандартна помилка оцінки і чим більше R^2 , тим краще рівняння регресії.

Так, аналізуючи отримані результати, можна зробити наступні висновки:

- усі коефіцієнти рівняння значимі на 5% рівні ($p\text{-level} < 0,05$);
- рівняння пояснює 95% варіації залежної перемінної (тобто зміна ф'ючерсної ціни на кукурудзу на 95% залежить від зміни цін на спотовому ринку і тільки 5% приходить на частку сторонніх факторів);
- стандартна помилка оцінки залежної перемінної по рівнянню складає 2,29, що перевищує 5% середнє значення залежної перемінної;
- F - критерій отриманого рівняння регресії значимий на 5% рівні, тобто ймовірність нульової гіпотези ($p\text{-level}$) значно менше 0,05, що говорить про загальну значимість рівняння регресії і про те, що нульова гіпотеза про випадкову природу параметрів рівняння відхиляється.

Таким чином, не можна говорити про чітку відповідність моделі ринковим ціновим тенденціям, хоча можна зробити висновок про те, що в цілому, за аналізований період, при зміні ціни кукурудзи на спотовому ринку на 1 дол./бушель, ціна на ф'ючерсному ринку збільшувалася на 0,99 дол./буш. Таким чином, отримані результати можуть використовуватися при прогнозуванні цін на ф'ючерсному ринку і при плануванні оптимізації механізмів захисту від фінансового ризику.

Здійснюючи аналіз ф'ючерсних цін на кукурудзу і їх мінливість на біржі СВОТ за допомогою японських свіч за період із січня 2000 по травень 2003 року, результати якого представлені на малюнку 3.3., можна стверджувати про існування тенденцій збільшення і зменшення цін у залежності від впливу різних факторів: взаємодії попиту та пропозиції, врожайності основних країн виробників, коливання курсів валют (насамперед долара США), змін у політичній обстановці та інші.



Мал. 3.3. Діаграма зміни цін на ф'ючерси (кукурудза) за період з 2000 по травень 2003 року

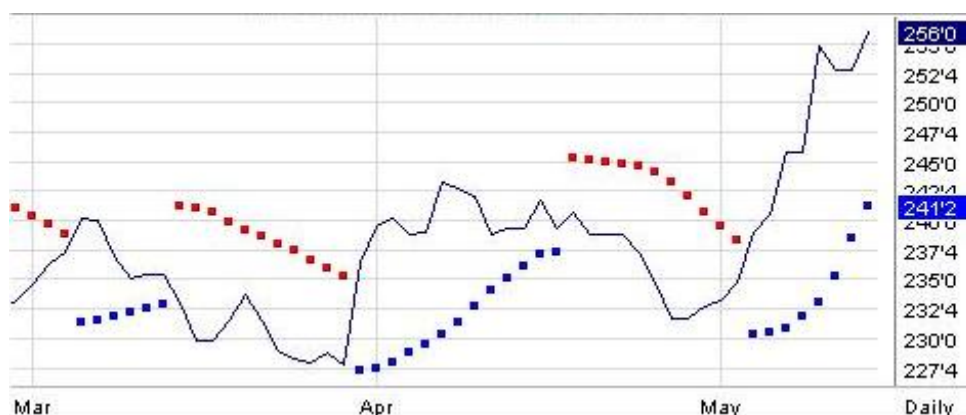
Однак, при прогнозі тенденцій зміни цін автор вважає недоцільним використання комбінацій свічок. Це пов'язано з тим, що прогноз, заснований на комбінаціях японських свіч, має істотний недолік – свічі часто дають сигнали, які виявляються помилковими. Проблема складається в надмірній інерції трендів і ймовірність продовження поточного тренда вище, ніж шанси на його розворот. Ймовірність ця збільшується у зворотній пропорції до довжини прогнозного

відрізка часу. Тому прогнозна цінність комбінацій свічок виявиться вище 50% тільки в тому випадку, якщо вони утворять специфічну фігуру, яка вказує на продовження поточного тренда.

Тому з метою виявлення поточних і прогнозованої тенденції зміни цін будуть використовуватися лінійні графіки, які приведені на малюнку 3.4. і малюнку 3.5.



Мал. 3.4. Діаграма зміни цін на ф'ючерси (кукурудза) за кінець 2002 - початок 2003 років



Мал. 3.5. Діаграма зміни цін на ф'ючерси (кукурудза) із березня по травень 2003 року

Підсумовуючи результати аналізу, а також з огляду на поточну інформацію, отриману від брокера, керівництво підприємства робить висновок про існування тенденції підвищення цін на кукурудзу на СВОТ, яка почалася в перших числах травня 2003 року і відповідно до якої ціни можуть досягти сезонного піка наприкінці травня - початку червня. Це дає підстави зробити припущення про те, що проведення програми хеджування продажем на початку червня шляхом укладання ф'ючерсних контрактів на весь об'єм експортної продукції буде ефективним для підприємства.

5. Хеджування активу ф'ючерсами.

Якщо компанія буде хеджувати по 2,06 дол./бушель, то вона захеджує весь обсяг експортованої кукурудзи, тобто 625000 кг. Але у випадку, коли ф'ючерсна ціна виявляється вище прогнозованої, підприємству не варто продовжувати хеджувати весь обсяг експорту, а варто лише застрахуватися на суму в грошовому вимірі, розраховану для щоденного страхування:

$$2,06 \text{ дол./буш.} * 5000 \text{ бушелів} = 10300 \text{ дол.}$$

Припустимо, що цільовою ціною компанія вважає для себе ціну не нижче поточної ціни – 2,440 дол./бушель. Виходячи з того, що ф'ючерсна ціна терміном виконання липень 2003 р. дорівнює 2,288 дол./бушель, компанії рекомендується установити хедж на обсяг рівний $(10300 / 2,288) = 4500$ бушелі (що складає 1 контракт). Можливий результат хеджування 1 бушеля приведений у таблиці 3.3.

Таблиця 3.3.

Результат хеджування 1 бушеля у ф'ючерсному контракті на продаж

Дата	Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
2 червня 2003 р.	Цільова ціна 2,440 дол./бушель	Продаж ф'ючерсного контракту по 2,433 дол./бушель	0,007 дол.
1 липня 2003 р.	Продаж кукурудзи по 2,288 дол./бушель	Покупка ф'ючерсного контракту по 2,298 дол./бушель	- 0,01 дол.
		Прибуток 0,135	
	Кінцева ціна: 2,288 + 0,135 = 2,423 дол./бушель	Нетто-результат 2,440 - 2,423 = 0,017	

Таким чином, 1 липня компанія викупує назад 1 контракт і реалізує обсяг у 5000 бушелів. Приблизно прибуток компанії складе:

$$\text{Прибуток/збиток} = 5000 * 0,017 = 85 \text{ дол.}$$

Використовуючи хеджування, реалізуючі тільки 1 контракт, компанія отримає прибуток у 85 дол. щодо реалізації обсягу за цільовою ціною. Якби хеджування не використовувалося, то збиток би склав:

$$\text{Прибуток/збиток} = 5000 * (2,288 - 2,440) = - 760 \text{ дол.}$$

Отриманий доход 01.07.2003 р. в результаті хеджування складе:

$$5000 * 2,423 = 12115 \text{ дол.}$$

Результати хеджування в червні 2003 року (з урахуванням брокерських комісійних) приведені в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4.

Програма хеджування ф'ючерсами на продаж у червні 2003 року

Дата (2003 р.)		Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
02 червня		2,440 дол./буш.	2,433 дол./буш.
	01 липня	2,288 дол./буш.	2,298 дол./буш.
Прибуток/збиток			0,135 дол./буш.
Кінцева ціна			2,423 дол./буш.
Нетто-результат			0,017
Прибуток/збиток щодо реалізації за цільовою ціною			(85-15) = 70 дол.
Прибуток без хеджування			12045 дол.
Прибуток			12115 дол.
03 червня		2,422 дол./буш.	2,418 дол./буш.
	01 липня	2,288 дол./буш.	2,298 дол./буш.
Прибуток/збиток			0,12 дол./буш.
Кінцева ціна			2,408 дол./буш.
Нетто-результат			0,014
Прибуток/збиток щодо реалізації за цільовою ціною			55
Прибуток без хеджування			11985
Прибуток			12040

04 червня		2,401 дол./буш.	2,392 дол./буш.
	01 липня	2,288 дол./буш.	2,298 дол./буш.
Прибуток/збиток			0,094 дол./буш.
Кінцева ціна			2,382 дол./буш.
Нетто-результат			0,019
Прибуток/збиток щодо реалізації за цільовою ціною			80
Прибуток без хеджування			11830
Прибуток			11910
05 червня		2,372 дол./буш.	2,357 дол./буш.
	01 липня	2,288 дол./буш.	2,298 дол./буш.
Прибуток/збиток			0,059 дол./буш.
Кінцева ціна			2,347 дол./буш.
Нетто-результат			0,025
Прибуток/збиток щодо реалізації за цільовою ціною			110
Прибуток без хеджування			11625
Прибуток			11735
06 червня		2,381 дол./буш.	2,378 дол./буш.
	01 липня	2,288 дол./буш.	2,298 дол./буш.
Прибуток/збиток			0,08 дол./буш.
Кінцева ціна			2,368 дол./буш.
Нетто-результат			0,013
Прибуток/збиток щодо реалізації за цільовою ціною			50
Доход без хеджування			11790
Доход			11840
Доход за місяць			59640
Прибуток від використання хеджування			365 дол.

Приклад використання ф'ючерсних контрактів на продаж показав, що компанія, застосовуючи хеджування, як метод захисту від фінансових ризиків, може отримати прибуток у розмірі 59640 дол. або 317881,2 грн., крім цього, в розрахунках не враховувався розмір варіаційної маржі, яка нараховувалася за 13

днів зниження котирувань і списувалася за 7 днів підвищення котирувань пропорційно руху ціни.

Звичайно, у реальній ситуації необхідний більш ретельний прогноз витрат, комплексний аналіз ринку, урахування хеджування варіаційної маржі, щоб прийняти рішення про доцільність хеджування. Тільки з урахуванням цих умов захист від фінансових ризиків за допомогою похідних фінансових інструментів буде найбільш ефективним і підприємство буде впевненим у майбутніх грошових надходженнях.

3.3. Оптимізація взаємозв'язку процесу управління фінансовими ризиками з організаційною структурою підприємства

Запропонована в монографії модель комплексної оцінки і управління фінансовими ризиками не може бути ефективно реалізована на підприємстві без правильної організації та структурного поділу функціональних обов'язків співробітників при вирішенні питань, пов'язаних з оцінкою і управлінням фінансовими ризиками. У цьому зв'язку виникає необхідність організації та удосконалення механізмів управління підприємством шляхом оптимізації взаємозв'язку процесу управління фінансовими ризиками з організаційною структурою підприємства.

Загальновідомо, що всі функціонуючі підприємства мають яку-небудь ієрархічну структуру і можуть ефективно функціонувати тільки при наявності відповідної системи управління, здатної враховувати позасистемні і внутрішньосистемні коливання, які вимагають коректування планів та перерозподілу ресурсів [199]. Правомірно буде вважати, що на діючому підприємстві вже існує досить ефективна, з певною ієрархією, організаційна за характером, система управління, в рамках якої здійснюються процеси планування, організації, регулювання, координації і контролю, що неможливо без чіткої роботи механізмів інформаційного, нормативно-методичного, обліково-аналітичного і експертного забезпечення.

Однак організація процесу оцінки і управління фінансовими ризиками припускає створення на будь-якому функціонуючому господарському суб'єкті органу управління ризиком. З теорії управління [1] відомо, що в системі можливо забезпечити комплексне управління по новому параметру (у нашому випадку фінансовий ризик) шляхом додавання нового контуру, в якому реалізуються процедури збору інформації з параметра управління, порівняння існуючого значення цього параметра з необхідним і вироблення керуючого впливу. Причому, цей контур може бути сформований з уже існуючих у колишній системі управління структурних елементів, без порушення існуючих між ними зв'язків і

підпорядкованості, тобто з умовою обов'язкового збереження працездатності раніше діючих контурів управління.

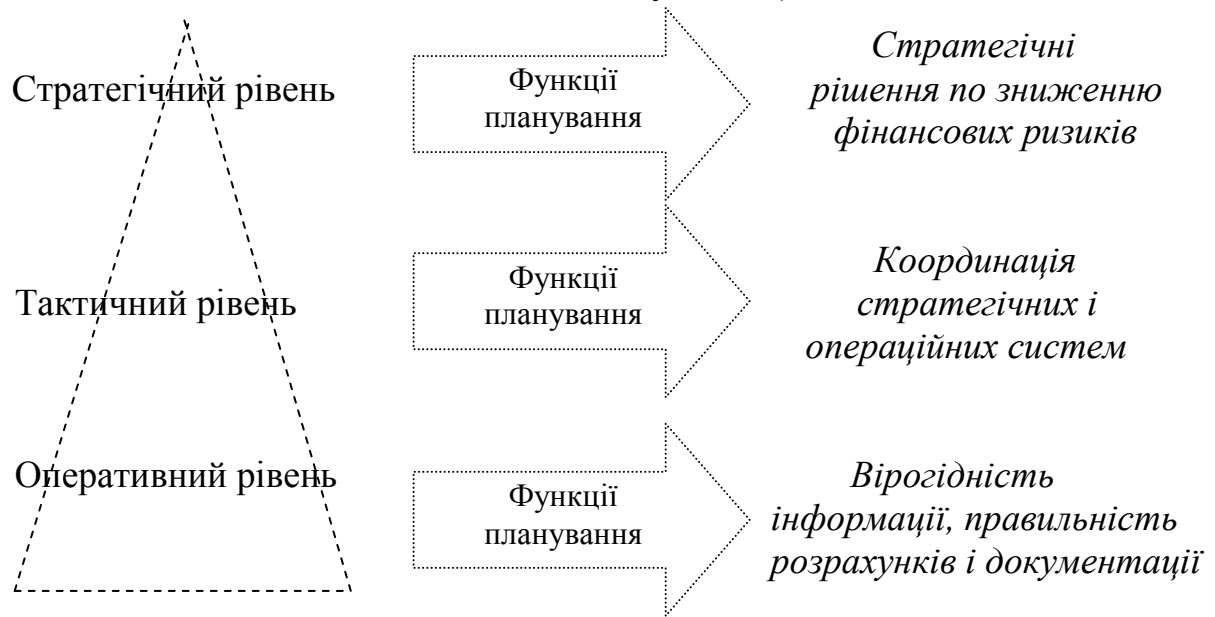
На підставі цього, можна припустити, що при побудові системи управління фінансовими ризиками на підприємстві найбільш доцільно використовувати потенційні можливості вже діючої системи управління, в першу чергу можливості збору і аналізу інформації (із наступною деталізацією, диференціюванням) і контролю за виконанням управлінських рішень.

Зупинимось на основних відмінностях системи управління фінансовими ризиками на підприємстві від системи управління підприємством, виходячи зі специфіки цілей, які стоять перед ними, і розв'язуваних ними задач.

Планування в системі управління фінансовими ризиками являє собою розробку змін фінансового стану підприємства в цілому і його різних структурних підрозділів. Його принципова відмінність від процесів планування розвитку діяльності підприємства полягає в тому, що воно не ставить задачу безпосередньо здійснити на практиці розроблені прогнози. Особливістю планування в системі управління ризиком являється альтернативність у побудові фінансових показників і параметрів, визначаючи різні варіанти розвитку фінансового стану об'єкта управління на основі інформації про тенденції, які намітилися у світовому, національному господарстві і на підприємстві. Ці тенденції можуть виникати зненацька і управління на основі передбачення цих змін вимагає наявності певних аналітичних та інтуїтивних навичок у питаннях розвитку ринкового господарства, а також навичок застосування гнучких негайних вирішень. Організація планування управління фінансовими ризиками на підприємстві здатна виступати ланкою, яка пов'язує різні стадії й комплекси загальноекономічного планування підприємства.

Планування управління фінансовим ризиком, як і будь-яка інша діяльність, що носить управлінський характер, покликано виконувати оперативні функції, функції контролю і власне функції планування, звідси планування управління фінансовими ризиками можна представити у виді системи, яка включає оперативний, тактичний і стратегічний елементи, в залежності, від яких

формується об'єктивна сторона процесу планування управління фінансовими ризиками, видозмінюються заходи щодо планування (див. мал. 3.6.).



Мал. 3.6. Структура планування управління фінансовими ризиками

Організація в системі управління ризиком зводиться до об'єднання людей, структур і підрозділів підприємства, які спільно реалізують програму захисту від фінансових ризиків на основі певних правил і процедур управління. До цих правил і процедур можна віднести такі, як створення органів управління фінансовими ризиками, побудова оптимальної структури апарата управління, встановлення взаємозв'язку між управлінськими підрозділами, розробка методик управління ризиками та інші.

Регулювання в системі управління ризиком являє собою вплив на об'єкт управління, за допомогою якого досягається стійкість цього об'єкта у випадку виникнення ризикових ситуацій і внаслідок цього відхилення від заданих параметрів. Регулювання охоплює, головним чином, поточні заходи щодо усунення виниклих відхилень.

Координація в системі управління ризиком передбачає узгодженість роботи всіх ланок системи управління фінансовими ризиками: апарата управління та фахівців. Це дозволяє забезпечувати єдність відносин об'єкта управління, суб'єкта управління, апарата управління і кожного окремого працівника підприємства.

Контроль у системі управління ризиком передбачає перевірку організації роботи зі зниження ступеня фінансових ризиків. За допомогою контролю збирається і обробляється інформація про ступінь виконання намічених антиризикових програм і аналізуються результати заходів щодо зниження ступеня фінансових ризиків.

У загальному випадку задача побудови оптимальної системи управління фінансовими ризиками передбачає вибір раціональної кількості рівнів, оптимальний розподіл розв'язуваних задач і функцій, вибір правильних принципів управління. Можна виділити наступні основні принципи системи управління фінансовими ризиками на підприємстві:

- 1) інтеграція процесу управління ризиками з організаційною структурою і стратегією розвитку;
- 2) централізація управління кредитними, відсотковими, валютними, операційними, а також ризиками ліквідності;
- 3) оптимізація співвідношення між прийнятими фінансовими ризиками та прибутковістю;
- 4) незалежність функцій аналізу і контролю фінансових ризиків від інших функціональних підрозділів.

Вид і кількість необхідних функціональних елементів у контурі управління фінансовими ризиками, їхній взаємозв'язок між собою, а також з елементами інших контурів управління, які входять у систему управління підприємством, однозначно визначаються загальноприйнятим переліком процедур, обов'язково здійснюваних у ході управління ризиками, і особливостями організаційної структури підприємства.

Раніше управління фінансовими ризиками носило фрагментний характер і залежало від організаційної структури бізнесу. Наприклад [219]:

- Бізнес-одиниці керували діловими ризиками, пов'язаними з їх стратегією і прибутковістю, такими як продукти, ціноутворення, управління взаєминами з клієнтами та постачальниками;

- Кредитні/казначейські підрозділи керували ризиками, пов'язаними з наданням кредитів, авансуванням покупців і постачальників;
- Торговельні підрозділи керували ринковими ризиками, такими як ціновий ризик, ризик ліквідності, ризик відсоткової ставки, пов'язаними з торгівлею або інвестиціями в цінні папери;
- Технологічні підрозділи керували операційними ризиками;
- Інші одиниці бізнесу несли відповідальність за управління ризиками, пов'язаними з фінансуванням і бухгалтерським обліком, юридичними аспектами діяльності, страхуванням, і забезпечували додатковий корпоративний нагляд за ризиками.

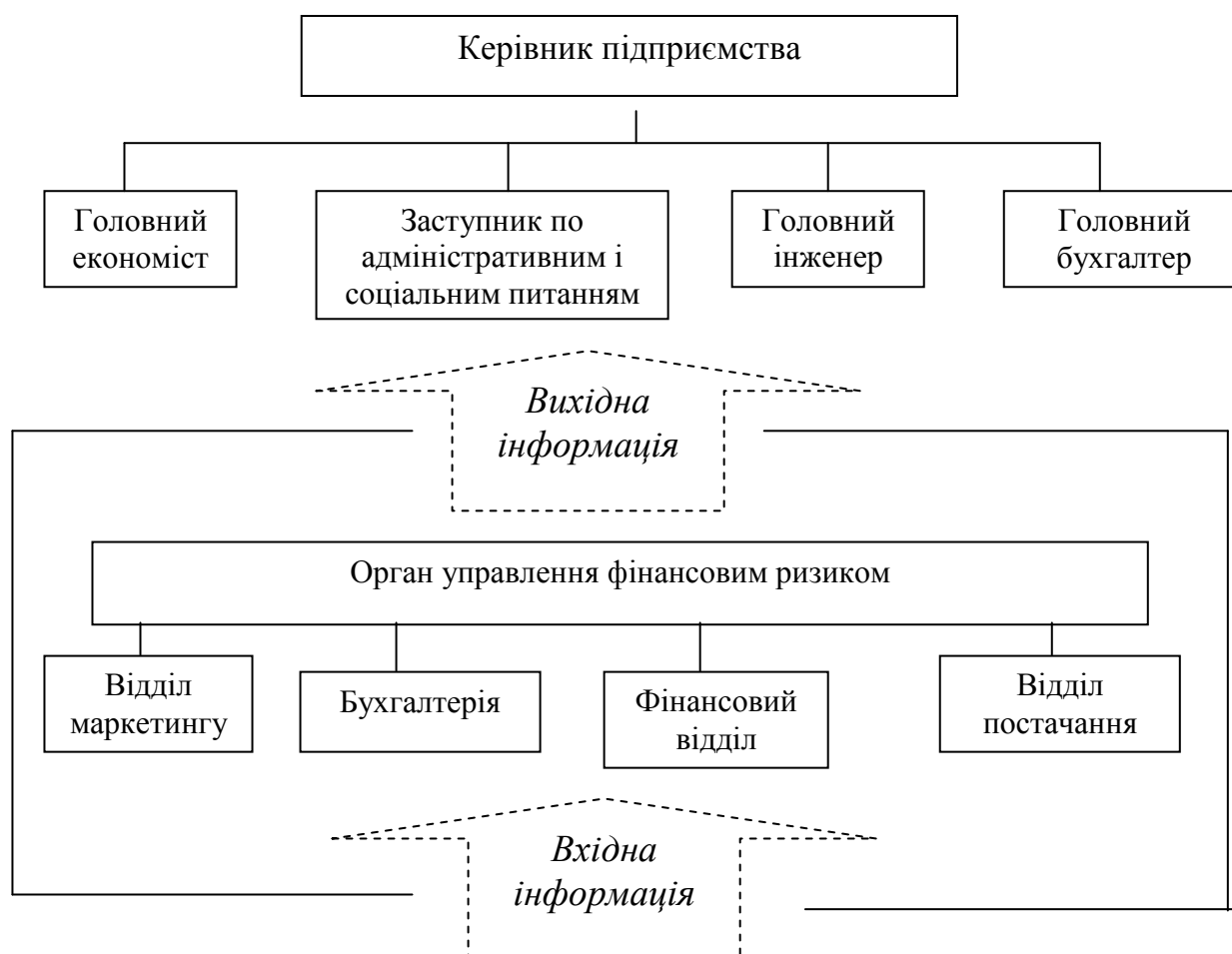
Зараз ринок диктує інші умови і стає все більш і більш очевидно, що фрагментний підхід не працює і необхідне застосування системних принципів управління. Це пов'язано з тим, що фінансові ризики, як відзначалося раніше, взаємозалежні, і не можуть бути розділені і керуватися кожен сам по собі, тим більше, незалежними одиницями. Крім того, фрагментний підхід до управління фінансовими ризиками не забезпечує вищій орган управління підприємством (раду директорів або акціонерів) загальними показниками ризикованості бізнесу, важливими для здійснення стратегії розвитку підприємства.

Деякими дослідниками [1, 91, 199] приділяється особлива увага тому, що застосування системного підходу представляється не тільки доцільним, але і єдино можливим ефективним шляхом рішення задач створення оптимальних ієрархічних систем управління на підприємстві. Це ствердження базується на використанні основних принципів системного підходу до проектування, організації, функціонування, дослідження (аналізу, моделювання) і випробуванні таких систем управління [59]. Ці принципи необхідні для розробки системи концептуальних уявлень, методичної бази і вибору можливих шляхів практичної реалізації всіх етапів вирішення указаної задачі.

Основними принципами системного підходу до побудови і функціонування ієрархічної системи управління в умовах організаційних динамічних систем підприємств прийнято вважати наступні [199]: системності (комплексності),

декомпозиції, інтеграції, ієрархічності, зворотного зв'язку, відповідності рівнів складності, керованості, контролю, адаптації, погодженості, сумісності.

Керуючись перерахованими вище принципами і, використовуючи методи системного управління, представляється можливим змоделювати оптимальну організаційну структуру управління фінансовими ризиками на підприємстві, представлену на малюнку 3.7.



Мал. 3.7. Модель організаційної структури управління фінансовими ризиками на підприємстві

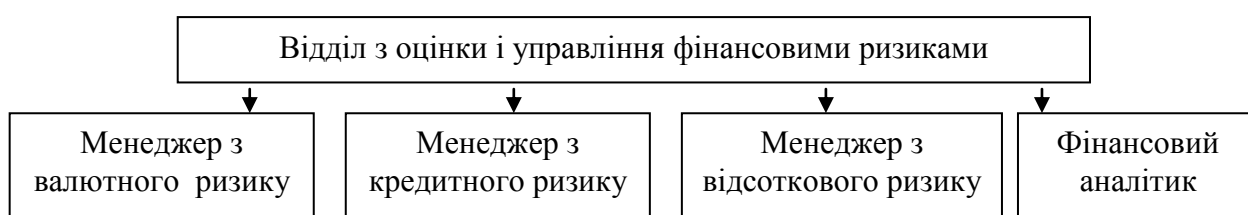
Так, інформація, що надходить на аналітичний рівень може включати наступні дані:

- про стан на фінансових і товарних ринках;
- про постачальників і контрагентів;
- по ринкових позиціях;
- для визначення валютної, відсоткової позиції та інші.

Після обробки і аналізу, вихідна інформація надходить на верхній рівень управління підприємством із метою оцінки та ухвалення рішення про методи зниження фінансового ризику. Вихідна інформація може оцінюватися органами управління за наступними напрямками:

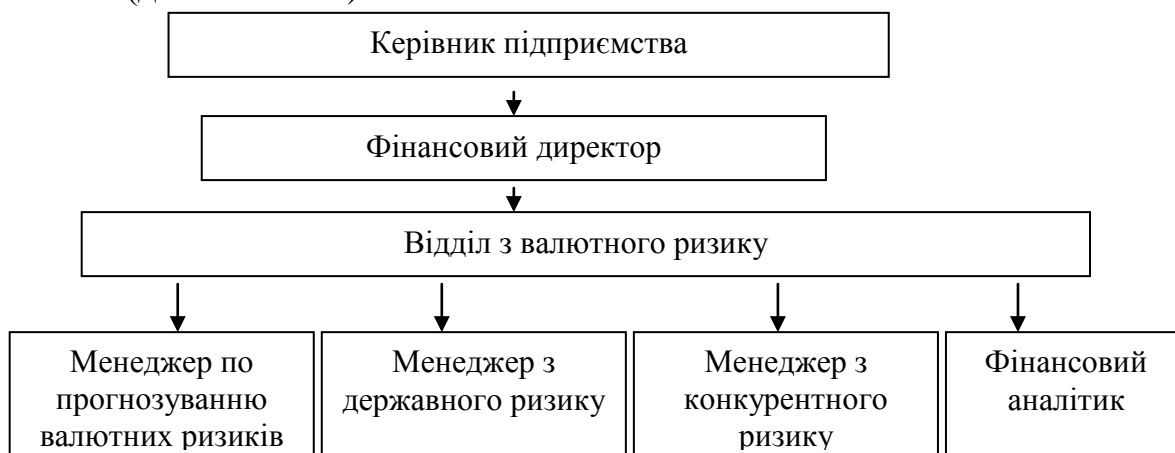
- оцінка портфельного ризику і побудова стратегій захисту;
- оцінка схильності до валютного ризику;
- оцінка росту індивідуальної ліквідності;
- оцінка схильності до кредитного ризику;
- оцінка прямого кредитного ризику (ризика неплатоспроможності контрагента).

Передбачається, що органом управління фінансовими ризиками на підприємстві може бути фінансовий директор, менеджер з ризику, координатор управління ризиками або відповідний апарат управління, структура якого представлена на малюнку 3.8.



Мал. 3.8. Структура відділу по оцінці і управлінню фінансовими ризиками

З метою успішного і ефективного вирішення проблем, наприклад, валютної політики, на великих підприємствах можуть створюватися відділи з валютного менеджменту, структура яких залежить від специфіки функціонального призначення (див. мал. 3.9.).



Мал. 3.9. Структура відділу з оцінки і управління валютними ризиками на великому підприємстві

При необхідності, такі відділи можуть створюватися для оцінки і управління всіма складовими фінансового ризику – кредитним, відсотковим, операційним, при цьому структура відділу залежить від специфічних особливостей виникнення і існування певних видів ризику. Політика таких відділів повинна формуватися у взаємодії з іншими службами і виробничим відділом із метою поліпшення управління конкурентною позицією підприємства.

Так, зокрема, характер виробничої стратегії залежить від очікуваної тривалості змін реальних валютних курсів. Наприклад, після подорожчання вітчизняної валюти експортер повинний прийняти рішення про доцільність підвищення своїх інвалютних цін. Довгострокова зміна в реальному валютному курсі, яку очікує підприємство, змусить його збільшити інвалютні ціни навіть за рахунок тимчасової втрати експортних продажів. Якщо ж витрати відновлення об'єму продажів великі, то підприємство буде тримати інвалютні ціни постійними, орієнтуючись на переміщення виробництва за рубіж для збереження своєї довгострокової прибутковості.

Відділ по оцінці і управлінню валютними ризиками на основі ідентифікації ймовірних наслідків зміни реальних валютних ризиків повинний визначити, як підприємство може протидіяти ймовірному погіршенню своєї конкурентоздатності, викликаному різницею між реальними і номінальним валютними курсами, за допомогою корекції своєї цінової та продуктової політики.

З метою підвищення ефективності управління фінансовими ризиками на підприємстві повинні дотримуватися правила, специфіка застосування яких на практиці залежить від виду діяльності підприємства, ступеня складності функціональних процесів, стратегій організації управління фінансовими ризиками.

Правило 1. Наявність загальної політичної лінії: підприємство повинне виробити і впровадити ефективну реалістичну політику в області управління фінансовими ризиками, а також забезпечити її виконання, виділивши на ці цілі достатні матеріальні та людські ресурси.

Правило 2. Наявність відповідальності вищого керівництва підприємства: політика управління ризиками, включаючи методики ідентифікації, виміру, моніторингу і контролю, здійснюється вищим керівництвом, що дає можливість переконатися в тім, що ризик відповідає загальноорганізаційній стратегії та вимогам законодавства.

Правило 3. Наявність відповідальності підрозділів: функціональні підрозділи повинні відповідати за елементи системи управління фінансовими ризиками, які безпосередньо пов'язані з їхньою діяльністю, у межах, встановлених відповідно до загальноорганізаційної політики управління на підприємстві. Вони також несуть відповідальність за будь-які результати прийняття тих або інших рішень, розробляючи відповідні інструменти управління ризиками. Такий підхід спонукує осіб, що приймають рішення, цілком усвідомлювати пов'язані з цими рішеннями ризики і коректувати розрахунок очікуваних прибутків з урахуванням ризиків.

Правило 4. Планування для непередбачених ситуацій: на підприємстві повинні бути вироблені адекватні інструменти і політика управління ризиками в нестандартних і кризових ситуаціях. Це дозволить ефективно і вчасно реагувати на непередбачений вплив негативних факторів.

Існує екстенсивна і інтенсивна стратегії організації управління фінансовими ризиками на підприємстві. Екстенсивна припускає розширення штату аналітиків і керівників на підприємстві, а інтенсивна - автоматизацію процедур, які піддаються формалізації, управління або їхня комбінація.

З метою урахування перспектив розвитку науково-технічного прогресу і дефіциту кваліфікованих фахівців в області аналізу фінансових ризиків, в даній роботі автор пропонує, в першу чергу, розглядати питання створення оптимальної системи управління фінансовими ризиками з елементами автоматизації на базі сучасних інформаційних технологій. Слід зазначити, що на українському ринку, незважаючи на існуючі пропозиції та рекламу, не існує готового програмного забезпечення для оцінки і управління ризиками, яке поєднувало би процес одержання, обробки, аналізу фінансової інформації і ухвалення рішення про методи управління фінансовими ризиками у рамках усього підприємства. Тому

підприємства не повинні чекати, коли такі програмні рішення будуть створені, якщо це взагалі можливо, а будувати систему управління фінансовими ризиками на основі існуючих аналітичних пакетів і оптимальних організаційно-функціональних рішень.

ВИСНОВКИ

За два останні десятиліття в національній економіці відбулися істотні структурні зміни: прямі методи втручання держави в господарську діяльність підприємств виявилися неефективними, що призвело до необхідності переходу підприємств на ринкову систему господарювання. Процес реформ виявився тісно пов'язаний з багатьма ризикостворюючими факторами, що призвело до збільшення впливу фінансових ризиків на діяльність всіх суб'єктів господарювання.

У розвинутих країнах необхідність вивчення фінансових ризиків була усвідомлена давно і перші теоретичні розробки управління в умовах невизначеності та ризику виникли ще на початку століття. Сьогодні більшість зарубіжних компаній приділяє велику увагу питанням виявлення, оцінки, прогнозування і управління фінансовими ризиками, в той час як у національній економіці, де фактори економічної нестабільності і без того ускладнюють питання ефективного управління підприємствами, проблемам аналізу і управління комплексом фінансових ризиків, які виникають у процесі господарської діяльності підприємств, не приділяється належної уваги. Слід зазначити, що такий підхід домінує не тільки на підприємствах реального сектора економіки, але і у фінансово-кредитних організаціях.

У вітчизняній науці дослідники звернули увагу на проблему існування ризиків ще в 20-х роках ХХ ст., були прийняті законодавчі акти, які враховували існування виробничо-господарських ризиків у діяльності підприємств, однак існуючі в той час розробки з питань виробничих і господарських ризиків важко назвати науковим напрямком досліджень. Після руйнування централізованої системи господарювання і розриву економічних зв'язків, підприємствам, які вирішили самостійно здійснювати господарську діяльність, прийшлося зіштовхнутися з проблемами, пов'язаними з політичною, соціальною й економічною нестабільністю, а проведення 90-х рр. ХХ ст. економічної реформи в Україні викликало підвищений інтерес усіх суб'єктів ринку до питань існування фінансових ризиків. Тема аналізу фінансового ризику підприємств у процесі формування ринкових відносин стала актуальною і затребуваною практично.

Зараз, в умовах ринкових перетворень прагнення суб'єктів господарювання ефективно розвиватися і стабільно функціонувати зіштовхуються з постійними змінами, які охоплюють товарні та фінансові ринки. Це пояснюється нерозвиненістю механізмів зниження впливу негативних факторів на стан і характер діяльності підприємств, що не дозволяє їм вчасно і адекватно реагувати на динаміку економічної ситуації.

Кожне підприємство, здійснюючи свою діяльність в умовах ринку, постійно знаходиться в положенні, коли будь-яка зміна ринкової ситуації призводить до несприятливих наслідків. Так, на вітчизняне підприємство, яке здійснює постачання товарів на світові ринки, впливають обмінні курси валют; на підприємство, яке випускає високотехнологічну продукцію, впливає зміна цін на сировину і на кінцеву продукцію. Компанія, що здійснює свою діяльність на фондовому ринку, залежить від зміни цін на основні інструменти фондового ринку.

Таким чином, з огляду на тенденції розвитку української економіки саме фінансові ризики сьогодні істотно впливають на діяльність підприємств різних сфер і на відміну від інших видів ризиків, фінансові ризики вимагають проведення безперервного аналізу і внесення необхідних змін у систему управління підприємством. Тому найважливішого значення набувають комплексна кількісна та якісна оцінка факторів ризику, а також практична розробка і впровадження на підприємствах ефективних методик оцінки і управління фінансовими ризиками. Підприємства різних напрямків діяльності по-різному оцінили необхідність вивчення фінансових ризиків, причин їхнього виникнення і методів управління ними, по-різному відреагували на актуальність впровадження сучасних наукових розробок у сферу прийняття практичних управлінських рішень.

Організації монетарного сектора економіки в силу динамічності кон'юнктури фінансового ринку і специфічності роботи з високоліквідними активами змогли швидко оцінити доцільність впровадження прогресивних сучасних технологій управління фінансовими ризиками як основи одержання прибутку. Фінансово-кредитні організації змогли виділити достатню кількість ресурсів для вкладень у

розробку процедур аналізу і управління фінансовими ризиками для свого сектора економіки, що дозволило швидко впровадити базові принципи мінімізації ризиків і одержати підтвердження обґрунтованості прийнятих рішень.

На підприємствах реального сектора економіки, де такі умови функціонування, як тривалі терміни реалізації проектів, недостатній обсяг вкладень, низький рівень економічної грамотності управлінського персоналу, перешкоджають об'єктивній оцінці переваг використання сучасних механізмів зниження ризиків і створюють психологічний бар'єр недовіри у відношенні рекомендацій до побудови механізму усунення фінансових ризиків. І як наслідок – неефективне управління фінансовими потоками підприємства, відсутність комплексної системи аналізу і прогнозування результатів фінансово-господарської діяльності, відсутність планування (або помилкове планування) розвитку підприємства, в результаті чого виникають проблеми економічної стабільності та стійкого розвитку підприємства.

Варто констатувати, що розвиток наукової основи процесу оцінки і управління фінансовими ризиками найчастіше розглядається з позиції ризиків організацій монетарного сектора економіки в умовах відносної економічної стабільності. Але специфічні особливості фінансових ризиків підприємств реального сектора економіки вимагають коректування існуючих методів. В сучасних умовах відсутність наукового підходу до питань оцінки і управління фінансовими ризиками на рівні підприємства в значній мірі позначається на ефективності функціонування як окремих підприємств, підприємств однієї сфери діяльності, так і економіки в цілому. Цим пояснюється звернення автора до актуальної проблеми дослідження фінансових ризиків у ринковому господарстві, а рішенням даної проблеми являється розробка діючого механізму оцінки і управління фінансовими ризиками підприємств насамперед реального сектора економіки, який враховує властиві цим підприємствам особливості господарювання.

Все вищесказане дає підставу зробити висновки про існування необхідності розробки і впровадження комплексної концепції оцінки і управління фінансовими

ризиками на національних підприємствах, яка би враховувала фундаментальні теоретичні і практичні розробки цього напрямку досліджень з урахуванням умов соціально-політичної й економічної нестабільності. Причому механізм управління ризиками на підприємствах повинен мати чітку ієрархічну структуру, яка би враховувала результати заходів по зниженню ризиків і швидко адаптувалася до впливу нових ризикостворюючих факторів. Діючі технології оцінки і управління фінансовими ризиками на підприємствах являються концентрованим вираженням ефективності ринкових перетворень, а використання прогресивних методів управління фінансовими ризиками на практиці сприяє прогресивному розвитку національної економіки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абдуллаев А. А., Алиев Р. А., Уланов Г. М. Принципы построения автоматизированных систем управления промышленными предприятиями с непрерывным характером производства / Под ред. акад. Б. Н. Петрова. - М.: Энергия, 1975. - 440 с.
2. Абрикосов А. Л. Менеджмент как система управления. – М.: Дело, 1992. - 324 с.
3. Абросимов И. Д., Медведев В. П. Менеджмент как система управления хозяйственной деятельностью. - М.: Экономика, 1992. - 349 с.
4. Авдашева С. Б., Романова Н. М. Теория организации отраслевых рынков: Учебник. - М.: ИГП «Издательство Магистр», 1998. - 320 с.
5. Активизация человеческого фактора и эффективность труда / Богиня Д. П., Пивовар А. В., Шамота В. Н. и др.; отв. ред. Д. П. Богиня; АН УССР. Ин-т экономики. - К.: Наук. Думка, 1990. - 284 с.
6. Альгин А. П. Грани экономического риска. — М.: Знание, 1991. - 64 с.
7. Аллен Л. Как преуспевать в малом бизнесе: Пер. с англ. / Общ. ред. А. В. Гавриловец, Е. М. Каневский. - М.: "Торговый дом" "Русская тройка", 1992. - 192 с.
8. Алпанов Ю. Ф. Перестройка: методы хозяйствования в торговле. - М.: Экономика, 1993. - 519 с.
9. Алтыев А., Шапин А. Маркетинг - философия современного бизнеса. // Торговля. - 1993. - №1 - С. 13-19.
10. Амблер Т. Практический маркетинг: Пер. с англ. Под общей ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб/: Издательство «Питер», 1999. - 400 с.
11. Андрійчук В., Бауер Л. Менеджмент прийняття рішень і ризик: Навч. посібник – К.: КНЕУ, 1998. - 316 с.
12. Андрушків В. М., Кузьмін О. Є. Основи менеджменту. – Львів: Світ, 1995. - 296 с.
13. Ансофф И. Стратегическое управление. - М.: Экономика, 1993. - 519 с.
14. Аристотель. Аналитики. - Мн.: Современное слово, 1998. - 448 с.

15. Ассэль Г. Маркетинг: принципы и стратегия. - М.: ИНФРА-М, 1999. -390 с.
16. Афанасьев В. Г. Человек и управление обществом. - М.: Экономика, 1977. - 382 с.
17. Афанасьев В. Г. Социальная информация и управление обществом. - М.: Мысль, 1975. – 190 с.
18. Бабичев М. Ю. и др. Банковское дело. - М.: Экономика, 1994. - 396 с.
19. Базилевич Л. А. Моделирование организационных структур. - Л.: Изд-во ЛТУ, 1990. – 160 с.
20. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? - М.: Финансы и статистика, 1994. - 356 с.
21. Балабанов И. Т. Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1996. – 188 с.
22. Банки и банковские операции / Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. - 471 с.
23. Банківські операції / За ред. А. М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2002. - 476 с.
24. Банковская энциклопедия / Под ред. С.И. Лукаш, Л.А. Малютиной. - Днепропетровск: Баланс-Аудит, 1994. - 250 с.
25. Банкротство: стратегия и тактика выживания. 4.1. как избежать банкротства / Под ред. Г. П. Иванова, В. А. Кашина. - М.: Б.И., 1993. - 293 с.
26. Бауэр Ф. Л. Информатика: Задачи и решения. / Пер. с нем. М.К. Валиева и В.К. Сабельфельда; Под ред. А.П.Ершова. – М.: Мир, 1978. – 355 с.
27. Беа Ф., Дихтл Е., Швайцер М. Экономика предприятия. / Под ред. Павлова А., Рихтера К., Антонова В. - Jena: Gustav Fisher Stuttgart. 1992. – 485 с.
28. Беренс В., Хавранек П. Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер с англ. – М.: АОЗТ "Интерэксперт", "ИНФРА-М", 1995. – 247 с.
29. Бизнес и менеджер / Сост. Дараховский И. С.и др. – М.: Азимут-центр, 1992. - 145 с.
30. Бинкин Б. А. Эффективность управления: наука и практика. – М.: Наука, 1992. – 144 с.

31. Блауберг И. В., Юдин Э. Г. Становление и сущность системного подхода. – М.: Наука, 1973. – 350 с.
32. Бланк И. А. Управление использованием капитала. – К.: "Ника-Центр", 2000. - 656 с.
33. Бланк І. А. Фінансовий менеджмент: Учбовий курс. - К.: Ника - Центр, 1999. – 528 с.
34. Блейк, Роберт Роджерс, Моутон, Джейн Стригли. Научные методы управления. – К.: Наук. Думка, 1990. – 247 с.
35. Богданов А.А. Тектология: (Всеобщая организационная наука) В 2-х кн.: Кн. 1. / Редкол. Л. И. Абалкин (отв. Ред.) и др. / Отд-ние экономики АН СССР. Ин-т Экономики АН СССР. – М.: Экономика, 1989. – 304 с.
36. Богданов А.А. Тектология: (Всеобщая организационная наука) В 2-х кн.: Кн. 2. / Редкол. Л. И. Абалкин (отв. Ред.) и др. / Отд-ние экономики АН СССР. Ин-т Экономики АН СССР. – М.: Экономика, 1989. – 351 с.
37. Бодди Д., Пэйтон Р. Основы менеджмента: Пер. с англ. / Под ред Ю. Н. Каптуревского. – СПб.: Издательство „Питер”, 1999. - 396 с.
38. Болотов С. П. Развитие управления - фактор обновления. – К.: Наукова думка, 1990. – 248 с.
39. Большаков С. В. Финансовая политика и финансовое регулирование экономики переходного периода . - М.: Финансы, 1994. - 160 с.
40. Борман Д., Воротина Л. Ю., Федерман Р. Менеджмент предпринимательская деятельность в рыночной экономике. - Гамбург, 1992. - 906 с.
41. Бранд М., Шаповалов С. Г. Бизнес в Украине и за ее пределами: Практические рекомендации. – К.: Просвита, 1997. - 368 с.
42. Брегін Н. А. Фінансовий ризик підприємств в сучасних умовах господарювання // Зб. наукових праць „Економіка: проблеми теорії і практики” – Вип. 188. - Том II. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2004. – С. 566-572.
43. Брегін Н. А. Кредитний рейтинг в системі керування кредитним ризиком // Матеріали VII Міжнародної науково-практичної конференції (10-25 лютого 2004

р.) „Наука і освіта 2004”. – Серія „Економічні науки”. - Том 7. - Банківська система України. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2004. – С. 7.

44. Брегін Н. А. Хеджування як метод зниження цінового ризику підприємств // Матеріали VII Міжнародної науково-практичної конференції (10-25 лютого 2004 р.) „Наука і освіта 2004”. – Серія „Економічні науки”. - Том 9. Фінансові відносини. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2004. – С. 9-11 .

45. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.

46. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений: Пер с англ. - М.: 1996. – 432 с.

47. Бусыгин А. В. Предпринимательство. Основной курс: Учебник для вузов. – М.: ИФРА-М, 1997. – 560 с.

48. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 368 с.

49. Буянов В. П. Рискология (управление рисками). – М.: Экзамен, 2002. – 384 с.

50. Верховин В. И. Экономическое поведение как предмет социологического анализа // Социологические исследования. – 1994. - №10. - С 120-126.

51. Вітлінський В. В., Великоіваненко Г. І. Ризикологія в економіці та підприємстві: Монографія. – К.: КНЕУ, 2004. – 480 с.

52. Вітлінський В. В., Наконечний Я. С. Методи формування резервів на покриття кредитних ризиків // Фінанси України – 1998. - №12. – С. 46-54.

53. Виханский О. С., Наумов А. И. Менеджмент // Учебник для эконом. спец. Вузов. – М.: Высш. шк., 1994. - 224 с.

54. Вишняк А. И. Личность: соотношение трудового потенциала и системы потребностей (социологический анализ) / Отв. ред. В. Ф. Черноволенко – К.: Наук. думка, 1986. -108 с.

55. Власова В. М. Основы предпринимательской деятельности (Эк. Теория. Маркетинг. Финансовый менеджмент). – М.: Финансы и статистика, 1997. - 334 с.

56. Водачек Л., Водачкова О. Стратегия управления инновациями на предприятии: Сокр. Пер. со слов. - Экономика, 1989. – 166 с.
57. Войчак А. В., Кокарев I. В., Петров О. С., Сумцов В. Г. Управління маркетинговою діяльністю підприємства. – Луганськ: Вид-во СУДУ, 1998. – 172 с.
58. Волгин А. П., Матирко В. П., Модин А. А. Управление персоналом в условиях рыночной экономики: опыт ФРГ. – М.: Дело, 1992. - 320 с.
59. Волкова В. Н., Денисов А. А. Основы теории систем и системного анализа. - СПб.: Издательство СПб ГТУ, 1997. – 510 с.
60. Вудвок М. , Фрэнсис Д. Раскрепощенный менеджер: Для руководителя - практика. Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 320 с.
61. Гасанова Э. А. Социально-экономическое управление. – К.: Вища шк., 1988. – 158 с.
62. Герасимчук В. Г. Маркетинг. – К.: Вища школа, 1994. - 544 с.
63. Гладкова Л., Шестаков Ю. Предпринимательский труд и проблемы его становления // Экономика Украины. – 1994. - № 5. - С 90-92.
64. Глухов В. В. Основы менеджмента – СПб., 1995. – 327 с.
65. Глуценко Е. В., Капцов А. И., Тихонравов Ю. В. Основы предпринимательства: Учебное пособие. – М.: Вестник, 1996. – 395 с.
66. Глуценко В. В., Глуценко И. И. Финансы. Финансовая политика, маркетинг, менеджмент. Финансовый риск-менеджмент. Ценные бумаги. Страхование. – г. Железнодорожный, Моск. обл.: ТОО НПЦ «Крылья», 1998. – 416 с.
67. Голуб В. А. Эффективность территориального управления. – Минск: Высшая школа, 1992. - 96 с.
68. Голубков Е. П. Маркетинговые исследования: теория, методология и практика. – М.: Издательство "Финпресс", 1998. - 416 с.
69. Грейсон Д., Делл К. Американский менеджмент на пороге XXI века: Пер. с англ. / Авт. Предисл. Б. З. Мильнер – М.: Экономика, 1991. – 319 с.
70. Грищенко Ж. М., Новикова Н. Г., Лапша И. Н. Социальный портрет предпринимателя // Социологические исследования, 1992. - №10.- С 53-56.

71. Губерная Г. К. Рынок новые условия управления – Донецк: ИЭП НАН Украины, 1995. - 110 с.
72. Джонсон Р. и др. Системы и руководство. – М.: Советское радио, 1971. – 648 с.
73. Дайан А., Букерель Ф., Ланкар Р. и др. Академия рынка: маркетинг. – М.: Экономика. 1993. - 724 с.
74. Данилишин Б. М. Сталий розвиток України: реалії і проблеми. / Проблеми сталого розвитку України. - К.: БМТ, 2000. - 402 с.
75. Дмитренко Г. А. Механизм мотивации высокопроизводительного труда в рамках системного управления трудовым коллективом. – К.: Знание, 1991. - 96 с.
76. Дойль П. Менеджмент: стратегия и тактика. – СПб: Издательство "Питер", 1999. - 560 с.
77. Долан Э. Дж. Деньги, банки и денежно-кредитная политика / Пер с англ. В. Лукашевича и др. – СПб.: Санкт-Петербург оркестр, 1994. - 496 с.
78. Доллан Дж., Линдей Д. Е. Рынок: микроэкономическая модель. Санкт-Петербург, 1992. - 368 с.
79. Дрейпер Н., Смит Г. Прикладной регрессионный анализ. Кн. 1. М.: Мир, 1981. – 252 с.
80. Друкер П. Ф. Рынок: как выйти в лидеры: практика и принципы / Отв. ред. А. Рыбакова – М.: Дело, 1992. – 350 с.
81. Друкер П. Эффективное управление. Экономические задачи и оптимальные решения: Пер. с англ. М. Котельниковой – М.: ФАИР - ПРЕСС, 1998. – 288 с.
82. Елкина Л.С. Риск-менеджмент в сельском хозяйстве // Финансовые услуги. – 2000. - №7.
83. Емельянов А. С., Беседин В. Ф., Клименко Е. Д. Региональная экономика: планирование, прогнозирование, управление. – К.: Наукова думка, 1989. – 170 с.
84. Ермошенко М. М. Маркетинговий менеджмент: Навч. Посібник. – К.: КНАУ, 2001 – 204 с.

85. Ефимов О. В. Как анализировать финансовое положение предприятия: практическое пособие. – М.: Интел-синтез, 1994. – 127 с.
86. Жуков Е.Ф., Максимова Л.М., Печникова А.В. Деньги. Кредит. Банки: Учебник для вузов / Под ред. Е.Ф. Жукова. - М.: ЮНИТИ, 2002. - 624 с.
87. Здравомыслов А. Г. Потребности. Интересы. Ценности. – М.: Политиздат, 1986. - 223 с.
88. Зеленецкий Я. Организация трудовых коллективов. Введение в теорию организации и управления: Пер. с польск. / Под ред. Г. Э. Слезингера – М.: Прогресс, 1971. – 310 с.
89. Зигерт В., Ланг Л. Руководитель без конфликтов. Сокр. Пер. с нем. Научн. ред. и авт. предисл. А. Л. Журавлев. – М.: Экономика, 1990. - 335 с.
90. Зубко Н. М. Экономическая теория – Мн.: НТЦ «АПИ», 1999. - 311 с.
91. Измалков В. И., Измалков А. В. Безопасность и риск при техногенных воздействиях: Учебное пособие. – М. – СПб., 1994. - 269 с.
92. Имери, Винс. Как сделать бизнес в Internet: Пер с англ. - 3-е изд. – К.; М.; СПб.: Диалектика, 1998. - 464 с.
93. Исследование условий формирования и развития малого бизнеса в Украине / Под руководством Клочко Ю. А. – К.: Центр «Венчур», 1995. – 112 с.
94. Ичитовкин Б. Н. Малые формы хозяйствования. – М.: Экономика, 1991. - 204 с.
95. Калина А. В., Осокина В. В. Экономическая теория и практика хозяйствования: Учеб пособие. – К.: МАУП, 1998. – 308 с.
96. Калинич Г. Н., Каныгин Ю. А. Информация в условиях рынка. - К.: УкрНИИ, 1992. – 150 с.
97. Капелюшкин Ю.И. Финансовый инжиниринг с использованием ценных бумаг. Дис. К.э.н. – Москва, 1998. – 131 с.
98. Кинеев Ю. Ю. Оценка рисков финансово-хозяйственной деятельности на этапе принятия управленческого решения // Маркетинг в России и зарубежом. – 2000. - №5 – С. 11-13.

99. Клебанова Т. С., Раевнева Е.В. Теория экономических рисков. – Харьков: ИД «ИНЖЭК», 2003. – 152 с.
100. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 432 с.
101. Козлова О. В., Румянцева З. П. Интенсификация управления производством. – М.: Экономика, 1992. - 192 с.
102. Колб Р. Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е: Перевод с англ. - М.: Информационно-издательский дом «Филин», 1997. – 360 с.
103. Комлев Ю. В., Васюкова А. С. Эффективные методы управления в Японии. – Алма-Ата: Каз. НИИНТИ, 1998. - 121 с.
104. Котлер Ф. Маркетинг менеджмент. – СПб.: ПитерКом, 1998. - 896 с.
105. Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: Прогресс, 1993. - 145 с.
106. Кофман А. , Форд Р. Займемся исследованием операций. – М.: Мир, 1996. – 279 с.
107. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг. Курс лекцій. – Киев: ВИРА-Р, 2002. - 360 с.
108. Крамер Харальд. Полвека с теорией вероятностей: наброски воспоминаний: Пер. с англ. — М.: Знание, 1979. – 60 с.
109. Крегер О., Гьюсон Дж. Типы людей и бизнес: как 16 типов личности определяют ваши успехи на работе: Пер. с англ. – М.: Персей "Вече" АСТ, 1995. – 560 с.
110. Кредісов А. І. Панченко С. Г., Кредісов В. А. Менеджмент для керівників. – К.: Т-во "Знання", КОО, 1999. – 556 с.
111. Крупнов В. И., Крупнова Н. А. Менеджмент в бизнесе. М.: Новости, 1990. – 120 с.
112. Крутик А. Б., Горенбургов М. Д. Малое предпринимательство и бизнес-коммуникации: Учеб пособие. – СПб.: Изд. дом «Бизнес пресса», 1998. – 290 с.

113. Кругман П. Р. Обстфельд М. Международная экономика. Теория и политика: Учебник для вузов (Пер. с англ. под ред. В. П. Колесова, М. В. Кулакова. – М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. - 799 с.
114. Крупка М. І. Фінансово-економічні аспекти розвитку малого підприємства в Україні // Фінанси України. – 1998. - №5 – С. 72-78.
115. Кунц Г., О Донелл С. Управление: системный и ситуационный анализ управленческих функций. В 2-х т.: Пер с англ. – М.: Прогресс, 1993. - 283 с.
116. Кузьмин В., Губенко А. Организация инвестиционного проектирования в условиях неопределенности // Маркетинг. – 2000. – №5 (54). – С. 14-23.
117. Ларичев О.И. Объективные модели и субъективные решения. — М.: Наука, 1987. – 191 с.
118. Лебедев О. Т., Каньковская О. Р. Основы менеджмента. – СПб.: ИД «МиМ», 1998. – 192 с.
119. Леонтьев А. Н. Потребности, мотивы и эмоции. – М.: Наука, 1972. – 230 с.
120. Леонтьев В. Экономические эссе. Теория, исследования, факты и политика: Пер. с англ. – М.: Политиздат, 1990. - 415 с.
121. Логовинский Е. Алгоритм управления риском // Ведомости. – 2001. – №57 (380). – С. 6.
122. Лукинов И. И. Концептуальные основы региональной экономической политики // Экономика Украины. – 1993. - № .1 – С. 3-8.
123. Лук'янченко Д. Г., Білошапка В. А., Пестрецова О. Г. Спільні підприємства в Україні: організація та умови ефективного розвитку. – К.: Хвиля-прес, 1995. – 176 с.
124. Макарова С. Ф. Менеджер за работой. – М.: Молодая Гвардия, 1989. - 112 с.
125. Макконел К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. Пер. с англ. , 11 изд. – К., ХаГар, 2000. - 785 с.
126. Макромаркетинг (поведение, реклама, администрирование) / Под ред. Бритченко И. Г., Белявцева М. И., Садекова А. А. — Донецк: ДонГУЭТ, ДонНУ, 2002. - 427 с.

127. Маслов Е. В. Управление персоналом предприятия: Учебное пособие / Под ред. П. В. Шеметова. – М.: ИНФРА-М, Новосибирск НГАЭиУ, 1998. – 312 с.
128. Маршал Дж. Ф., Випул К. Бансал. Финансовая инженерия: Пер. с англ. - М.: Инфра-М, 1998. – 784 с.
129. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирование инвестиционных проектов. — М.: ИКЦ “ДИС”, 1997. – 160 с.
130. Мерсер, Дэвид. IBM Управление в самой преуспевающей корпорации мира. – М.: Прогресс, 1991. - 350 с.
131. Мертенс А. В. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агенство, 1997. - 46 с.
132. Мескон М. Х., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента: Пер. с англ. – М.: «Дело», 1992. - 702 с.
133. Методические указания по проведению анализа риска опасных промышленных объектов // Безопасность труда в промышленности. - 1997. - №2 - С. 46 - 56.
134. Мильнер Б. З., Евенко Л. И., Раппопорт В. С. Системный подход к организации управления. – М.: Экономика, 1993. – 224 с.
135. Мой банк / Под общ. ред. С.И. Кумок. — М.: Московское финансовое объединение, 1996. – 320 с.
136. Мороши М. Организация. Стимулирование. Эффективность: Пер с венгер. – М.: Экономика, 1990. - 208 с.
137. Некрасов Н. Н. Региональная экономика: Теория, проблемы, методы. - 2-е изд. –М.: Экономика, 1978. – 344 с.
138. Норткотт, Дерил. Принятие инвестиционных решений: Пер. с англ. Под ред. А.Н. Шохина. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 219 с.
139. Овсиевич Б. Л. Модели формирования организационных структур. – Л.: Наука, 1990. - 160 с.
140. Ожегов С. И. Словарь русского языка: Ок. 57000 слов / Под ред. докт. Филол. наук, проф. Н. Ю. Шведовой. - 16-е изд, испр. – М.: Рус. Яз., 1984. – 797 с.

141. Организация управления общественным производством / Под ред. Г. Х. Попова, Ю. И. Краснопопая. 2-е изд. - М.: Изд-во МГУ, 1984. – 256 с.
142. Основы управления: Учебн. для вузов по спец. "Экономика и орг. машиностроит. Пром." / Под ред. В. П. Радукина. – М.: Высш. Шк., 1986. - 271 с.
143. Парамонов Ф. И. Рационализация аппарата управления предприятием. М.: Экономика, 1989. – 237 с.
144. Парначев В. Г. Малый бизнес в сфере услуг. – М.: Знание, 1991 - 64 с.
145. Пахомов Ю. Н. и др. Механизм рыночной экономики в современных условиях / Ю. М. Пахомов, Н. К. Назимова, Е. И. Шаблий. – К: УкрНИИНТИ, 1991. – 49 с.
146. Первозванский А. А., Первозванская Т. Н. Финансовый рынок: расчет и риск. — М.: Инфра-М, 1994. – 192 с.
147. Покропивный С. Ф., Колот В. М. Підприємство: стратегія, організація, ефективність. – К.: КНЕУ, 1998. – 352 с.
148. Попов В. М. Деловое планирование (Методы. Организация. Современная практика): Уч. Пособие. – М.: Финансы и статистика, 1997. - 368 с.
149. Попов Г. Х. Проблемы теории управления. Изд. 2-е доп. и перераб. – М.: Экономика, 1974. – 318 с.
150. Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент банку: Навч. посібн. / К.: КНЕУ, 1999. - 279 с.
151. Психологические аспекты подбора и проверки персонала / Сост. Н. А. Литвинцева. – М.: 1996/1997. – 400 с.
152. Райсберг Б. А. Курс управления экономикой: Учебник для вузов. – Санкт-Петербург: Питер, 2002. – 528 с.
153. Раис Эл, Траут Джек. Маркетинговые войны. – СПб.: ЗАО Издательство "Питер", 2000. - 256 с.
154. Райс Т., Койли Б. Финансовые инвестиции и риск: Пер. с англ. – К.: ВНУ, 1995. – 592 с.
155. Ракоти В. Д. Стимулы к труду в новых условиях хозяйствования. - М.: Профиздат, 1986. - 151 с.

156. Роджерс Ф. Дж. ИБМ. Взгляд изнутри: Человек - фирма - маркетинг: Пер. с англ. / при участии Р. Д. Шука. Вступ. Ст. В. С. Загашвили. - М.: Прогресс, 1990. - 280 с.
157. Романов А. Маркетинг. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1996. - 560 с.
158. Романов В. С., Бутуханов А. В. Риски предприятия как составная часть рисков // Моделирование и Анализ Безопасности, Риска и Качества в Сложных Системах: Труды Международной Научной Школы МА БРК — 2001. СПб. — НПО «Омега», 2001. — С. 218—221.
159. Р - система: Введение в экономический шпионаж. Кн. 1,2. –М.: “ХАМТЕК ПАБЛИШЕР”, 1997. – 941 с.
160. Рудашевский В. Д. Оптимальная стратегия развития франчайзинговой системы. – М.: Экономика и мат. методы, 1998. - Т. 34. – вып. 2. - С. 89.
161. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 288 с.
162. Рыночная экономика (С. С. Шагалин, В. Г. Урчухин, Р. И. Хасбулатов и др.) – М.: Универсум, 1991. - 216 с.
163. Саати Т., Кернс К. Аналитическое планирование. Организация систем: Пер. с англ. . – М.: Радио и связь, 1991. - 224 с.
164. Садеков А. А. Предпринимательство и устойчивое развитие. - Донецк: ДонГУЭТ им. М. Туган-Барановского, 2002. - 450 с
165. Салин В.Н. Математико-экономическая методология анализа рисков видов страхования. - М.: Анкил, 1997. – 126 с.
166. Самуэльсон П. Экономика. Том 1. - М.: НПО "Алгон", ВНИИСИ, "Машиностроение", - 1994. - 333 с.
167. Самуэльсон П. Экономика. Том 2. – М.: НПО "Алгон", ВНИИСИ, "Машиностроение", - 1994. - 415 с.
168. Саридис Дж. Самоорганизующиеся стохастические системы управления: Пер. с англ. / Под ред. Я. З. Цыпкина. - М.: Наука. Гл. ред. физ.-мат. лит., 1980. - 400 с.

169. Саркисян Л. Г., Донец Л. И., Азарян Е. М. Менеджмент и маркетинг: возникновение, эволюция, эффективность и стратегия развития. – Донецк: Юго-Восток, 1997. - 148 с.
170. Саркисян А. М. Производные финансовые инструменты. Хеджирование, спекуляция, арбитраж. – М.: ИГ «Прогресс», 1998. – 196 с.
171. Синк Д. С. Управление производительностью: планирование, измерение и оценка, контроль и повышение. – М.: Прогресс, 1989. - 522 с.
172. Сирополис Николас К. Управление малым бизнесом. Руководство для предпринимателей: Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. - 672 с.
173. Снизить риски инвесторов – задача государства // Рынок Ценных Бумаг. – 2000. – С. 64-66.
174. Совершенствование хозяйственного механизма / А. И. Гаранин, И. А. Любан и др. – Минск: Висш. Шк., 1989. – 212 с.
175. Стапаненко В. А. Механизм регулирования рынка США. – К.: УкрИНТЭИ, 1992. – 56 с.
176. Стоянов Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика. - М.: «Перспектива», 2003. - 656 с.
177. Татьянников В.А. Риски инвесторов в условиях повышения неопределенности российского фондового рынка. Дис. к.э.н. - Екатеринбург, 2001. – 194 с.
178. Твисс Б. Управление научно-техническими нововведениями. Сокр. пер. с англ. / Авт. предисл. и науч. ред. К. Ф. Пузыня. – М.: Экономика, 1992. - 271 с.
179. Теребулин С. С. Управление рисками инвестиционных проектов в пищевой промышленности. Дис. к.э.н. – Москва, 2002.- 177 с.
180. Толковый словарь рыночной экономики. — М.: Глория, 1993. - 301 с.
181. Трифонов Ю.В., Плеханова А.Ф., Юрлов Ф.Ф. Выбор эффективных решений в экономике в условиях неопределённости. Монография. - Н. Новгород. – ННГУ, 1998. - 140 с.

182. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. – Изд. 4-е пересмотренное. Изд. Книжного Кооперативного Т-ва при смолгубкоме РКП, 1923. - 430 с.
183. Управление персоналом в условиях социальной рыночной экономики / Под науч. ред. проф. Р. Марра, Г. Шмидта. – М.: Изд-во МГУ, 1997. - 140 с.
184. Уткин Э. А. Банковский маркетинг. 2-е изд. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 304 с.
185. Уткин Э. А. Риск-менеджмент. - М.: Ассоциация авторов и издателей «Тандем». Изд-во ЭКМОС, 1998. – 288 с.
186. Філіпенко А. С. Прогнозування валютних курсів // Фінанси України. – 1996. - №5 – С. 57-61.
187. Финансовый менеджмент / Под ред. Е. С. Стояновой. – М.: Перспектива, 1998. – 656 с.
188. Финансовый менеджмент: Учебник для вузов / Под ред. акад. Г.Б. Поляка. — М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. - 519 с.
189. Фомин П. А., Хохлов В. В. Оценка эффективности использования финансов предприятий в условиях рыночной экономики. Монография. - М.: Высшая школа, 2002.
190. Фридман Пол. Аудит: контроль затрат и финансовых результатов при анализе качества продукции. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1997. - 286 с.
191. Хейне П. Экономический образ мышления: Пер. с англ. – М.: Новости при участии изд-ва "Catallaxy", 1991. - 704 с.
192. Хентце Й. Теория управления кадрами в рыночной экономике / Пер. с нем. Г. А. Рахманина. – М.: Международные отношения, - 1997. - 664 с.
193. Хикс Дж. Стоимость и капитал / Пер с англ., общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Энтова. – М.: Прогресс, 1993. – 488 с.
194. Хохлов Н.В. Управление риском. - М.: Юнити – Дана, 1999. - 239 с.
195. Челноков В.А. Банки: букварь кредитования. Технология банковских ссуд. Околобанковское рыночное пространство. - М.: АОЗТ «Антидор», 1996. - 368 с.

195. Черняк В. К. Структура экономического развития. – К.: Наук. думка, 1981. – 211 с.
196. Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций. - М.: Дело, 1998. – 256 с.
197. Чухно А. А. Перехід до ринкової економіки – К.: Наук. думка, 1993. – 270 с.
198. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.
199. Шарипов Ю. К., Ильясов Б. Г., Исмагилова Л. А. Управление гибким автоматизированным производством. - Уфа: Башк. кн. изд-во, 1986. - 224 с.
200. Шегда А. В. Основы менеджмента: Учебное пособие. – К.: товариство «Знання», КОО, 1998. - 512 с.
201. Шумпетер И. Теория экономического развития: Пер. с нем. – М.: Прогресс, 1982. – 454 с.
202. Щекин Г. В. Практическая психология менеджмента. – К.: Украина, 1994. - 399 с.
203. Эклуд К. Эффективная экономика - шведская модель: Пер. со швед. / Авт. предисл. В. В. Попов, Н. П. Шмеля, Науч. Ред. А. М. Волков. - М.: Экономика, 1991. – 349 с.
205. Экономика и рынок труда: Учебн. пособие / Общая редакция А. Головачева. – Минск: Вышэйшая школа, 1994. – 368 с.
206. Экономическая теория (политэкономия): Учебник / Под общ. ред. Д. Камаева. – М.: Гуманист ИЦ ВЛАДОС", 1998. – 640 с.
207. Янковский Н. А. Повышение эффективности внешнеэкономической деятельности крупного производственного комплекса. - Донецк: Донеччина, 2000. - 446 с.
208. Ясин Е. Г. Хозяйственные системы и радикальная реформа. – М. Экономика, 1989. – 319 с.
209. Vognar G.M., Gebhardt G. Derivatieves Usage in Risk Management. National Bureau of Economics Research.

210. Ceske Rob. Operational Risk: Current Issues and Best Practices. - NetRisk, Garp. July 28, 1999.
211. Markowitz H. Portfolio Selekcion. – J. of Finances, 1952, v.7 №1. – P. 77-91
212. Obstfeld M. and Rogoff K. The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause? NBER Working Paper №7777, 2000.
213. Obstfeld M. and Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. NBER Working Paper №5960, 1997.
214. Sharpe W.F. Investments. – New York. Prentice – Hall, 1985 (3-nd edit)
215. Tesar L. and Werner L. The Intemationahzation of Securities Markets since the 1987 crash The Brooking Paper, 1998.
216. Tobin D. Liquidity proference as behavior toward risk. Rev. of Econ. Studies, 1958, V.25, № 1. – P.65-86
217. Vaugham E.J. Risk management. — N.Y. etc.: Wiley, 1997.
218. Інформація, яка отримана з офіційного веб-сайту Державного комітета статистики України [http: //www.ukrstat.gov.ua/](http://www.ukrstat.gov.ua/)
219. Інформація, яка отримана з офіційного веб-сайту компанії «Франклин & Грант» [http: // www.franklin-grant.ru](http://www.franklin-grant.ru)
220. Інформація, яка отримана з офіційного веб-сайту Chicago Board of Trade (CBOT) [http: //www.cbot.com/](http://www.cbot.com/)
221. Інформація, яка отримана з офіційного веб-сайту брокерської компанії Capital Standard Corporation [http: //www.csc.com.ua/](http://www.csc.com.ua/)
222. Інформація, яка отримана з веб-сайту [http: //www.finrisk.ru/](http://www.finrisk.ru/)
223. Інформація, яка отримана з веб-сайту [http: //www.e-mastertrade.ru/](http://www.e-mastertrade.ru/)
224. Інформація, яка отримана з веб-сайту [http: //www.hedging.ru/](http://www.hedging.ru/)