

DOI: 10.55643/fcaptp.4.51.2023.4062

Валентина Антоненко

к.е.н., доцент кафедри управління і фінансово-економічної безпеки, ДВНЗ Донецький національний технічний університет, Луцьк, Україна;
e-mail valentyna.antonenko@donntu.edu.ua
ORCID: [0000-0002-8220-5813](https://orcid.org/0000-0002-8220-5813)
(Corresponding author)

Олена Лизунова

д.е.н., професор кафедри управління і фінансово-економічної безпеки, ДВНЗ Донецький національний технічний університет, Луцьк, Україна;
ORCID: [0000-0002-0083-4422](https://orcid.org/0000-0002-0083-4422)

Ольга Попова

д.е.н., професор, завідувач кафедри управління і фінансово-економічної безпеки, ДВНЗ Донецький національний технічний університет, Луцьк, Україна;
ORCID: [0000-0002-9093-5912](https://orcid.org/0000-0002-9093-5912)

Олена Мізіна

к.е.н., доцент кафедри управління і фінансово-економічної безпеки, ДВНЗ Донецький національний технічний університет, Луцьк, Україна;
ORCID: [0000-0002-2022-3071](https://orcid.org/0000-0002-2022-3071)

Ганна Панченко

к.е.н., доцент кафедри управління і фінансово-економічної безпеки, ДВНЗ Донецький національний технічний університет, Луцьк, Україна;
ORCID: [0009-0002-7118-6773](https://orcid.org/0009-0002-7118-6773)

Лариса Сарбаш

к.е.н., доцент кафедри управління і фінансово-економічної безпеки, ДВНЗ Донецький національний технічний університет, Луцьк, Україна;
ORCID: [0009-0001-4253-1876](https://orcid.org/0009-0001-4253-1876)

Received: 12/05/2023

Accepted: 21/06/2023

Published: 31/08/2023

© Copyright

2023 by the author(s)



This is an Open Access article distributed under the terms of the [Creative Commons CC-BY 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

ТРІАДА СТРАТЕГІЧНОГО – ТАКТИЧНОГО – ОПЕРАТИВНОГО РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТУ ЯК ІННОВАЦІЯ У ФІНАНСОВОМУ УПРАВЛІННІ

АНОТАЦІЯ

Стаття присвячена інноваційному підходові до управлінню ризиками у фінансовій сфері. Здійснено аналіз наукових досліджень із фінансової ризикології та суміжних наук. Обґрунтований авторський підхід та напрацьовані факторні моделі щодо системного поєднання стратегічного, тактичного й оперативного фінансового ризик-менеджменту; запропоновані факторні моделі та критерії оцінки ефективності фінансових стратегічних, тактичних і оперативних рішень.

Уперше введено поняття капіталізації статутного капіталу та індексу швидкості його капіталізації як індикаторів вимірювання ефективності фінансових рішень. Обґрунтовані варіанти управлінської поведінки в певних фінансових ситуаціях з урахуванням їхньої ризикованості. Завдяки факторному моделюванню визначено зв'язок капіталізації статутного капіталу з поточними фінансовими показниками, а саме прибутком підприємства з урахуванням процедури його розподілу.

В оперативному фінансовому менеджменті акцент робиться на тому, що грошові кошти за раціональним їх розподілом потрібно спрямовувати: спочатку на погашення зовнішніх поточних зобов'язань, а потім – для фінансування поточних внутрішніх потреб. Для покриття зовнішніх поточних зобов'язань варто здійснювати відповідний моніторинг і рефінансування дебіторської заборгованості, а задля фінансового забезпечення поточних внутрішніх потреб – формувати відповідного розміру страховий грошовий фонд; причому ці два процеси мають відбуватися комплексно й паралельно один одному.

Практичне запровадження системного фінансового ризик-менеджменту в поєднанні його складових: стратегічної, тактичної та оперативної – дозволить покращити управління фінансовою сферою, підвищить її ефективність і буде відповідати інтересам і власників підприємства, і його менеджерів.

Ключові слова: менеджмент, система, статутний капітал, прибуток, грошові потоки, ризик-апетит, факторне моделювання

JEL Класифікація: G01, G32, H12

ВСТУП

Умови ринкового господарювання мають досить специфічні наслідки для діяльності всіх без винятку економічних суб'єктів. Це обумовлено тим, що економічні реалії, у яких функціонують економічні суб'єкти, пов'язані з дією різного роду й напрямів ризиків, які майже завжди чинять негативний вплив на їхню діяльність. Актуальність і значущість досліджень проблем ризиків підвищуються також тому, що ризики з часом стають більш значимими, набувають системного характеру та здійснюють значно більший негативний вплив, ніж це було років десять-двадцять тому.

Серед різних видів ризиків, описуваних у науковій літературі, що мають місце в практичній діяльності економічних суб'єктів, фінансові ризики займають особливе місце та відіграють вагомий роль. Попри це, у фінансовій науці навіть немає однозначності у формулюванні змісту поняття «фінансовий ризик», тим більше – щодо його видів, класифікації методів уникнення чи зменшення.

Найбільш серйозною, але при цьому надто мало дослідженою залишається проблема управління стратегічними фінансовими ризиками. На це звертали увагу й інші науковці [1; 2]. Варто зазначити, що саме будь-які помилкові чи неефективні стратегічні рішення тягнуть за собою величезні проблеми в поточному й оперативному управлінні. Іншими словами, від вирішення стратегічних задач залежить успішність (чи, навпаки, неуспішність) в отриманні результатів поточного й оперативного управління діяльністю економічних суб'єктів. Але на практиці досить часто ухвалюються управлінські рішення в площині забезпечення поточного й оперативного захисту від потенційних загроз.

Дослідження базується на доробках учених у галузях стратегічного, тактичного й оперативного менеджменту, теорії управління фінансовими ризиками, прогнозуванні тенденцій змін випадкових величин, факторного моделювання та націлене на комплексне, науково логічне поєднання названих підходів у цих галузях.

ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Аналіз наукових позицій і напрацьованих ученими матеріалів у першу чергу спрямований на вивчення та окреслення прогалів щодо інтеграційного поєднання стратегічного, поточного й оперативного управління фінансовими ризиками. Надалі це сприятиме розробці на цій основі методологічного підходу в управлінні означеними ризиками, який, на відміну від існуючих у науці, базуватиметься на системному методі врахування всіх локальних аспектів досліджуваної проблеми.

Ознайомлення з опублікованими результатами досліджень учених-попередників дало змогу визначитися з основними напрямками їхніх підходів із погляду можливої їх інтеграції в управління фінансовими ризиками. Учених, які долучилися до цієї тематики, умовно можна об'єднати в декілька груп:

- до першої групи належать ті, які досліджували управління фінансовими ризиками без зв'язку зі стратегічним управлінням, тобто переймалися перш за все розвитком ризик-менеджменту; серед них можна окремо виділити тих, які сконцентровували увагу на результатах дії загроз, що більше відноситься до оперативного менеджменту [3-6];
- до другої групи можна віднести вчених, які провадили дослідження в галузі стратегічного менеджменту та недостатньо зосереджувалися на управлінні ризиками, хоча деякі з них усе-таки приділяли увагу стратегії управління ризиками, але розглядали її як одну зі всієї сукупності розроблюваних стратегій та з огляду на досить значну кількість стратегій не мали достатньої можливості дослідити згадану специфічну стратегію щодо ризиків [5; 7-11];
- третю групу складають науковці, що робили спроби поєднання стратегічного управління з ризиками та відповідно розробляли підходи до вивчення й урахування прогнозів у процесах реалізації стратегій; однак варто зазначити, що ці пошуки не мають свого наукового завершення та вимагають продовження таких досліджень [1; 12; 13];
- четвертою групою є фахівці, що більше переймаються питаннями нейтралізації ризиків та зменшення негативного впливу останніх на результати діяльності економічних суб'єктів, тобто досліджують різні методи усунення негативного впливу загроз та розробляють заходи захисту від них [14; 15];
- окремо виділяється чимала група дослідників, які розвивають теорію та математичний апарат прогнозування, що наразі є досить затребуваним у багатьох теоретичних і практичних доробках; при цьому додаймо, що воно (прогнозування) має найбільше значення саме для оцінки наслідків дії загроз і в такий спосіб пов'язане з темою управління ризиками [16-22];
- є група вчених, які зосереджувалися виключно на дослідженні фінансових ризиків, розглядаючи їх при цьому або як специфічний вид ризику в системі підприємницьких ризиків, або як окремий об'єкт дослідження [3; 23; 24]. Укажемо, що це забезпечило таким розробкам певну глибину вивчення окремих питань ризиків у фінансовій сфері, але дещо звузило сприймання фінансових наслідків від дії загроз нефінансового характеру.

Згадувані вище наукові підходи до дослідження фінансових ризиків, а також їх поєднання в умовно сформовані групи, дозволило зокрема побудувати базове наукове підґрунтя для цього авторського дослідження та окреслити його основні кроки.

Доцільно при цьому акцентувати увагу на деяких ключових положеннях науковців-попередників.

Досліджуючи підходи та позиції вчених стосовно теми управління ризиками, варто звернути увагу на роботу А. І. Курак, яка наводить порівняльну характеристику основних теоретичних концепцій управління ризиками і зокрема

вказує на такі: інтуїтивна, фрагментарна й комплексна концепції. Посилаючись на характеристики її та її попередників щодо ознак цих концепцій, зауважимо, що саме комплексна концепція має відчутні переваги порівняно з іншими двома, бо вона: охоплює всі ризики, що підлягають розгляду; базується на комплексному портфельному підході до управління ризиками в поєднанні стратегічних і фінансових наслідків їхніх дій; передбачає проактивний підхід в управлінні ними й головне – націлює керівництво не стільки на уникнення ризику, скільки на зростання вартості в коротко- й довгостроковій перспективі. На жаль, більш детально ця концепція в цій роботі не досліджена, тобто авторка задовольняється тільки її окресленням [4].

Про системне поєднання стратегічного, поточного (тактичного) й оперативного складників у єдиному механізмі фінансового ризик-менеджменту науковці згадують надто рідко: [1; 2]. Попри те, що дослідження ризиків привертають увагу все більшого кола вчених, ця тема наразі не є завершеною відповідно до сучасних економічних умов. Певним чином таким дослідженням бракує системності, комплексності та розвиненості щодо поєднання різноспрямованих векторів наукових розробок. Системний розгляд фінансового ризик-менеджменту в поєднанні його стратегічної, тактичної й оперативної складових вимагає продовження наукових досліджень у цьому напрямі.

Ризик завжди асоціюється та поєднується з невизначеністю, що принципово визнають усі вчені. Але є роботи, у яких, на наш погляд, некоректно тлумачать поняття ризику й невизначеності [5]. Таке дещо недбале ставлення до термінології призводить до неточного визначення й сутності ризик-менеджменту, яким у згадуваній роботі вважають «комплексну оцінку внутрішніх бізнес-процесів, проєктів компанії і зовнішнього середовища для виявлення слабких зон, загроз її функціонування з наступною розробкою нейтралізуючих або запобіжних заходів, а також виявлення позитивних або сильних сторін та розробки заходів з підсилення їх дії». Помилковість цього підходу в тому, що сутність ризик-менеджменту полягає у створенні дієвого, ефективно функціонуючого механізму нейтралізації будь-яких загроз для успішного існування економічного суб'єкта, а цитоване визначення більше спрямоване на його етапи з акцентом на одному з них – аналітичному.

Про дослідження І. В. Федулової вже йшлося вище. Вона дає також досить влучне трактування стратегічного управління фінансовими ризиками (хоча в її інтерпретації мова йде не про фінансові стратегічні, а про стратегічні ризики взагалі, що, на наш погляд: «Під стратегією управління ризиками розуміють напрям і спосіб використання коштів для досягнення поставленої мети відповідно до визначеного ризик-апетиту» [1, с. 65].

О. М. Герасименко пропонує власну методику оцінювання рівня впливу ризику на економічну безпеку підприємств та при її практичній апробації окреслює пріоритетні ризики впливу на безпеку п'ятнадцяти репрезентованих українських підприємств. Як стверджує сама авторка, методика не є складною, бо базується на бальних оцінках десяти (тільки!) експертів, хоча вибрані для апробації підприємства мають різну галузеву приналежність, а тому виникає питання щодо якості експертних оцінок. Можна подискутувати також із приводу того, що ця методика є простою, бо насправді вона вимагає використання доволі довгих математичних розрахунків, що обтяжує методичні процедури, а з огляду на сумнівну якість первинної експертної інформації може зменшити вагомість отриманих результатів. Однак зауважимо, що ця методика має певний сутнісний інтерес із нашого погляду, тому що містить перш за все саме стратегічні загрози, як, наприклад: випереджальний розвиток альтернативних видів транспорту й аварії на об'єктах – для «АТ Укрзалізниця»; зміна політики експорту продукції та невиконання планів виробництва – для «АТ Гідросила»; зростання світового попиту на ячмінь і залежність від сезонності попиту на продукцію – для «ПрАТ Славутський солодовий завод»; залежність від світових цін на сировину й зношеність обладнання – для «АТ ЗалК»; різка зміна кон'юнктури внутрішнього та зовнішнього ринку й недостатня забезпеченість персоналом необхідного рівня кваліфікації – для «ПАТ Кременчуцька трикотажна фабрика»; високий ступінь зносу основних засобів і високий рівень конкуренції – для «ПАТ Тернопіль-готель»; зниження обсягів виробництва та ухвалення необґрунтованих управлінських рішень – для «ПрАТ Одесагрошляхбуд»; неспроможність замовників – для «ПАТ Житомирмолоко», «ТОВ ТРАК-БАС» і «ПАТ Чернігівпобутрадїотехніка». Отже, позитивне ставлення до цієї роботи викликає наявність чинників стратегічного впливу на виникнення й розвиток загроз та стан економічної безпеки цих підприємств. Але, попри це, відсутнє переконливе обґрунтування того, як саме зазначені чинники середовища призводять до ризиковості активів / пасивів і фінансового стану [41, с. 370], а потім – і до ризику зменшення EBIT цих підприємств [41, с. 375]. Іншими словами, у цій роботі є досить цікавий початок – націленість на поєднання стратегічного й поточного ризик-менеджменту, але бракує продовження вказаної ідеї, не показано, як саме стратегічні орієнтири впливають на той самий показник прибутковості EBIT.

У роботі [42], яка присвячена управлінню оборотним капіталом (а це, до речі, має відношення до поточного фінансового управління), наведені докази, що саме він (оборотний капітал) створює конкурентні переваги й забезпечує конкурентоспроможність, покращує результативність (прибутковість) і ліквідність (платоспроможність) компаній. Однак надмірне інвестування в оборотний капітал має негативні наслідки, бо збільшує витрати й знижує вартість

компаній. Автори цієї роботи припускають, що існує оптимальний рівень інвестицій в оборотний капітал, та вивели нелінійну залежність між інвестиціями в оборотний капітал і фінансовими показниками. Вони також зазначають, що американські компанії стикаються з проблемою невизначеності оптимальних обсягів інвестицій в оборотний капітал та його складові елементи. Такі висловлювання цитованих науковців вимагають певних пояснень. Річ у тому, що співвідношення оборотного й необоротного капіталу зумовлюється в першу чергу технологічними особливостями та галузевою приналежністю того чи іншого підприємства. Про це було відомо вже досить давно [43; 44]. Не викликає ніяких сумнівів або заперечень таке зауваження: «Від того, наскільки оптимальним є співвідношення основного та оборотного капіталу, значною мірою залежать результати виробничої та фінансової діяльності, а звідси – і фінансовий стан підприємства» [44]; додаймо, що це співвідношення (точніше відхилення від його оптимального галузевого значення) впливає й на ризикованість інвестування в активи підприємств.

На важливість урахування часового фактору в управлінні ризиками вказується, наприклад, у монографії С. О. Домбровської та І. С. Лапіної, де ризики досліджують із погляду їхнього впливу на управління структурою капіталу підприємств: «Економічна невизначеність умов реалізації бізнес-процесів в управлінні структурою капіталу має нерозривний зв'язок із часовим фактором. Менеджерам на власний ризик та розсуд необхідно приймати рішення щодо формування структури капіталу, і одночасно мати на увазі, що з плінністю часу дане рішення може втратити актуальність та стати недоцільним» [39, с. 52-53]. Принагідно зазначимо, що з точки зору поєднання стратегічного, тактичного й оперативного ризик-менеджменту часовий чинник має надто вагоме, якщо не першочергове, значення.

Як зазначає І. О. Доценко, «в науковій і методичній літературі представлена велика кількість варіантів визначень стратегічного управління, що акцентують увагу на різних аспектах цього складного управлінського процесу» [9, с. 74]. Також авторка вказує на те, що «у вітчизняній економічній теорії та практиці немає єдиного підходу до визначення сутності управління ризиками», маючи на увазі українську вітчизняну науку. Але додаймо, що й у світовій науці так само немає єдиного підходу. Зокрема, у дисертації А. І. Курак доводиться, що відмінності в трактуванні категорії «ризик» в українській та зарубіжній літературі майже відсутні, при цьому узагальнення трактувань цього поняття зводиться до того, що ризик пов'язується з невизначеністю та провокує потенційні фінансові втрати [4, с. 25-27]. Owen Ryan, засновник і керівник компанії Owen Ryan Consulting and Coaching Ltd (що зокрема надає аудиторські, консультаційні, фінансові консультації та консультації щодо ризиків), пише про складність визнання стратегічних ризиків, що вони часто становлять більші загрози, ніж інші види ризиків, про їх посилення з часом та про системну взаємозалежність між фінансовими й іншими видами ризиків [15].

Стратегії поділяються на корпоративні (диверсифікації), ділові (конкурентні), функціональні (у тому числі й фінансові). Про стратегічні фактори конкурентоспроможності (за моделлю п'яти сил М. Портера) згадується, наприклад, у роботі [40], у якій здійснено SWOT-аналіз і PEST-аналіз. Але варто зазначити, що автори припускаються певної еkleктики ділової (конкурентної) й функціональної (фінансової) стратегій.

Додамо короткий коментар до розгляду стратегічного управління в наведених вище публікаціях: на наш погляд, варто було б окреслити хоча б деякі ознаки присутності й важливості тактичних і оперативних управлінських рішень у сенсі забезпечення реалізації прийнятих стратегій.

Оперативне фінансове управління грошовими коштами та притаманні йому фінансові ризики ліквідності описані, наприклад, у роботі [13], у якій математично подається залежність вартості готівки від невизначеності економічної політики. Автори доводять також, що фінансові кризи (тобто ризики в стадії їх реалізації) негативно впливають на збільшення вартості готівки в посткризові періоди, змушуючи інвесторів більше зосереджуватися на створенні грошових резервів як своєрідному демпфері захисту від фінансових потрясінь. Хоча рух грошових коштів залежить від обраної стратегії, однак це відбувається не зразу, а в процесі реалізації стратегії, і досить часто оптимізація грошових потоків пов'язана з коригуванням обраної раніше стратегії. Бо мобільність грошових потоків за своєю сутністю відповідає саме оперативному фінансовому управлінню, а стратегія має забезпечити відповідний напрям (траєкторію), поведінку суб'єкта, який намагається оптимізувати свої грошові потоки.

МЕТА ТА ЗАВДАННЯ

Метою наукової роботи є системне дослідження фінансового ризик-менеджменту в складі його структурних елементів (стратегічного, тактичного й оперативного) та розробка наукових підходів щодо оцінки їхньої ефективності, що обумовило постановку й виконання таких завдань: визначення сутності й структурування системи фінансових ризиків; дослідження сутності, особливостей і розвиток методів стратегічного, поточного та оперативного управління фінансовими ризиками; обґрунтування об'єктивної залежності тактичного й оперативного управління ризиками від

фінансової стратегії та комплексного підходу до управління ризиками, а також напрацювання наукових підходів щодо визначення індикаторів ефективності стратегічного, тактичного й оперативного фінансового ризик-менеджменту та розробка відповідних факторних моделей для їх оцінювання.

МЕТОДИ

Алгоритм і загальна логіка проведення дослідження. Ознайомлення з науковими розробками вчених у царині управління ризиками й спорідненими з нею та вивчення їх дозволили сформувати певне коло нагальних питань, що варті наукової уваги та вирішення проблеми управління сучасними фінансовими ризиками. Ілюстративно зобразимо ці сфери на Рис. 1.

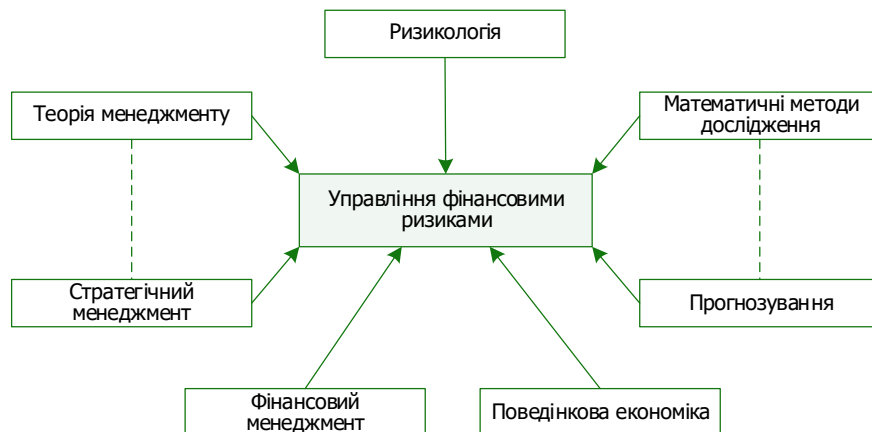


Рис. 1. Управління фінансовими ризиками в системі наукових досліджень. (Джерело: складено Антоненко В. М.)

Ще 2011 року українські вчені А. Старостіна й В. Кравченко запропонували, на нашу думку, досить якісну методику щодо узагальнення й конструювання економічних категорій [25]. У нашому дослідженні їхню методику й алгоритм було використано (із відповідною адаптацією до об'єкту цього дослідження) для побудови загальної логіки його покрокового проведення, яка складається з таких етапів:

- складання якомога більшого переліку поглядів науковців на формування комплексу наукових напрямів, які сутнісно пов'язані зі змістом досліджуваної теми (управління фінансовими ризиками) або є суміжними з нею;
- оцінка зібраних наукових здобутків із виділенням у них переваг та вад;
- на основі зробленої оцінки здійснення узагальнення існуючих у літературі сутнісних і суміжних підходів до вивчення управління фінансовими ризиками;
- конструктивно-критичний аналіз виявлених підходів до управління фінансовими ризиками з урахуванням їхніх переваг і вад;
- формулювання й обґрунтування авторського підходу до управління фінансовими ризиками;
- побудова концепції практичного використання авторського підходу до управління фінансовими ризиками.

Для проведення цього дослідження нами застосовуються категоріальний апарат, методи й розробки вказаних на Рис. 1 наукових напрямів: науки ризикології, теорії менеджменту й зокрема стратегічного менеджменту, фінансового менеджменту, математичних методів та прогнозування, поведінкової економіки, що в цілому дає можливість системно підійти до дослідження сучасного управління фінансовими ризиками. Вивчення й аналіз проблем в управлінні фінансовими ризиками потребує комплексного системного розгляду вказаних на Рис. 1 наукових напрямів, які певним чином пов'язані з управлінням фінансовими ризиками: ризикологія забезпечує методологічні засади дослідження фінансових ризиків; менеджмент – формує підходи до управління та розглядає ризики як специфічний об'єкт управління; фінансовий менеджмент – конкретизує цей об'єкт управління та базується на врахуванні фінансових цілей, процесів, операцій тощо як конкретних його (об'єкта управління) елементів; підходи щодо поведінки менеджера як суб'єкта управління забезпечують можливість використання ризик-апетиту менеджера до ризику. Ми спробували поєднати ці суміжні наукові підходи й методи в єдиному комплексі для дослідження такої складної проблеми, якою є управління фінансовими ризиками.

Характеристика підходів і методів дослідження. Для опрацювання наукових матеріалів та розробки на їхній основі власної концепції щодо управління фінансовими ризиками використовувалися загальнонаукові й спеціальні методи дослідження.

Для аналізу існуючих і оприлюднених доробків науковців було застосовано метод контент-аналізу, сутність якого полягає в якісному й кількісному вивченні матеріалів на досліджувану тему, та відповідно оцінено можливості їх подальшого використання чи, навпаки, – відмови від нього.

В економіці, так само й у фінансах, завжди застосовують системний підхід, що в цьому випадку дозволяє поєднати в єдину систему різні складові фінансової сфери. Бо фінансова діяльність є досить розгалуженою та складною, а ризики, які виникають, відповідно, також мають ознаки системності. Як указує у своїй монографії Дж. Рікардз, «складні системи виникають спонтанно, поводяться непередбачувано, виснажують ресурси та руйнуються з катастрофічними наслідками» [26, с. 234]. Системний підхід пов'язаний із проведенням структуризації об'єкта дослідження, яка в цій роботі застосовується для поділу управлінського процесу на ієрархічні рівні: стратегічний, поточний і оперативний. Це забезпечує досягнення синергетичного ефекту від їх наукового застосування. «Сказати, що система має синергійні властивості – це те саме, що сказати: ціле є більшим, ніж сума його окремих частин... Коли системи є дуже складними, синергійні властивості набагато потужніші та непередбачувані» [26, с. 240]. Синергія полягає в тому, що названі рівні управління фінансовими ризиками (стратегічний, поточний і оперативний) досліджуються в їх поєднанні, що цілком об'єктивно забезпечує отримання додаткового синергетичного ефекту. Цей ефект виникає внаслідок того, що наявні або можливі загрози можна ідентифікувати й досліджувати протягом їх переходу від стратегічного рівня до тактичного, а потім – від тактичного до оперативного.

Системний підхід передбачає проведення дослідження в поєднанні аналізу й синтезу як послідовного поділу й подальшого об'єднання в цілу систему проаналізованих складових. Їх застосування обумовлене тим, що стратегічний, тактичний і оперативний рівні в системі управління фінансовими ризиками є взаємозалежними та доповнюють одне одного.

Досить перспективним для цього дослідження є морфологічний аналіз, застосування якого дозволило інтерпретувати загальну мету дослідження в низку проміжних цілей та сформувати морфологічну матрицю, яка націлена на логічне поєднання трьох рівнів управління з елементами наукових підходів, поданих на Рис. 1. Морфологічний аналіз, незважаючи на його певну практичну складність, забезпечив можливість формулювання й структуризації теоретичних міркувань із приводу пошуку оптимальних варіантів рішень для кожного з трьох рівнів управління фінансовими ризиками.

У роботі використано моделювання й побудовано факторні моделі для вказаних трьох рівнів управління фінансовими ризиками, у процесі чого застосовано формалізацію, тобто представлення досліджуваних фінансових показників, які обрані для оцінки фінансових ризиків. При побудові цих моделей ставилося завдання забезпечення їх факторного зв'язку, чим обумовлювалася логічна наступність від вищого ієрархічного рівня управління до нижнього.

Працюючи з фінансовими категоріями, наприклад, при побудові факторних моделей, ми застосували логічні припущення у вигляді наукових аксіом та елімінування. Аксіоматичний метод базується на прийнятті без будь-яких доказів певних припущень стосовно авторських позицій чи тверджень; хоча наші позиції або твердження в цій роботі підкріплені певними логічними обґрунтуваннями. Елімінування застосоване для вивчення впливу окремих чинників на стратегічні, поточні й оперативні фінансові ризики. Аксіоматизацію й елімінування здійснено в процесі наукового абстрагування, тобто означені ризики вивчаються не на базі емпіричного матеріалу, а у вигляді системи математичних залежностей, які мають описувати відповідні ризики.

Такий метод дослідження, як аналогія, у теорії управління ризиками є наразі відомим і поширеним у літературі. Цей підхід, між іншим, пов'язаний із застосуванням статистичних методів дослідження ризиків, побудовою функціональної залежності між рівнем ризику і впливовими факторами. Найбільш поширеним (додаймо – і найбільш простим для його сприйняття) фактором при цьому вважають часовий, а залежність між ризиком і часом – відповідно формує певний тренд. Такі підходи в теорії ризикології є й далі будуть класичним варіантом прогнозування ризиків на майбутнє; але ситуація та умови функціонування економічних суб'єктів, для яких проводиться оцінка ризиків, усе більше й усе швидше змінюються, а факторів також стає все більше, тому часовий фактор логічно відіграє при цьому все менш значущу роль. За цих умов базування управління ризиками тільки на основі вказаних трендів викликає обґрунтовані сумніви щодо їх якості. Тому цей метод хоч і досліджується в цій роботі, але дається обґрунтування тези про необхідність зменшення його практичного використання в прогнозуванні фінансових ризиків.

Разом із тим, ураховуючи, що ризикологія й зокрема фінансові ризики мають елементи невизначеності та навіть емерджентності (невпізнанності), у роботі також застосовані елементи синектики, що пояснюється спробою поєднати різні наукові напрями (Рис. 1) в єдину цілісну систему, яка б забезпечувала ефективне управління фінансовими ризиками.

Якщо в управлінні рішення ухвалюють люди, а також інші люди долучаються до виконання цих рішень, то треба враховувати людську суб'єктивну реакцію на їхнє ставлення до ризиків. У зв'язку з цим, у ризикології можна натрапити на таке поняття, як ризик-апетит (толерантність до ризику). «Кожен менеджер, кожен директор, кожна компанія має ризик-апетит незалежно від того, чи було про це чітко заявлено чи ні. Ризик-апетит виражається в діях або бездіяльності керівництва і директорів, які відбуваються або не відбуваються з метою досягнення поставлених цілей і завдань компанії» [27, с. 31], тобто в управлінні ризиками присутня досить вагома суб'єктивна складова. Саме суб'єктивний підхід до управління ризиками вимагає від дослідників урахування такого наукового напрямку, як поведінкова економіка [26, с. 235-238]; тим більше, що остання має суттєві зв'язки з теорією складних систем, до яких, як ішлося вище, відноситься й система фінансових ризиків. Відстоюючи ідею про необхідність запровадження в систему управління ризиками елементів поведінкової економіки, доцільно спертися на тезу про різні наслідки реалізації ризиків: і позитивних, і негативних; тобто про існування так званих «ризик-позитиву» та «ризик-негативу», у яких закладено розуміння саме «виграшу» та «втрат» від дії загроз [28, с. 55]. Отже, фіксується суб'єктивний складник у системі управління ризиками, який впливає на різне ставлення менеджерів до однакової за ризиком ситуації.

Поведінкова економіка впливає на фінансову діяльність сучасних економічних суб'єктів, у першу чергу – тих, хто працює в більш ризикованій сфері, тому що ймовірність значущості ризик-апетитів менеджерів у цих сферах збільшується. Такий факт практично підтверджується тим, що в різних компаніях розробляють і впроваджують свої власні (що не є типовими, тому що ризик-апетит у менеджерів є різним) методики щодо оцінювання ризиків і подальші кроки в захисті від загроз [29]. Так, наприклад, в Україні вже такі оригінальні методики діють: у Міністерстві фінансів України [30], у Національному Банку України [31], Національній комісії України з цінних паперів та фондового ринку [32], у Публічному акціонерному товаристві «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках» (ПАТ «Розрахунковий центр») [33], у Фонді державного майна України (в Інструкції з організації та здійснення внутрішнього контролю Фонду досить важливу роль відводять моніторингові й уникненню ризиків, навіть звернено увагу на класифікацію назв ризиків) [34], в OTP Capital [35], в Укргазбанку [36], у страхових компаніях [37] та навіть у закладах освіти, наприклад, у Національному аерокосмічному університеті імені М. Є. Жуковського «Харківський авіаційний інститут» [38]. Короткий екскурс у ці методичні засади створення системи управління ризиками показує значні відмінності між ними й у юридично-організаційному оформленні, і за змістом, якістю та глибиною самого методичного документа. Отже, елементи поведінкової економіки та суб'єктивний ризик-апетит і рівень толерантності менеджменту мають бути враховані при побудові конкретної методики управління фінансовими ризиками для окремого підприємства, організації тощо.

РЕЗУЛЬТАТИ

Фінансовий ризик-менеджмент як феномен сучасного інноваційного управління з позицій стратегічної – тактичної – оперативної складових.

Зосереджуючись на дослідженні менеджменту фінансових ризиків, означимо деякі пов'язані з цим методичні питання, які або ще не розв'язані чи ігноруються наукою, або простежуються певні хибні підходи до їх вивчення. Принципово відсутність єдності в управлінні ризиками пояснюється тим, що це управління пов'язується із досить складними, системно розгалуженими, сутнісно невизначеними категоріями, які до того ж іноді важко імплементуються в загальну систему корпоративного управління підприємствами. Проблеми, що можуть виникати на практиці при впровадженні й реалізації заходів в управлінні фінансовими ризиками, обумовлюються й складністю та невизначеністю стратегічних ситуацій, тим більше в ризикових сферах, і неготовністю деяких менеджерів йти на ухвалення рішень в умовах невизначеності.

Стосовно мети управління фінансовими ризиками варто надати деякі базові пояснення, на яких надалі будемо будувати власні наукові аргументи.

Ураховуючи те, що функції власності й управління можуть бути розділені за суб'єктами (мова про власників підприємства та його керівництво), варто наголосити на тому, що між ними існує певна ієрархія щодо їхнього впливу на функціонування підприємства: власники надають керівництву підприємства стартові фінансові можливості (статутний капітал) та закріплюють у Статуті умови його подальшого використання й інші напрями розвитку підприємства;

а керівники підприємства мають дотримуватися висунутих власниками вимог. Іншими словами, управління підприємством має бути націлене на забезпечення інтересів його власників, бо саме для цього вони й передають у розпорядження підприємству свої фінансові ресурси у вигляді статутного капіталу.

Отже, на етапі створення підприємства його власників і керівників «поєднує» факт формування статутного капіталу. Але подальше існування підприємства пов'язане з його використанням. Як указують фахівці (досить репрезентативний аналіз наукових трактувань сутності капіталу наведений у роботі О. О. Лемішко), капітал – це вартість, яка дає додаткову вартість, або: ресурси суб'єкта господарювання, утілені в його майно (активи), яке використовується для його розширеного відтворення з метою отримання доходу або продовженої вартості капіталу; або: капітал – це специфічна форма фінансових ресурсів, послідовний рух яких відображає кругообіг капіталу, у процесі якого відбувається генерація доходу [47]. Стисле й конкретне визначення наводить і О. М. Пронько: «За класичним твердженням, під капіталом розуміють вартість, яка приносить додаткову вартість» [48, с. 85].

Зростання капіталу, власне капіталізація, визначається науковцями в різних аспектах, але «у більшості досліджень капіталізація розглядається з позицій приросту власного капіталу підприємства» [49, с. 192]. Разом із тим, у цій публікації наводиться й «інше трактування капіталізації – як процес нарощення капіталу з метою максимізації прибутку, росту добробуту власників».

Як видно з наведеного екскурсу до тлумачень сутності капіталу, грошові ресурси стають капіталом, якщо вони зростають завдяки ефективному використанню (генерації ними додаткових доходів). Апелюючи до статутного капіталу й із погляду фінансових інтересів власників підприємства, зазначимо, що генерацією додаткових доходів від статутного капіталу є зростання власного капіталу. Тому під капіталізацією статутного капіталу будемо розуміти процес приросту власного капіталу відносно первинного статутного: первинна власність генерує додаткову власність, яка також долучається до процесу генерування наступної додаткової власності, причому це відбувається на кожному циклі кругообігу капіталу. Дещо подібне зазначає у своїй дисертації А. Ю. Могилова, коли в межах механізму оцінювання величини капіталізації підприємства пропонує використовувати приріст статутного капіталу підприємства [53, с. 14-15].

Водночас вважаємо за необхідне зробити уточнення щодо поділу цілей власників на стратегічні й тактичні стосовно їхніх інтересів до прибутку як джерела власного добробуту. Прибуток підприємства як результат використання його капіталу може спрямовуватися на: по-перше, стратегічне забезпечення його розвитку шляхом накопичення власного капіталу та, по-друге, на його розподіл і споживання.

Перше відповідає стратегічним інтересам власників, які дбають про тривале існування та майбутні перспективи підприємства. Спрямування прибутку на зростання власного капіталу дає підприємству можливості здійснення реальних та / або фінансових інвестицій: реальне інвестування у власну операційну діяльність забезпечує конкурентні переваги та покращення ринкової позиції підприємства на галузевому ринку (якщо цей ринок у стадії розвитку, то й підприємству, аби не втрачати свої частки на ньому, необхідно збільшувати фінансування своєї операційної діяльності); а фінансові інвестиції доцільні в разі сповільнення росту галузевого ринку та диверсифікації підприємства шляхом придбання ним фінансових активів. Доречно додати, що: фінансові інвестиції здійснюються за умови забезпечення потреб реального інвестування, а взагалі, і реальні, і фінансові, відповідають стратегічним цілям розвитку підприємства, а отже, і стратегічним інтересам його власників.

За структурою власний капітал складається з постійної (фіксованої) частини, яким є його статутний складник, та змінної частини, що складається з інших елементів, що можуть змінюватися в часі. Більш стійкою та репрезентативною є його постійна частина, бо в цьому випадку підприємство (за інших незмінних умов) вважається більш привабливим для інвесторів і більш надійним для кредиторів. Крім того, вважаємо, що з точки зору власників, спрямування прибутку саме на поповнення статутного капіталу в більшій мірі, ніж формування інших складників власного капіталу, свідчить про їхнє стратегічне бачення майбутнього підприємства та про їхнє бажання забезпечувати його стабільний розвиток. Із цього приводу В. Зимовець і К. Багацька пишуть таке: «Капіталізація прибутку підприємства не тільки свідчить про його успішну діяльність, а й про довіру власників, які не виводять прибутки з підприємства, а реінвестують у його розвиток» [52, с. 16]. Тим більшою є ця довіра, якщо власники погоджуються за рахунок прибутку збільшувати постійну частину у власності.

Другий напрям використання прибутку – його споживання (виплата дивідендів чи інше використання), – навпаки, свідчить про те, що власники віддають перевагу тактичним цілям, а не стратегічній капіталізації. Зазначимо, що власники мають також можливість на цьому етапі розподілу прибутку здійснити реінвестицію дивідендів, поповнюючи в такий спосіб статутний капітал і віддаючи пріоритет стратегічним інтересам. Ба більше: зростання завдяки цьому статутного капіталу забезпечить у майбутньому збільшення бази для нарахування майбутніх дивідендів (за

ефективного використання інвестиційних ресурсів), що збігається з бажанням власників покращити свій добробут за рахунок отримання дивідендних виплат. При цьому завважимо, що для цілей дослідження ми не розглядаємо ситуації зі зміною структури власного капіталу (що може супроводжуватися зростанням добробуту одних власників за одночасного погіршення добробуту інших), а, використовуючи прийом елімінування, абстрагуємося від реструктуризації власності та приймаємо припущення про незмінність її структури.

Часовий чинник є найбільш вагомим при створенні й забезпеченні ефективного функціонування ієрархічної системи захисту від загроз фінансовим інтересам економічних суб'єктів. Від стратегічного управління до поточного й далі – до оперативного відбувається процес конкретизації фінансових завдань і деталізуються фінансові показники у фінансових планах.

Тактика фінансового управління забезпечує генерацію прибутку підприємства, який може бути спрямований на зростання власного капіталу та на збільшення основного й оборотного капіталу. Використання основного й оборотного капіталу в поточному часовому масштабі націлене на виконання поточних фінансових планів, до яких у першу чергу відносяться генеровані активами ресурсівіддача (виручка від реалізації) й фінансові результати, тобто фінансові показники, які мають планові, а потім – і фактичні значення в поточному часовому масштабі. Отже, стратегічний підхід до управління процесами використання статутного й власного капіталів реалізується через тактику генерування й розподілу прибутку підприємства.

Зважаючи на поділ капіталу на власний і позиковий, доцільним стає також урахування співвідношення цих його складників. У цьому сенсі актуальним є дослідження [45], у якому авторами відношення боргу та власного капіталу до загальних активів і рентабельності активів (ROA) були визначені як найбільш важливі критерії оцінки фінансової діяльності. А це також має прямий зв'язок із поточним управлінням і ухваленням поточних фінансових рішень.

Стратегічні й тактичні фінансові рішення в міру їх успішності (неуспішності) створюють передумови для ефективного (неефективного) оперативного управління. На стадії оперативного менеджменту критерієм успішності (неуспішності) управління є процеси руху грошових коштів, бо саме вони є найбільш рухливим (абсолютно ліквідним) активом та виступають мірилом ефективності всіх стратегічних, поточних або оперативних рішень.

Отже, фінансові ризики в часовому їх визначенні розглядаються нами як певна тріада підсистем, а управління ними – як сукупність відповідних етапів: стратегічного, тактичного й оперативного. Не вводячи нічого нового в ці визначення, завважимо принагідно, що стратегічне управління має горизонт управління більший за рік (навіть 5 років і більше), тактичне (поточне) – один рік, оперативне управління застосовується в межах кварталів, місяців і більш коротких часових діапазонів. Від стратегічного до тактичного, а потім від тактичного до оперативного – деталізуються, конкретизуються, уточнюються й інформація про ризики, і відповідні захисні заходи. Часові періоди при цьому мають зв'язок між собою не паралельний чи послідовний, а, так би мовити, внутрішньо структурований, відрізняються величиною часового періоду, точністю інформації й ступенем розробленості захисту.

Як доводилося в попередньому викладі, управління фінансовими ризиками пов'язане з об'єктивним розглядом стратегічних, тактичних (поточних) і оперативних фінансових показників, які можуть створювати відповідні сигнали менеджерам про відхилення від фінансових стратегії, тактики або ж оперативного регулювання. Кожний із трьох названих (стратегічний, тактичний, оперативний) ієрархічний управлінський рівень націлений на забезпечення досягнення відповідних фінансових цілей:

- стратегічний – на зростання капіталу власників, що є головною метою фінансового управління;
- тактичний (поточний) – на збільшення його прибутку (покращення фінансового результату), що впливає на зміни власного капіталу;
- оперативний – на оптимізацію руху його грошових коштів, що у свою чергу забезпечує зростання прибутку (покращення фінансового результату).

Такий алгоритм управління фінансовими ризиками може бути ілюстрований на Рис. 2.

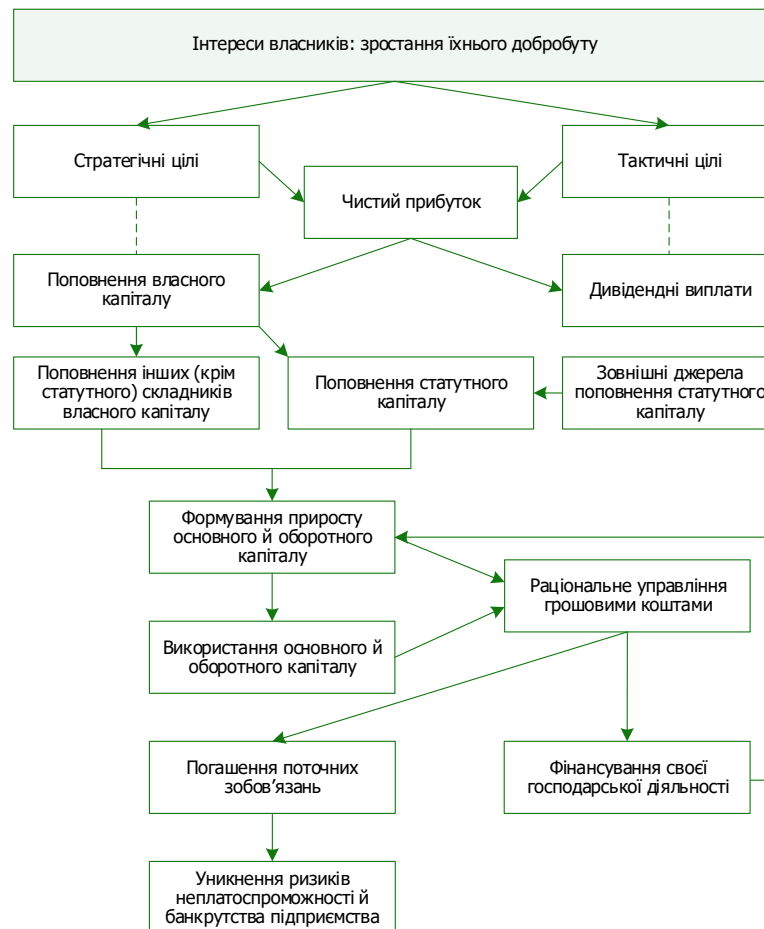


Рис. 2. Управління фінансовими ризиками як триада підсистем стратегічного, тактичного й оперативного фінансового менеджменту. (Джерело: складено Антоненко В. М.)

З'ясувавши цільове ієрархічне співвідношення між рівнями фінансового управління, укажемо на те, що ризик-менеджмент має бути націлений на вбезпечення від проблем із досягненням цих цілей. Означені цілі для кожного рівня фінансового управління є об'єктом захисту відповідного ієрархічного рівня фінансового ризик-менеджменту. Із цього випливає необхідність розробки системи факторних моделей, які у формалізованому вигляді надавали б опис указаних цілей як об'єктів фінансового ризик-менеджменту. Отже, ідея полягає в тому, щоб обґрунтувати й сформувати відповідну ієрархічну триаду фінансових показників, які властиві трьом рівням управління. Для цього нами розроблені відповідні методологічні підходи до стратегічного, поточного й оперативного фінансового ризик-менеджменту, які презентуються в подальшому викладі. Варто водночас зазначити, що на будь-якому управлінському рівні, з огляду на невизначеність фінансових ситуацій і ефективності реакції на них, необхідно враховувати суб'єктивний чинник, тобто схильність менеджменту до ризику.

Розробка й обґрунтування інноваційних підходів до управління фінансовими ризиками та системи діагностичних показників у стратегічному ризик-менеджменті.

Як зазначалося вище, стратегічне фінансове управління пов'язане із захистом інтересів власників, тобто з метою збільшення їхньої частки у вартості підприємства. Пояснимо цю тезу більш детально.

Категорія вартості підприємства є доволі привабливою, але й найбільш дискусійною для дослідників, на що вказують, наприклад, І. В. Кривов'язюк і О. В. Бурбан [51]. У своїй роботі вони узагальнюють існуючі в науці підходи щодо сутності категорії «вартість підприємства», виділяючи при цьому ціннісно-ціновий, стратегічний, майновий та комплексний підходи. Вони також посилаються на дослідження О. І. Давидова щодо «вартості підприємства», який зосереджується на інтересах різних стейкхолдерів, зокрема фінансових (до яких відносить у першу чергу його власників), що зацікавлені в результатах діяльності підприємства [50]. Поєднуючи ціннісно-ціновий і стратегічний підходи, О. І. Давидов пропонує визначати вартість підприємства «як міру грошового вираження величини перевищення корисного результату діяльності підприємства для стейкхолдерів над витратами із залучення капіталу з урахуванням впливу внутрішніх і зовнішніх драйверів вартості підприємства» [50, с. 18]. Логічно виходить, що для

власників підприємства як зацікавлених стейкхолдерів залученим капіталом є статутний фонд, а корисним результатом – прибуток, який власники можуть використати або зі стратегічною метою на капіталізацію, або з тактичною – на розподіл прибутку та отримання дивідендів. Якщо оцінювати вартість підприємства з точки зору його цінності для власників, то цінність – це генерування статутним капіталом корисного результату у вигляді прибутку, а зі стратегічного підходу – це спрямування прибутку (або його частини) на стратегічне розширення діяльності підприємства (спрямування прибутку у власний капітал). На цих засадах застосовується поняття капіталізації статутного капіталу, тобто процес генерації статутним капіталом власного.

Як зазначалося вище, якщо підприємство має об'єктивні ринкові можливості для розширення своєї діяльності, то фінансовою стратегією має стати використання прибутку на стратегічні цілі, тобто на накопичення власного капіталу. Збільшення власного капіталу понад початковий статутний свідчить про капіталізацію останнього, але цей процес може відбуватися за різних умов і причин. До речі, інші складники власного капіталу, зокрема резервний фонд та нерозподілений прибуток (непокритий збиток), «не зачіпають» статутного капіталу (або ж роблять це у виняткових ситуаціях), тоді як ці названі інші елементи власного капіталу прямо чинять на нього доволі значний вплив. Але при цьому варто додати уточнення: формування інших складових власного капіталу впливає на ефективність використання статутного, бо, наприклад, за умови отримання підприємством непокритих збитків, їх «покриття» може відбуватися за рахунок статутного капіталу. Отже, статутний капітал та його достатня вагомість у складі власного певним чином забезпечує підприємство від ризиків перевищення непокритих збитків понад власний капітал. Тому процес капіталізації статутного капіталу варто оцінювати у відносному зіставленні процесів змін статутного й власного капіталів.

Як відомо, оціночні показники поділяються на абсолютні й відносні, які мають свої переваги й недоліки та з цієї причини зазвичай застосовуються в комплексі. Абсолютними вимірювачами вартості підприємства, що належить власникам, є статутний і власний капітал, причому їхні абсолютні значення можуть мати різні співвідношення на конкретну дату спостереження (Рис. 3) та варіювати в часі з різною швидкістю.

Щодо стратегічного управління власним капіталом: статутний капітал як умовно постійна, фіксована частина власного задіяний у створенні інших складових власного капіталу, що відбувається через його капіталізацію. Якщо ж темпів такої капіталізації виявляється недостатньо для забезпечення потреб розширеного відтворення, то одним із власних джерел його фінансування стає поповнення статутного капіталу. Крім власного капіталу, залучаються також позикові кошти, які за певних умов можуть генерувати додатковий прибуток у вигляді ефекту фінансового левериджу, тоді капіталізація статутного капіталу до певної межі, поки діє фінансовий леверидж, забезпечує підприємству (і власникам, звісно) кращі, не ризикові перспективи, а прибуткові можливості.

Отже, дослідимо достатність власного капіталу для перспектив розвитку підприємства та частку в ньому статутних коштів. На кожний звітний момент часу ці показники мають різні значення, а з таких причин: по-перше, баланс – це миттєва (лише на певну дату балансу) фотографія фінансового стану, і по-друге, змінюватися можуть і розміри власного капіталу, і величина статутного фонду (звісно, за бажанням самих власників), – то й співвідношення між ними хронологічно коливається.

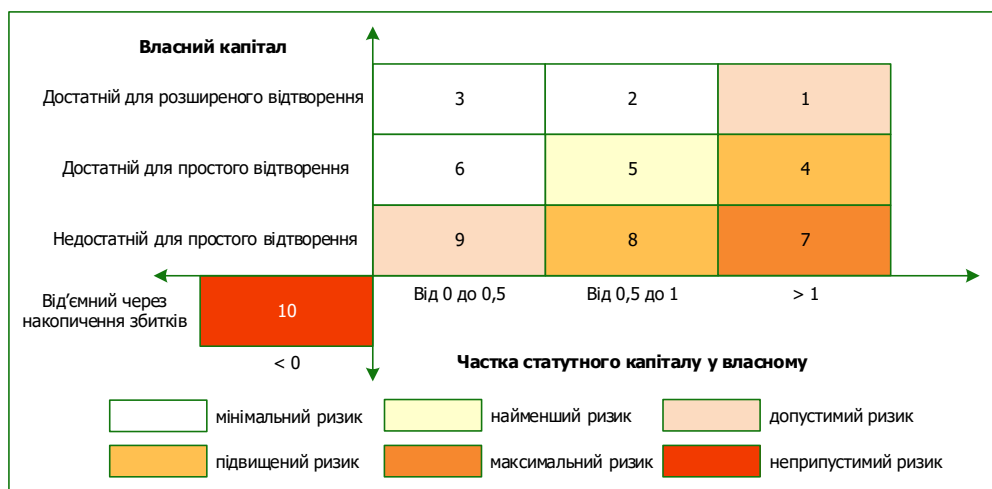


Рис. 3. Оціночна матриця ефективності стратегічного фінансового ризик-менеджменту залежно від обсягу власного капіталу та від співвідношення статутного й власного капіталів. (Джерело: побудовано Антоненко В. М.)

При достатньому обсязі фінансових джерел для забезпечення розвитку підприємства чим менша частка статутного капіталу у власному, тим краще, ефективніше він капіталізується. Але при збільшенні питомої ваги статутного капіталу у власному ця ефективність зменшується. Якщо при цьому абсолютний розмір власних коштів стає недостатнім для фінансування підприємства, то це вже свідчить про неефективну стратегію управління власним капіталом, підвищує ризики його втрати для власників, збільшує обсяги позикового капіталу, що може бути пов'язане з від'ємним ефектом фінансового левериджу.

У зонах 1 і 9 матриці (Рис. 3) співвідношення між статутним і власним капіталами може вважатися допустимим із погляду ризику для власників. У ситуації 1 власники покривають статутними коштами нестачу інших власних джерел задля майбутнього виправлення цієї ситуації за рахунок генерування прибутку розширеного відтворення й зменшення співвідношення до рівня меншого 1, але при несприятливому розвитку ринку (його раптовому падінні, наприклад) це може призвести до втрати власниками їхнього капіталу. Але тут варто згадати про те, що ризик має дві сторони: небажані перспективи й нові можливості. У зоні 9 незначна частка статутного капіталу при недостатньому навіть для простого відтворення обсязі власного капіталу стримує розвиток підприємства, яке при цьому може задовольнитися позицією галузевого «антилідера» й усвідомлено скорочувати свою діяльність: за цих умов власники просто здійснюють реінвестування своїх ресурсів.

Зони 2, 3 і 6 об'єднує те, що за відповідних їм умов є досить привабливі перспективи щодо розширеного чи простого відтворення діяльності підприємства та капіталізації статутного капіталу, що відповідає стратегічним цілям і інтересам власників; узагалі білим кольором відображено майже відсутність відчутного ризику для них у цих зонах. Крім того, якщо власного капіталу стає більше, ніж потрібно для фінансування розширення діяльності підприємства, то актуальним може стати питання задоволення тактичних інтересів власників і розподілу прибутку на їхню користь.

У жовтому кольорі подано зону 5, яка відповідає найменш відчутному ризику, меншому за допустимий і більшому за мінімальний; це середній ризик із погляду інтересів власників, тобто останні мають більшу впевненість щодо отримання гарантованого, але не надто високого приросту їхньої власності.

За сегментацією на Рис. 3 підвищений ризик притаманний зонам 4 і 8. Ситуація 4 характеризується тим, що накопичені підприємством збитки не мають покриття у вигляді резервного фонду, нерозподіленого прибутку або інших складових власного капіталу (бо частка статутного капіталу у власному більша за 1), але цих коштів достатньо для продовження існування підприємства в тих же розмірах, без перспектив розвитку. Позиція 8 означає, що власного капіталу більше ніж, статутного, але його не вистачає для продовження діяльності підприємства, яке змушене її скорочувати, навмисно чи ненавмисно.

Найбільш несприятлива ситуація спостерігається в зоні ситуації 7. Тут також є проблеми щодо відсутності нестатутних елементів власного капіталу, пов'язані в першу чергу з нерентабельною діяльністю підприємства. Якщо ж є намагання власників за рахунок статутної підтримки підприємства забезпечити його подальше існування, то це може бути ризикованим для власників, бо цих коштів замало й вони не дають змінити такий стан на кращий.

Окремої уваги вимагає позиція 10 матриці на Рис. 3. Як видно з цієї матриці, частка статутного капіталу у власному має від'ємне значення, що виникає, коли накопичені збитки перевищують усі можливі власні джерела їх покриття (нерозподілений прибуток, резервний фонд, додатковий власний капітал тощо), – саме тоді власники опиняються не просто в ризиковій, а в катастрофічній фінансовій ситуації: інвестовані ними в таке підприємство кошти просто зникають через його збиткову діяльність. Чим більше статутний капітал покриває ці збитки, тим більше зростає від'ємне значення його частки у власному капіталі, тим більше матрична позиція такого підприємства посувається ліворуч. У цьому випадку власники навряд чи зможуть повернути (урятувати) свої кошти, бо від'ємний власний капітал означає, що підприємство фінансує свої активи за рахунок позикових джерел і власники цих джерел уже мають свої права на активи такого підприємства в разі його банкрутства.

Відповідно до описуваних висновків за Рис. 3 сформуємо стратегії фінансового ризик-менеджменту (Табл. 1), які не вимагають довгих пояснень, бо впливають із наданих вище оцінок усіх розглянутих десяти зон.

Для забезпечення ефективного досягнення стратегічних цілей фінансового управління шляхом інтенсивного розвитку підприємства простого зростання власного капіталу не достатньо; перевагу треба віддавати забезпеченню швидкості такого зростання. Отже, мова йде не стільки про накопичення власного капіталу, скільки про швидкість цього процесу. Оцінка має бути націлена на вимір випередження зростання власного капіталу відносно статутного: по-перше, при порівнянні показників звітної періоду з фактичними показниками базового періоду; по-друге, при порівнянні фактичних і звітних показників звітної періоду; по-третє, при порівнянні показників планового (прогнозованого) періоду з фактичними показниками попереднього періоду.

Табл. 1. Матриця стратегій фінансового ризик-менеджменту. (Джерело: побудовано Антоненко В. М.)

Сегмент матриці	Стратегія	Сегмент матриці	Стратегія
1	Задля реалізації наявних зовнішніх можливостей розширеного відтворення (розвитку) підприємства забезпечити ефективне використання його ресурсів, у першу чергу – посилити слабкі сфери в його діяльності, які гальмують процес розвитку	6	За наявних умов повністю скористатися можливістю підвищеної капіталізації статутного капіталу, використовуючи для цього не стільки розвиток (збільшення обсягів) своєї діяльності, скільки механізм фінансового левериджу
2	Забезпечити всіляку підтримку діючої стратегії, моніторити хід її реалізації та запроваджувати відповідні оперативні заходи в разі небажаних відхилень	7	Щоб урятувати підприємство, негайно ухвалювати рішення про санацію підприємства, аби не допустити його банкрутства. При критичному зростанні частки статутного капіталу у власному – запроваджувати превентивні дії щодо врегулювання фінансових відносин із кредиторами
3	Зосередитися на найкращому збігові зовнішніх і внутрішніх чинників, на можливості використання ефекту фінансового левериджу, за рахунок чого забезпечувати підвищену капіталізацію статутного капіталу	8	За умови наявності ринкових перспектив залишитися на ринку та задля забезпечення простого відтворення вирішити питання зі збільшення розміру статутного капіталу, що призведе до зростання власних джерел (а відповідно – і можливостей) для продовження існування підприємства
4	З урахуванням факту втрат статутних коштів ставити за мету з огляду на причини їх виникнення: або покращення менеджменту, якщо причини криються у внутрішньому середовищі; або збереження (виживання) підприємства, якщо така ситуація була спровокована зовнішніми (ринковими) проблемами	9	Якщо ринок розвивається (або хоч стабілізувався), то варто знайти відсутні, але необхідні кошти для продовження діяльності на такому ринку, тобто поповнити статутний капітал за рахунок власників, що дасть можливість перейти до зони 3 (або хоч до зони 6)
5	За наявності зовнішніх можливостей намагатися перейти в найбільш привабливі сегменти 2, 3, 6. Або ж, якщо керівництво не планує різких стрибків, – то продовжувати саме таке існування. Це також є цілком обґрунтованим, коли ринок уже не має значних перспектив щодо розвитку	10	Аби не довести ситуацію до неминучої кризи чи катастрофічного стану підприємства, варто провести його санацію із залученням зовнішніх учасників. Або, якщо таких не знайдеться, то підприємству залишається тільки самостійно ухвалити рішення про припинення збиткової діяльності

Тоді базовими показниками відповідно будуть: фактичні показники базового періоду, фактичні показники звітнього періоду або фактичні показники попереднього періоду. У перших двох варіантах оцінювання буде спрямоване на визначення ефективності реалізації раніше прийнятої стратегії, а в третьому варіанті – на випереджаюче оцінювання стратегічних захисних планів і стратегічних ризик-заходів. На нашу думку, таким відносним показником, який би слугував адекватному вимірюванню згадуваної вище швидкості, має бути темп зростання власного капіталу відносно темпу зростання статутного.

Тому щоб проаналізувати зростання вартості підприємства, що належить власникам, та водночас оцінити ефективність стратегічного фінансового ризик-менеджменту, пропонуємо застосування такого показника:

$$I_{\text{ск}} = \frac{T_{\text{вк}}}{T_{\text{ск}}} \quad (1)$$

$$T_{\text{вк}} = \frac{BK_2}{BK_1} \quad (2)$$

$$T_{\text{ск}} = \frac{СК_2}{СК_1} \quad (3)$$

де $I_{\text{ск}}$ – індекс швидкості капіталізації статутного капіталу; $T_{\text{вк}}$, $T_{\text{ск}}$ – відповідно темпи (швидкість) змін власного й статутного капіталів відносно базового показника; BK_2 , BK_1 – відповідно розміри власного капіталу у звітному (або прогнозованому) й базовому періодах; $СК_2$, $СК_1$ – відповідно розміри статутного капіталу у звітному (або прогнозованому) й базовому періодах.

Пропонований показник $I_{\text{ск}}$ дає можливість визначитися з тенденцією щодо накопичення власного капіталу за умови ефективного використання початкового (тобто статутного) капіталу власників, який вони надали в розпорядження керівництву підприємства.

Але недоліком застосування відносних показників, до яких належать усі зазначені у формулі (1), тобто: $I_{\text{ск}}$, $T_{\text{вк}}$, $T_{\text{ск}}$, – є те, що за певних умов вони втрачають свою аналітичну адекватність, а їх застосування може призвести до принципово хибних результатів щодо оцінювання ризиків та спотворить і сам процес фінансового менеджменту. Річ

у тому, що всі показники Ікск, Твк, Тск можуть мати й додатні, і від'ємні значення, що вимагає відповідного аналітичного тлумачення (Табл. 2). Ця матриця слугує для визначення доцільності та ефективності стратегії ризик-менеджменту на підприємстві з позиції його власників. Тобто 30 різних варіантів змін та наслідків використання статутного капіталу дають змогу оцінити якість обраної керівництвом підприємства фінансової стратегії ризик-менеджменту. Ідеться про оцінювання факторного впливу Тск на генерування власного капіталу Твк.

Табл. 2. Аналітична матриця оцінки індексу швидкості капіталізації статутного капіталу. (Джерело: побудовано Антоненко В. М.)

Назва показника					Темп змін статутного капіталу (Тск)		
Умови (вплив Твк й Тск на Ікск)							
Темп змін власного капіталу (Твк)	Твк	№ ситуації	ВК1	ВК2	Індекс швидкості капіталізації статутного капіталу (Ікск)		
					0 < Тск < 1	Тск = 1	Тск > 1
	Твк < -1	1	> 0	< 0	1	2	3
		2	< 0	> 0	4	5	6
	-1 ≤ Твк < 0	3	> 0	< 0	7	8	9
		4	< 0	> 0	10	11	12
	Твк = 0	5	> 0	= 0	13	14	15
		6	< 0	= 0	16	17	18
	0 < Твк ≤ 1	7	< 0	< 0	19	20	21
		8	> 0	> 0	22	23	24
	Твк > 1	9	< 0	< 0	25	26	27
		10	> 0	> 0	28	29	30
Позначення стратегій ризик-менеджменту							
ефективна стратегія	стратегія з мінімальним ризиком		стратегія з неприпустимим ризиком		стратегія з допустимим ризиком		стратегія з підвищеним ризиком

Матриця (Табл. 2) та методика її застосування вимагають певних пояснень. Як видно з різних кольорових позначень на цьому рисунку, неприпустимо ризикованих стратегій налічується 10, тобто більше, ніж стратегій із помірним чи з мінімальним ризиком або з його відсутністю. Ці ризики можуть бути пов'язані з різними причинами, чинниками, умовами тощо, які окремо або в комплексі впливають на ефективність стратегічних фінансових рішень, що описано в подальшому викладі матеріалу дослідження.

Статутний капітал є первинним елементом і чинником подальшого зростання власного капіталу, а його темп змін може приймати значення більше нуля (або, як виняток, – дорівнювати нулеві). Окремо в таблиці поданий варіант зі стабільним статутним капіталом (Тск = 1), що є досить поширеним явищем, на відміну, наприклад, від змін у часі власного капіталу, який може змінюватися частіше й у більш відчутних масштабах.

На зміни власного капіталу, крім статутного, впливають і інші чинники (його складові); причому насамперед мова йде про прибутки або збитки відповідного періоду (базового чи звітного). З огляду на обсяги таких прибутків чи збитків підсумок власного капіталу може приймати різні значення – і додатні, і від'ємні. Це має відношення до кожного базового чи звітного (прогнозованого) періодів. Із погляду математичного результату розрахунків темпів змін власного капіталу (показників Твк) можуть мати й додатні, і від'ємні значення. Певна інтрига тут полягає в тому, що, як було зазначено вище, це в деяких аналітичних варіантах може спотворити висновки зі зроблених розрахунків. Тому необхідно досліджувати не тільки динаміку Твк, а й показники ВК2 і ВК1, які безпосередньо впливають на цю динаміку.

Якщо мова йде про стратегічне управління фінансовими ризиками та про оцінку ефективності відповідних стратегій, то серед показників ВК2 і ВК1 варто віддати більшу вагу саме значенню власного капіталу у звітному (прогнозованому) періоді, тобто ВК2. Тому порівняно більшу загрозу для інтересів власників становить тенденція зі зменшенням ВК2 відносно ВК1. Це пояснюється тільки неефективним використанням статутного капіталу, незважаючи навіть на те, що його розмір може зменшуватися (0 < Тск < 1), залишатися незмінним (Тск = 1) або ж навіть зростати (Тск > 1).

Однак, навіть якщо значення $BK2$ менше нуля, ми оцінюємо ефективність ризик-менеджменту по-різному. Наприклад, якщо $BK2$ менше нуля при додатному значенні $BK1$, то можемо спостерігати різні тенденції капіталізації статутного капіталу (ситуації 1, 3, 7, 9), залежно від того, у якій мірі досягається віддача від статутного капіталу:

якщо $0 < T_{ск} < 1$, відбувається вилучення статутного капіталу власниками з метою збереження своїх коштів та навіть припинення діяльності збиткового підприємства, аби не продовжувати неперспективне його функціонування; причому варіант 7 є найбільш доречним, тому що власники ще мають певну можливість встигнути врятувати свої кошти. Варіанти 1 та 19 характеризуються підвищеним ризиком: 1 – через надто швидкий розвиток негативних тенденцій, а 19 – у зв'язку з їх часовою пролонгацією;

поповнення статутного капіталу ($T_{ск} > 1$) є вельми ризикованою ідеєю, тому що його неефективне використання з великою ймовірністю призведе до його повної втрати. Ситуації 7 і особливо 9 є найбільш загрозливими, бо від'ємний результат від використання статутних коштів ($BK1$ і $BK2$) є стійкою тенденцією. За такого сполучення $T_{ск}$ й $T_{вк}$ всі стратегічні варіанти 19, 20, 21, 25, 26, 27 є занадто небезпечними;

якщо власники вагаються та не поспішають вилучати свої кошти ($T_{ск} = 1$), то це, як мінімум, не свідчить про їхню раціональну поведінку. Але така позиція власників інколи може пояснюватися тим, що вони сподіваються на невраховані перспективи, які можуть у майбутньому змінити ситуацію на краще. Очікування кращих можливостей чи сподівання на кардинально вигідні для них зміни мають бути більш-менш імовірними, аби власники могли усвідомлено на них чекати.

Розглянемо ситуації 2, 4, 8, 10 зі значенням $BK2$ більшим за нуль. Ці ситуації також необхідно досліджувати в комплексі зі змінами й власного, і статутного капіталів: різні варіанти 4, 5, 6, 10, 11, 12, 22, 23, 24, 28, 29, 30, свідчать про різні за ефективністю стратегічні рішення. Отже, маємо:

значення темпу змін статутного капіталу в межах від 0 до 1 (варіанти 4, 10, 22, 28) пояснюється вилученням цих коштів власниками, що може мати різні підстави. Покращення фінансової ситуації відносно базового періоду та отримання прибутків, завдяки чому забезпечується зростання $BK2$, можна, безумовно, оцінити позитивно для всіх указаних варіантів. Але стратегічно найкращим варіантом є 28, а далі – за спадним рівнем ефективності й зростанням ризикованості – 8, 4, 10. Порівнюючи попарно варіанти 4 й 10, 22 й 28, акцентуємо увагу на тому, що при $T_{вк} < -1$ або $T_{вк} > 1$ капіталізація статутного капіталу відбувається швидше, ніж при $-1 \leq T_{вк} < 0$ або $0 < T_{вк} \leq 1$, тому з указаних пар варіанти 4 й 28 є найбільш вдалим;

якщо власники залишають незмінним розмір статутного фонду ($T_{ск} = 1$), то принципово висновки щодо раціональності їхніх рішень (варіанти 5, 11, 23, 29) є подібними до описаних вище варіантів 4, 10, 22, 28. Варто додати, що останні вказані чотири варіанти, порівняно із 5, 11, 23, 29, є значно кращими, тому що в цьому випадку капіталізація відбувається навіть при зменшенні статутних коштів, які, наприклад, інвестуються в інші диверсифіковані проекти. А успішність такої диверсифікації може у свою чергу додати власникам додаткових економічних вигід щодо отримання доходів і прибутків;

при збільшенні статутного капіталу (варіанти 6, 12, 24, 30) увагу треба зосередити на порівнянні темпів його змін зі зміною власного капіталу та не допускати накопичення останнього шляхом випереджаючого зростання статутного. Тобто якщо $T_{ск} > T_{вк}$, то це означає, що власники частково, але спочатку фінансують збитки підприємства, а потім – створюють фінансові джерела для виходу підприємства з кризи, що характерно для варіантів 6 і 12. Капіталізація статутного фонду швидкими темпами вимагає й відповідного його накопичення. Тому якщо $T_{ск} < T_{вк}$, стратегія фінансового управління є цілком прийнятною (варіанти 24 й 30). Але при $T_{ск} > T_{вк}$ варіант 24 навпаки може бути оцінений як стратегія з наявним мінімальним ризиком, причому чим більший розрив між цими показниками, тим більше ця стратегія матиме ризикові ознаки, тому керівництву підприємства належить постійно моніторити цю ситуацію.

Декілька слів треба додати про ситуації 5 і 6 із нульовим темпом зростання власного капіталу, що означає його відсутність у звітному (або прогнозованому) періоді, незалежно від того, яким він був у базовому періоді. Але:

- у ситуації 5 фіксується погіршення фінансового стану підприємства, тобто виникнення збитків, які не покриваються накопиченими раніше й наявними в базовому періоді прибутками. Така ситуація є надто ризикованою з погляду інтересів власників, бо вони вже до початку звітного (чи прогнозованого) періоду втратили свої кошти; а отже, продовжувати за цих умов фінансувати підприємство їм абсолютно не вигідно. Тому варіант 13 є найбільш прийнятним, 15 – навпаки, найбільш ризикованим, а варіант 14 – із підвищеним ризиком, який пояснюється тим, що власники певний час спостерігають за розвитком подій на підприємстві й, можливо, сподіваються на переломні ефективні управлінські дії;

- ситуація 6 є кращою, ніж ситуація 5, тому що керівництво підприємства здійснило (або планує здійснити) певні вдалі фінансові операції, що дозволило (дозволить) підприємству отримувати прибутки в поточному (чи прогнозованому) періоді. Тому власники можуть не поспішати вилучати свої кошти, тим більше, якщо, наприклад, не мають альтернативи щодо їх подальшого інвестування. Але, попри це, такі варіанти 16, 17, 18 є також ризикованими, хоча й у меншій мірі, ніж 13, 14 чи 15.

Отже, усі стратегічні фінансові рішення мають ухвалюватися керівництвом підприємства в інтересах його власників, для чого пропонується практичне застосування представленого вище методичного підходу до оцінки ефективності ухвалених стратегічних рішень. Але конкретика в ухваленні стратегічного рішення залежить, як зазначалося вище, від сприймання менеджером ризикованої ситуації та його ризик-апетиту, тому матриця стратегій фінансового ризик-менеджменту (Табл. 1), так само як і оцінка швидкості капіталізації статутного капіталу (Табл. 2), може коригуватися з урахуванням цього «апетиту».

Розробка й обґрунтування інноваційних підходів до управління фінансовими ризиками та системи діагностичних показників у поточному ризик-менеджменті.

Реалізація фінансової стратегії досягається впровадженням поточного фінансового управління. Як зазначено вище, основним чинником капіталізації статутного капіталу є генерування підприємством прибутків. Саме при розподілі щорічно створеного прибутку він може повністю або частково спрямовуватися на накопичення у власному капіталі, тобто забезпечувати капіталізацію статутного. У такий спосіб поточне управління фінансовими результатами (прибутками) розглядається як фактор впливу на зміни стратегічного показника – індексу швидкості капіталізації статутного капіталу (Ікск).

Для того аби запровадити факторну модель цього впливу, зробимо певні перетворення, які б дозволили деталізувати наведені вище формули 1, 2 й 3.

Стосовно формули 3 дамо деякі пояснення: по-перше, вона не завжди є факторною моделлю, за якою можна було б оцінювати вплив розміру створеного прибутку й умов його розподілу на розмір і динаміку статутного фонду, бо будь-яка зміна статутного капіталу вимагає від власників не тільки ухвалення відповідного рішення, а й здійснення певних організаційно-правових дій: скликання й проведення зборів власників, унесення змін до реєстраційних документів тощо; по-друге, зазвичай процедура поповнення статутного фонду створеним прибутком має певну ознаку суб'єктивності, тобто має бути досягнута домовленість між власниками й керівництвом підприємства з приводу проведення такого поповнення; по-третє, власники не завжди, навіть якщо це конче необхідно, погоджуються відмовитися від отримання дивідендів та тим більше – фінансувати поповнення статутного капіталу за умови неефективних стратегій (через, як указувалося вище, підвищений чи неприпустимий ризик). Ситуацію, коли власники підприємства ухвалюють рішення щодо спрямування прибутку саме на збільшення статутного фонду, а не на створення інших його складників, ми розглядаємо, так би мовити, як додатковий, але не надто впливовий чинник.

Але поповнення прибутком статутного фонду є підставою для подальшої капіталізації останнього. Тому здійснимо спочатку перетворення формули (водночас і факторної моделі) 2, для чого введемо такі дані: Π – чистий прибуток підприємства, який підлягає розподілу; $H_{\text{кп}}$ – норма (частка) чистого прибутку, який у процесі його розподілу спрямовується на поповнення власного капіталу, тобто капіталізується. Оцінюючи ефективність поточного управління щодо формування та розподілу прибутку підприємства, зазначимо, що така оцінка базується на даних базового (показники цього року позначаються символом 1) та прогнозованого (показники матимуть символ 2) років.

Нехай Π_1 і Π_2 – відповідно чистий прибуток у базовому й прогнозованому роках, а $H_{\text{кп}1}$ і $H_{\text{кп}2}$ – норма його капіталізації у відповідних періодах. В абсолютному вимірі капіталізований прибуток за роками приймає значення $\Pi_2 \times H_{\text{кп}2}$ й $\Pi_1 \times H_{\text{кп}1}$. Звісно, ці показники напряду впливають на накопичення власного капіталу, який порівняно з базовим роком збільшується на величину його капіталізації й у прогнозованому році дорівнюватиме:

$$BK_2 = BK_1 + \Pi_2 \times H_{\text{кп}2} \quad (4)$$

Збільшувати величину BK_2 можна й завдяки зростанню Π_2 , як і $H_{\text{кп}2}$.

Згенерований прибуток у базовому році використовується ефективно, якщо спрямовується на розширене відтворення, про що йшлося раніше (див., наприклад, Рис. 3). При спрямуванні прибутку на розширення своєї діяльності підприємство має враховувати галузеві й технологічні особливості своїх господарських процесів та дотримуватися оптимального організаційного співвідношення між необоротними й оборотними активами. Якщо таке співвідношення було виконане з самого початку існування підприємства, це забезпечує підстави для подальшого якісного

ефективного управління активами та джерелами їх формування. Мова йде про так зване «золоте правило фінансування», яке є основною умовою фінансової стійкості підприємства в довгостроковій перспективі та його платоспроможності в короткостроковій.

Отже, у процесі розширеного відтворення своєї діяльності підприємство має оптимально розподіляти прибуток на фінансування необоротних і оборотних активів. Відхилення від цього оптимального галузевого розподілу пов'язане з ризиками щодо неефективного використання інвестованого прибутку: або надмірне зростання необоротних активів при відставанні оборотних, або навпаки – необґрунтоване накопичення оборотних за відсутності достатніх джерел для інвестування в необоротні.

Для українських підприємств характерні значні обсяги й темпи зростання дебіторської заборгованості, що є найбільш загрозливим накопиченням оборотних активів, бо ці кошти функціонують в обороті дебіторів. Зважаючи на наявність на будь-якому галузевому ринку підприємств, конкуруючих між собою за перспективи збільшення своїх продажів, завважимо, що повної відмови від комерційного кредитування покупців бути не може, але частка дебіторської заборгованості в складі оборотних активів має бути в обґрунтованих межах, або хоча б на рівні середньогалузевих значень. Крім того, при аналізі складу й структури сформованих активів у процесі формування фінансових прогнозів варто дослідити балансові обсяги запасів, які також, при їх завеликих розмірах, створюють певні загрози та негативно впливають на ефективність діяльності підприємства, а саме провокують зайву імобілізацію пасивів та потребують регуляторного втручання з боку фінансового керівництва підприємства.

У поточному управлінні щодо розподілу прибутку пріоритетним є фінансування оборотних активів, бо необоротні мають особливість у зростанні, яке відбувається «стратегічними стрибками», що можуть за часом охоплювати більше одного року, тому формування чи зміни необоротних активів має розглядатися як стратегічні рішення (Рис. 4). А тому керівництво підприємства протягом поточного (річного) періоду в першу чергу зосереджується на більш мобільних оборотних активах, а для здійснення «стратегічних стрибків» необоротних активів накопичує кошти на майбутнє, якщо такий «стрибок» буде передбачений стратегічним планом.

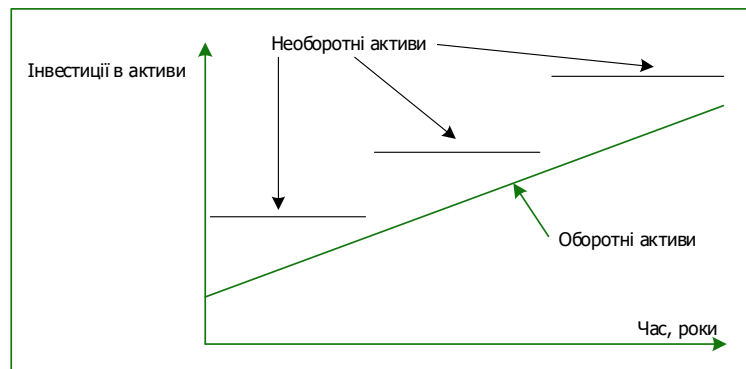


Рис. 4. Інвестиції в необоротні й оборотні активи. (Джерело: побудовано Антоненко В. М.)

Базуючись на цьому, уведемо спеціальний коефіцієнт структури активів Кстр, що буде оптимальним для галузі, у якій функціонує підприємство, і може за потреби бути визначений, виходячи з офіційних статистичних галузевих звітів, із його коригуванням на обґрунтоване зменшення імобілізації капіталу.

Зважаючи на пріоритетність у поточному плануванні фінансового забезпечення оборотних активів, уважаємо за доцільне вимірювати коефіцієнт Кстр як їх частку в сукупних галузевих активах із її відповідним коригуванням. Таку скориговану частку оборотних активів пропонується приймати за галузевий еталон при розподілі прибутку на інвестиції в оборотні й необоротні активи. Реальна (фактична) частка інвестицій в оборотні активи разом із наявною дебіторською заборгованістю має порівнюватися зі скоригованим середньогалузевим (еталонним) коефіцієнтом Кстр задля визначення ризиків, пов'язаних із відхиленнями від цього еталону. Відхилення від зазначеного еталону в будь-яку сторону загрожує певними, часто надто відчутними, проблемами в сенсі забезпечення ефективності інвестицій, причому чим більше таке відхилення, тим більш значними є ці проблеми. Тому:

$$|KOA - K_{стр}| \rightarrow 0, \quad (5)$$

де KOA – частка необоротних активів у складі сукупних активів.

На практиці ситуацій із відхиленням структури активів від оптимального значення може бути досить багато й різних, що вимагає проведення спеціального фінансового аналізу з метою її (структури) коригування. У межах нашого дослідження будемо вважати, що керівництво підприємства забезпечує фінансовий аналіз активів та знається на оптимізації їх структури.

Зрозуміло, що можна здійснювати розподіл тільки того прибутку, який було сформовано, тобто фінансовий результат П2 буде залежати від обсягу та ефективності використання наявних у розпорядженні підприємства активів:

$$П2 = CA2 \times ROA2 = (HA2 + OA2) \times ROA2 \quad (6)$$

де $CA2$, $HA2$, $OA2$ – відповідно середньорічні сукупні, необоротні та оборотні активи підприємства в прогнозованому році; $ROA2$ – рентабельність активів у прогнозованому році.

Розширений розвиток активів у прогнозованому році має відбуватися за рахунок інвестованого в активи прибутку базового року з урахуванням того, що активи базового року й фактично отриманий чистий прибуток при їх використанні в прогнозованому році мають бути скориговані за вимогою (5):

$$OA2 = OA1 \times \frac{Кстр}{КОА1} + П1 \times Нкп1 \times Кстр, \quad (7)$$

$$HA2 = HA1 \times (1 - \frac{Кстр}{КОА1}) + П1 \times Нкп1 \times (1 - Кстр), \quad (8)$$

де $КНА1$ і $КОА1$ – відповідно частка необоротних і оборотних активів у складі сукупних активів у базовому році.

Тоді формули (6) і (4) перетворюється відповідно на формули (9) і (10):

$$П2 = [(HA1 \times (1 - \frac{Кстр}{КОА1}) + OA1 \times \frac{Кстр}{КОА1} + П1 \times Нкп1] \times ROA2, \quad (9)$$

$$BK2 = BK1 + [(HA1 \times (1 - \frac{Кстр}{КОА1}) + OA1 \times \frac{Кстр}{КОА1} + П1 \times Нкп1] \times ROA2 \times Нкп2. \quad (10)$$

Отже, оцінимо вплив поточного фінансового управління на стратегічний захист фінансових інтересів власників, а водночас і його якості, для чого змінимо формули 2 й 1 на 11 і 12 відповідно:

$$ТВК = 1 + \frac{1}{BK1} \times [(HA1 \times (1 - \frac{Кстр}{КОА1}) + OA1 \times \frac{Кстр}{КОА1} + П1 \times Нкп1] \times ROA2 \times Нкп2, \quad (11)$$

$$Ікск = [1 + \frac{1}{BK1} \times [(HA1 \times (1 - \frac{Кстр}{КОА1}) + OA1 \times \frac{Кстр}{КОА1} + П1 \times Нкп1] \times ROA2 \times Нкп2] \times \frac{СК1}{СК2} \quad (12)$$

Формула (11) є такою, яка дає можливість оцінити вплив поточного фінансового управління на досягнення стратегічної мети підприємства, а в першу чергу – і його власників, а саме – збільшення їхньої власності. На річні темпи зростання власності (капіталізацію статутного капіталу) впливають:

- стратегічні рішення власників щодо змін розміру статутного фонду, що може відбуватися за різних обставин і при покращенні, і при ускладненні фінансової ситуації на підприємстві;
- обсяг створеного власного капіталу в попередніх періодах, що забезпечує стартові можливості для подальшого фінансування необоротних і оборотних активів уже на майбутнє;
- управлінські рішення керівництва підприємства щодо вивчення та врегулювання структури здійснених інвестицій у разі, якщо сформована в попередньому періоді структура активів не відповідала оптимальному значенню з погляду співвідношення між необоротними й оборотними активами. Це означає необхідність ужиття заходів стосовно коригування їх обсягів з урахуванням галузевої організаційної структури та можливостей урегулювання імобілізації капіталу;
- ефективність діяльності підприємства в поточному періоді, від чого залежить віддача від накопиченого в попередніх періодах потенціалу необоротних і оборотних активів;
- рішення щодо розподілу прибутку: спочатку на спожитий (розподілений) і капіталізований (нерозподілений), а потім – щодо подальшого використання капіталізованого прибутку – на розширене відтворення оборотних і необоротних активів з урахуванням вимоги неприпустимості зайвої їх імобілізації.

Усі чинники (формула 11) разом і кожний із них окремо варті серйозної уваги керівництва підприємства, бо несуть неабиякі ризики в разі порушення позитивної їх динаміки або відхилення від неї. Оцінка цих ризиків, знову ж таки – на фоні різної схильності менеджерів до ризику, може бути відповідно скоригована.

Ризики стають відчутними й загрозливими, якщо: порушується умова дотримання оптимальної організаційної будови активів; допускається необґрунтована імобілізація активів; здійснюється незважений розподіл чистого прибутку з акцентом на його споживання; зменшується рентабельність діяльності підприємства. Стосовно останньої тези варто додати, що у формулі (11) з усіх факторів від'ємне значення можуть приймати:

BK1, і це означає, що підприємство перебуває в ситуації 10 (Табл. 1) і що вона вимагає від керівництва стратегічного рішення 10 (Табл. 2);

P1, що пов'язане з різними причинами й поки що не вимагає таких кардинальних кроків, як із від'ємним BK1 (якщо, звісно, $BK1 > 0$): при досить вдалому захисті від ризиків є можливість виправити ситуацію й не допустити хронічного зменшення власного капіталу;

ROA2: за умови, якщо вище вказані чинники BK1 і P1 більші за нуль, від'ємне значення цього показника свідчить про наявність певних проблем у стратегічному розвитку підприємства, але що є можливість їх розв'язати.

Але якщо два чи три розглянуті вище показники одночасно матимуть значення, менші за нуль, то ризики в разі продовження такої діяльності зростають надто швидко, діючи комплексно й підсилюючи одне одного в цій тріаді.

Показник Ікск (формула 12) залежить від якості поточного управління (бо містить усі згадувані вище й наявні у формулі 11 показники) і тому дає можливість оцінити напрямок і силу впливу поточного фінансового управління (результатів діяльності підприємства в досліджуваному році) на досягнення стратегічних цілей щодо капіталізації статутного капіталу.

Зазначимо, що при від'ємних значеннях BK1, P1, ROA2 додатний знак при Ікск не може розцінюватися як прогресивний розвиток підприємства, а навпаки – потребує додаткових досліджень, як саме ці три чинники себе проявили. Тут можуть бути різні конкретні варіанти поєднання цих чинників, але в будь-якому випадку кожний із варіантів несе досить значні ризики.

У науковій літературі трапляється небагато аналогічних ідей. Ми знайшли тільки публікацію [18], у якій автори I. Lisboa, M. Costa й F. Santos звертають увагу на факторний вплив поточного фінансового ризик-менеджменту на стратегічні наслідки, хоча й використовують для цього інші кількісні вимірники. Зокрема вони зазначають, що фірми повинні вважати себе такими, які мають фінансові труднощі, якщо вони сукупно відповідають таким критеріям для двох років поспіль: 1) EBITDA нижча за фінансові витрати; 2) фіксується зниження ринкової вартості фірми. Перший із двох запропонованих оціночних показників, тобто EBITDA, є дещо суперечливим у сенсі об'єктивності оцінювання, бо немає встановлених загальноприйнятих методичних засад у визначенні його розрахунків. Але вважаємо, що, якщо може бути запроваджена конкретна методика його розрахунку для його внутрішнього використання в умовах конкретного підприємства, то можна усунути недоліки порівнянності значень цього показника. Другий показник (ринкова вартість фірми) за своєю сутністю відповідає пропонованому нами індексові швидкості капіталізації статутного капіталу, бо капіталізація статутного капіталу напряму впливає на зростання вартості підприємства. Різниця можлива тільки в тому, що ринкова й балансова вартості підприємства можуть відрізнитися; але якщо згадати про об'єктивне наближення балансової вартості підприємства до ринкової, то такою різницею можна знехтувати.

Крім того, у роботі [18] є також твердження, що фірми з фінансовими проблемами мають одну з таких фінансових характеристик: 1) негативна робота капіталу в поточному році; 2) від'ємний операційний результат протягом будь-якого з трьох років до банкрутства; 3) від'ємний нерозподілений прибуток за третій рік до банкрутства; або 4) від'ємний чистий прибуток за будь-який із трьох років, що передували досліджуваному. Отож, ці ознаки також свідчать про доцільність застосування факторно-аналітичного підходу в дослідженні впливу річних фінансових результатів на успішність стратегічного ризик-менеджменту.

Розробка й обґрунтування інноваційних підходів до управління фінансовими ризиками та системи діагностичних показників в оперативному ризик-менеджменті.

Оперативний ризик-менеджмент характеризується тим, що спрямований на забезпечення платоспроможності підприємства в короткостроковому часовому масштабі та націлений на раціональне управління грошовими потоками. Саме наявність або відсутність грошових коштів забезпечує або робить неможливим досягнення збалансованого руху грошових потоків та врешті-решт – саме фінансове благополуччя будь-якого підприємства, а це, у свою чергу, впливає й на ефективність стратегічних фінансових рішень [46].

Збалансованість грошових потоків тлумачиться як наявність у будь-який момент (наприклад, на найближчі три місяці) достатнього обсягу грошей для погашення поточних заборгованостей та фінансування поточних потреб підприємства. Наголосимо на тому, що важливим у цьому сенсі є саме часовий чинник, тому що не збалансовані в часі надходження й платежі, навіть при їх однакових, наприклад, річних обсягах, провокують ризики втрати не тільки сталої платоспроможності, а й погіршення ситуації з отриманням прибутків. Це пояснюється тим, що затримки платежів, неважливо з яких причин, – негативно впливають на імідж та ділову репутацію підприємства, і, як наслідок, – воно втрачає потенційних споживачів та свою ринкову позицію.

Грошові кошти є найбільш рухливим, мобільним елементом оборотних активів, і тому важливим є моніторинг постійного їх руху з метою згадуваної вище збалансованості. На практиці далеко не всі підприємства складають платіжні календарі, які певним чином сприяли б забезпеченню такого балансування. Невизначеність, яка завжди притаманна процесам, що впливають на грошові потоки, є настільки значною, що досить часто не варто й вести мову про складання платіжних календарів. Тому в практичній діяльності менеджери не надто часто або взагалі не переймаються питанням планування грошових потоків. Бо занадто велика невизначеність інколи ставить під сумнів доцільність їх складання та всіх процесів оперативного управління грошовими коштами.

Велика мобільність та майже абсолютна невизначеність – дві характерні ознаки менеджменту грошових коштів, що ускладнюють управління ними. Разом із тим, негативні наслідки відсутності раціоналізму в управлінні грошима пов'язані з неплатоспроможністю й загрозою банкрутства. Тоді виникає риторичне питання: чи варто взагалі займатися менеджментом грошових потоків? Розглянемо це питання з погляду ефективності управлінських процесів. Для цього важливим є порівняння двох альтернативних варіантів щодо ухвалення управлінських рішень: запроваджувати захисні дії в разі загрози нестачі грошей чи не робити цього та не витратити на ці дії додаткових коштів. Таке порівняння показано на Рис. 5.

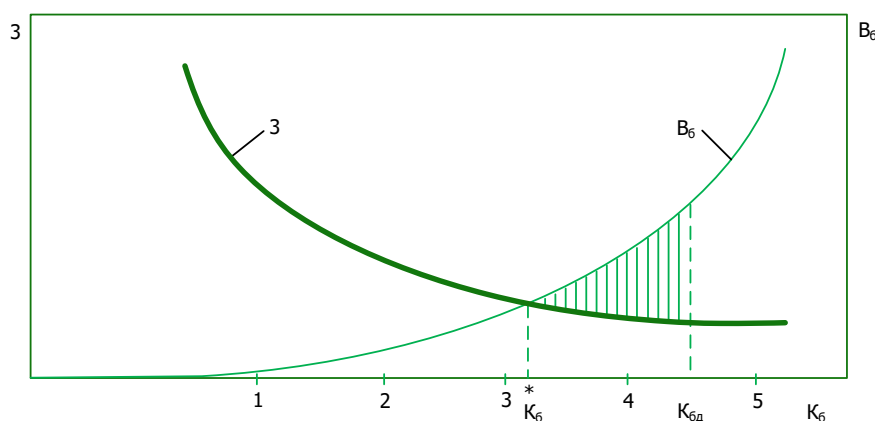


Рис. 5. Співвідношення наслідків неякісного управління грошовими потоками та витрат на здійснення захисних безпекових дій.
Позначення: З – збиток або інші негативні наслідки в разі нестачі грошових коштів; B_6 – витрати на управлінські безпекові заходи; K_6 – критерій безпеки (схильність менеджера до ризику). (Джерело: побудовано Антоненко В. М.)

За будь-яких умов, незалежно від ступеня невизначеності ситуації, захисні безпекові заходи зменшують негативні наслідки загроз, тому тенденції змін негативних наслідків від таких загроз та вартості захисних дій (величин З й B_6 відповідно) є протилежно спрямованими.

Але обґрунтування доцільності та ухвалення управлінського рішення залежить від ставлення менеджера до невизначеної ситуації та від його схильності (толерантності, апетиту) до ризику. Оцінюючи схильність до ризику, або ризик-апетит менеджера, уведемо поняття критерію безпеки (показник K_6), який оцінює фінансового менеджера як суб'єкт ризик-менеджменту.

Показник K_6 на цьому графіку являє собою вимірник того самого ризик-апетиту, про який ішлося вище: чим більше значення він приймає, тим меншим є сприймання менеджером загроз та менша його схильність до ризику й більші витрати на розробку та запровадження захисних безпекових заходів. Вимірювання цього показника може бути в балах (наприклад, 1, 2, 3 й т. д. – бали), відсотках чи інших одиницях, а оцінювання здійснюється зазвичай суб'єктивно.

Значення K_6^* та $K_{6д}$ є критичними для оцінки ризик-апетиту менеджера та мають сприйматися як мінімально й максимально допустимі витрати на безпекові заходи, тоді заштрихована площа на графіку (Рис. 5) – це область

прийнятних значень $\mathcal{Z}$ й B_6 . Отже, із урахуванням ризик-апетиту менеджера (його схильності до ризику) та орієнтуючись на K_6^* і $K_{6д}$, маємо:

- оцінка, що є більша за значення $K_{6д}$ (якщо $K_6 > K_{6д}$), свідчить про те, що менеджер є песимістом і веде більш консервативну політику, тобто націлений на перестрахування від загроз, причому консерватизм виявляється тим більшим, чим більшим стає K_6 порівняно з $K_{6д}$;
- якщо витрати на безпеку перебувають у межах допустимих розмірів і не надто перевищують потенційні збитки від ризику ($K_6^* > K_6 > K_{6д}$), таку політику можна вважати обґрунтованою, а менеджера сприймати як прагматиста;
- оцінка, менша за критичне мінімальне значення ($K_6 < K_6^*$), означає, що апетит менеджера до ризику є більшим, ніж у раніше розглянутих ситуаціях та зростає в міру зменшення K_6 . Менеджер є оптимістом та веде агресивну політику щодо захисту підприємства, зменшуючи безпеку, а інколи навіть і наражаючись на загрози, коли $B_6 \rightarrow 0$, а відповідно, збитки чи інші негативні наслідки таких дій ($\mathcal{Z}$) надмірно зростають.

Для подальшого розгляду проблеми платоспроможності розділимо її на дві: перша – це ризик утрати можливостей достатнього фінансування своєї господарської діяльності (тобто внутрішня проблема), а друга – це ризик непогашення поточних заборгованостей перед кредиторами (зовнішня проблема). Підприємство спочатку стикається з внутрішньою, а потім – із зовнішньою проблемою, тому що пріоритетним є не фінансування власних внутрішніх планів, а виконання зобов'язань перед зовнішніми контрагентами, бо саме від останніх може виникати загроза у вигляді ініціювання справи про банкрутство підприємства. Тому за наявності дефіциту грошових коштів вони в першу чергу мають спрямовуватися на повернення зовнішніх боргів.

Розглянемо проблему зовнішніх поточних боргів більш докладно. У класичному фінансовому аналізі застосовується показник покриття поточних зобов'язань поточними активами $K_{покp}$:

$$K_{покp} = \frac{ДЗ + ГК}{КЗ + КК} \quad (13)$$

де $ДЗ$ й $ГК$ – відповідно дебіторська заборгованість і грошові кошти; $КЗ$ й $КК$ – відповідно кредиторська заборгованість і короткострокові кредити зі строком погашення за перші три місяці після досліджуваної дати.

Для багатьох підприємств, принаймні в Україні, дебіторська й кредиторська заборгованості разом із короткостроковими кредитами є набагато більшими за розмірами, аніж наявні грошові кошти. Кредити не завжди є в балансах підприємств, тому що вони є платними, на відміну від кредиторської заборгованості за розрахунками, яка в Україні є безкоштовною й тому накопичується до великих розмірів. Отже, тоді формула (13) може перетворитися на коефіцієнт покриття кредиторської заборгованості дебіторською (14):

$$K_{покp} = \frac{ДЗ}{КЗ} \quad (14)$$

Ураховуючи схильність менеджера до ризику K_6 та оцінюючи ймовірність повернення дебіторської заборгованості $ВДЗ$ і ймовірність претензій із боку кредиторів щодо повернення їм кредиторської заборгованості $ВКЗ$, отримуємо:

$$K_{покp} = \frac{ДЗ \times ВДЗ}{КЗ \times ВКЗ} \quad (15)$$

Коефіцієнт $K_{покp}$ може приймати різні значення, більші або менші одиниці, а його плановий рівень залежить знову ж таки від ризик-апетиту менеджера: збільшується при зменшенні схильності менеджера до ризику і навпаки – зменшується, якщо менеджер є більш оптимістичним. Коефіцієнт $K_{покp}$ змінюється між критичними (максимальним і мінімальним) значеннями так само, як змінюється K_6 між K_6^* і $K_{6д}$. На графіку (Рис. 5) $\mathcal{Z}$ й B_6 є відповідно неповернена кредиторська та надлишкова дебіторська заборгованості.

Якщо мова йде про управління грошовими коштами для задоволення поточних потреб власної господарської діяльності підприємства, то діапазон $K_6^* > K_6 > K_{6д}$ можна вважати таким, що відповідає розмірові резервного (страхового) грошового фонду, бо наявність такого фонду є одним із найбільш дієвих захисних заходів. Отже, питання полягає в тому, щоб визначити цей розмір.

Підприємству необхідно постійно підтримувати такий фонд у достатньому обсязі для покриття непередбачуваних потреб у грошах, бо якась випадкова подія може одразу ж негативно вплинути на ризик неплатоспроможності,

якщо такого фонду на цей момент буде недостатньо. Витратами на вбезпечення підприємства B_6 уважатимемо недоотриманий прибуток від імобілізації грошових коштів у страховому фонді. Цей недоотриманий прибуток є добуток розміру страхового фонду й показника рентабельності діяльності підприємства; а показник рентабельності розглядається як вартість коштів страхового фонду.

Водночас відсутність грошових коштів має свої негативні наслідки: спочатку підприємство стикається з тим, що не в змозі здійснювати поточні платежі, наприклад, на придбання матеріальних (або інших виробничих) ресурсів, що зменшує його можливості щодо подальшого продовження в тому самому або розширеному розмірі операційної діяльності. Надалі підприємство може зіткнутися з проблемою неплатоспроможності, тобто з неможливістю погашення своїх боргів, і навіть опинитися на межі банкрутства. Такі питання виникають уже після того, як менеджери зафіксують проблеми з фінансуванням поточних платежів з операційної діяльності, тобто спочатку ідентифікуються загрози внутрішнього характеру, що пов'язані з фінансуванням планів підприємства, а пізніше – проблеми, що зачіпають зовнішні суб'єкти, наприклад, кредиторів.

Припустимо, що керівництво підприємства, працюючи певною мірою ефективно, не буде нехтувати внутрішніми сигналами й не буде допускати розвитку загрозливої ситуації аж до того, що кредитори почнуть непокоїтися й вимагати повернення своїх грошей. Іншими словами, ми розглядаємо раціональний підхід до фінансового управління ризиками, коли менеджери завчасно ухвалюють відповідні адекватні рішення, а ризикова ситуація не виходить із-під їхнього контролю й менеджери нейтралізують ризики, поки вони несуть тільки загрозу втрати прибутку. На графіку (Рис. 4) діапазон $K_6^* > K_6 > K_{6д}$ і є тим раціональним варіантом ризик-менеджменту, у якому допустимими є тільки внутрішні проблеми з фінансуванням господарської діяльності підприємства. За цих умов величину Z приймаємо як негативні наслідки від недофінансування у власну господарську діяльність підприємства та відповідно – утрату потенційного прибутку. Таким чином, порівняння Z й B_6 зводиться до визначення поточних потреб підприємства в грошових коштах, від розміру яких залежить і плановий розмір страхового фонду, причому своєрідним коригуючим чинником має бути та сама оцінка ризик-апетиту менеджера.

ДИСКУСІЯ

У фінансовому ризик-менеджменті наразі залишається невирішеною ціла низка нагальних проблем, серед яких однією з найбільш значущих є відсутність комплексного системного підходу до поєднання стратегічного, тактичного й оперативного фінансового управління. Ми вважаємо, що в дослідженнях з управління фінансовими ризиками в першу чергу бракує саме комплексності розгляду управління з погляду часового фактору, тобто стратегічний, тактичний і оперативний види менеджменту є дещо відокремленими одне від одного. Разом із тим, стратегічний менеджмент є основою для формування в майбутньому тактичних, а потім, у свою чергу, – оперативних управлінських дій, заходів, програм тощо, а зв'язок між ними являє собою взаємопов'язану тріаду підсистем управління.

Проведений аналіз здобутків науковців-попередників зафіксував певний вакуум у цьому сенсі та дозволив визначити принципові кроки щодо вирішення означеного питання через формування тріади фінансового ризик-менеджменту.

Базуючись на принципах неокласичної теорії ризикології, зазначимо, що ризики взагалі, так само як і фінансові ризики, мають досліджуватися з двох позицій: негативної – як потенційні збитки (що, до речі, відповідає класичному підходу до управління ризиками), та позитивної – як утрати потенційних (прогавлених) вигід, шансів, можливостей. Тоді управління фінансовими ризиками ми досліджуємо не тільки як отримання підприємством збитків чи загрозу його банкрутства, а і як відхилення від раціонального (оптимального) варіанту фінансового управління. Бо накопичення збитків та тим більше загроза банкрутства є наближеними або віддаленими в часі наслідками неефективного управління. У зв'язку з цим варто додати, що в сенсі управління фінансовими ризиками прогнозування банкрутства на базі класичних моделей є відголоском класичного підходу до ризикології, а отже, дещо застарілим. Більше того, досить часто моделі прогнозування банкрутства застосовуються без урахування часових та / або просторових змін. Разом із тим, економічні реалії та чинники впливу на діяльність підприємств стають із часом усе більш мінливими та непередбачуваними. Тому такі прогнози моделі, що були побудовані на результатах функціонування підприємств, працюючих зовсім в інших економічних умовах, ніж ті, для яких здійснюються такі прогнози, – є абсолютно неадекватними. Отож, ставитися до практики застосування таких моделей в управлінні фінансовими ризиками треба дуже обережно та в певних ситуаціях узагалі від них відмовлятися. Це потребує розробки іншої концепції фінансового ризик-менеджменту.

Як відомо, у фінансовому менеджменті метою функціонування підприємства є покращення добробуту власників. Щодо добробуту власників: він має розглядатися зі стратегічного й тактичного підходів; при цьому власники мають

відповідно стратегічні й тактичні інтереси відносно покращення свого фінансового становища. Базуючись на своєму праві власності, власники ухвалюють рішення на користь своїх стратегічних або тактичних інтересів. Зі стратегічної точки зору вони більш зацікавлені в розвитку підприємства на майбутнє й тому схильються не до розподілу прибутку між собою, а до фінансування прибутком такого розвитку; у тактичному розумінні, навпаки, – власники зацікавлені в отриманні частини прибутку у вигляді дивідендів або інших подібних виплат. Якщо підприємство має зовнішні ринкові перспективи розширеного відтворення, то перевага має віддаватися саме стратегічним цілям в управлінні прибутком підприємства. Ми дотримуємося ідеї про те, що стратегічні інтереси власників мають переважати над їхніми тактичними цілями.

Для очікування кращого для себе добробуту власники надають у розпорядження підприємства свої ресурси, формуючи статутний капітал, що має розглядатися як їхнє свідоме стратегічне рішення. Стартовий статутний капітал є, так би мовити, стратегічною базою для отримання власниками покращення свого добробуту: надалі саме інвестування своїх коштів у статутному капіталі надає їм такі можливості, бо цей капітал генерує додаткову вартість і отримання підприємством прибутку. Отже, стратегічне бачення свого добробуту власниками означає збільшення власного капіталу понад початковий статутний, тобто накопичення нестатутних складників власного капіталу.

Звісно, прибуток формується в кожному з наступних оборотів статутного капіталу і новий прибуток або його частина, що спрямовується до власного капіталу, кожного разу (з кожним таким оборотом) додається до процесу капіталізації. Варто додати також тезу про застосування ефекту фінансового важеля, який дозволяє отримати додаткове накопичення нестатутних складових власного капіталу.

Зростання власного капіталу відносно базового статутного ми пропонуємо вважати капіталізацією статутного капіталу: саме статутний капітал створює первинні можливості зростання власного. Зміни статутного й власного капіталів відбуваються по-різному: перший є умовно постійною, фіксованою, частиною власного, а останній змінюється в часі досить швидко. Тому для оцінювання їх динаміки в роботі вводиться поняття індексу швидкості капіталізації статутного капіталу. Він дозволяє оцінювати темпи (швидкість) змін власного й статутного капіталів, а саме вимірювати темп зростання власного капіталу відносно темпу зростання статутного.

Такий пропонований у цій роботі підхід може викликати дискусійні питання стосовно того, що роль статутного капіталу може вважатися перебільшеною: тому що після його «запуску» в кругообігу власного капіталу бере участь створений на попередніх оборотах прибуток. Але, по-перше, у формуванні цього прибутку, особливо на стартовому періоді, бере безпосередню й вагомую участь саме статутний капітал; а по-друге, нарощення прибутку завдяки використанню прибутку попередніх циклів також є врешті-решт наслідком дії статутного капіталу. Більше того, для власників оцінювання їхньої власності в часі та її зростання проти їхніх початкових інвестицій у підприємство стане вимірником ефективності використання статутного капіталу, який вони надали в розпорядження керівництву підприємства. А статутний капітал, крім того, є ще й базою нарахування дивідендів або подібних виплат, тому його значення в складі власного капіталу, на нашу думку, не варто вважати перебільшеним.

Пропоновані в роботі фінансові стратегії ризик-менеджменту мають за мету досягнення зростання вартості підприємства та покращення добробуту його власників шляхом капіталізації статутного капіталу, а коефіцієнт капіталізації статутного капіталу, який пропонується в цій роботі, дозволяє оцінити ефективність обраної керівництвом фінансової стратегії. На практиці можуть спостерігатися різні комбінації щодо темпів зростання й власного, і статутного, капіталів. У роботі показано 30 різних таких варіантів, для кожного з яких надається опис та оцінка з позицій власників і накреслюються відповідні фінансові стратегічні рішення.

Добробут власників як тактична мета їхніх фінансових інтересів стає актуальним за умови, наприклад, якщо немає можливостей стратегічного розширеного розвитку підприємства або генерування нестатутних складників власного капіталу (капіталізація статутного капіталу) значно перевищує потребу в додатковому фінансуванні. Тому з погляду фінансової тактики підприємства, націленої на інтереси власників, відстоюємо позицію, що тактичні рішення мають відповідати стратегічній концепції забезпечення в першу чергу стратегічного добробуту власників. Тому в тактиці управління мають вирішуватися, на нашу думку, дві ключові задачі: перша – пріоритетне врахування в тактичних планах стратегічних цілей і відповідно підпорядкування тактичних задач стратегічним (у нашому розумінні – капіталізація складників власного капіталу); друга, яка висувається й актуалізується після першої, – це задоволення тактичних інтересів власників (тобто відмова від капіталізації та розподіл між ними втрачених для капіталізації коштів).

Тут варто ще вказати на можливості різних пріоритетів у різних власників підприємства, бо за певних обставин кожен із них має право самостійно обирати варіант стратегічного чи тактичного покращення свого добробуту. Тоді

це може змінювати структуру власності, а тому й впливати на оціночні показники капіталізації та індексу капіталізації статутного капіталу. За розробленим підходом, презентованим нами в цій роботі, такий винятковий варіант із реструктуризацією статутного капіталу не враховується, а його структура вважається незмінною. Виходимо з того, що всі власники намагатимуться орієнтуватися на найбільш корисний для них варіант, тому й було зроблене відповідне припущення про відсутність реструктуризації статутного капіталу. Разом із тим, зазначимо, що зміни структури статутного капіталу надалі можуть бути предметом продовження цього або окремого спеціального дослідження.

Використання факторного моделювання дозволило спрогнозувати вплив тактики фінансового управління на стратегічну мету підприємства з позицій його власників. Для досягнення цього обґрунтовано необхідність дотримання оптимальної організаційної структури капіталу (співвідношення необоротного й оборотного), раціонального підходу щодо розподілу прибутку (на капіталізований і розподілений) та задіяння ефекту фінансового левериджу. У такий спосіб зроблена спроба врахування в процесі капіталізації статутного капіталу тактичних планів і заходів щодо захисту інтересів власників. Досягнутим результатом нашого дослідження вважаємо те, що факторне моделювання дало можливість поєднати стратегічне й тактичне фінансове ризик-управління й у вигляді системи факторних моделей забезпечити ієрархічну пріоритетність стратегії та відповідно – підпорядкованість їй тактики ризик-менеджменту.

Оперативний ризик-менеджмент розглядається в контексті управління грошовими потоками та передбачає спрямування уваги менеджерів на дві певним чином відокремлені одна від одної проблеми: внутрішню – фінансування поточних внутрішніх потреб, та зовнішню – погашення зовнішніх боргів. Знову ж згадаймо про класичний і неокласичний підходи до фінансового ризик-менеджменту, але вже в його застосуванні до оперативного управління. Указані два альтернативні варіанти використання грошових коштів мають різну спрямованість і провокують різні ризики. Загроза непогашення зовнішніх боргів пов'язана з ризиком утрати платоспроможності, обсягів продажу, можливістю зі сторони зовнішніх кредиторів ініціювати справу про банкрутство підприємства. А при зменшенні фінансування внутрішніх потреб підприємство стикається з уповільненням своєї діяльності, падінням ділової активності, зниженням ринкової позиції, втратою конкурентних переваг та в цілому – із невикористанням проґнатованих можливостей. Тому має забезпечуватися певний баланс між указаними двома напрямками використання грошових коштів. Відповідно до принципів неокласичного управління ризиками, грошові кошти мають спрямовуватися на погашення зовнішніх претензій доти, поки пов'язані з ними ризики не стануть меншими за розміри втрати проґнатованих вигід.

Ми вважаємо, що в управлінні неабияке значення має суб'єктивний чинник, тобто конкретна поведінка того або іншого менеджера. У сфері фінансового ризик-менеджменту такий суб'єктивізм проявляється в ризик-апетиті, або схильності менеджера до ризику, що обумовлено суб'єктивним сприйняттям загроз, що у свою чергу впливає на ухвалення захисних управлінських рішень. З урахуванням цього, на всіх щаблях управління в триаді стратегічного – тактичного – оперативного фінансового управління пропонується відповідний маневр для менеджерів з урахуванням їхнього ризик-апетиту.

Представлені авторами в цій статті інноваційні підходи щодо фінансового управління та оцінювання ефективності фінансового ризик-менеджменту оприлюднюються вперше, та, на думку авторів, мають науковий сенс і практичну спрямованість.

ВИСНОВКИ

На основі доробок учених-попередників та із застосуванням анонсованих у роботі наукових методів дослідження в роботі отримані певні наукові результати, що в цілому дозволяє стверджувати, що авторами виконані поставлені завдання та досягнута мета дослідження.

Проведений у роботі контент-аналіз наукових позицій учених дав можливість виявити наявність певних прогалин у фінансовій ризикології, які водночас накреслюють шляхи подальшого її розвитку.

Виходячи з того, що ризик-менеджмент має бути спрямований на захист інтересів власників, метою фінансового управління треба вважати зростання вартості підприємства. Швидкість такого зростання розглядається як індикатор виміру ефективності фінансової стратегії та оцінюється індексом капіталізації статутного капіталу, який дає аналітичну можливість зіставити темпи його зростання з темпами змін власного капіталу підприємства. Відповідно до можливих варіантів такого зіставлення (а їх налічується 30), керівництво підприємства має можливість вибрати обґрунтовану стратегію – від пролонгації своїх дій у разі їх ефективності (що буде фіксуватися стійким зростанням індексу капіталізації статутного капіталу) до припинення діяльності підприємства, якщо шансів на покращення ситуації не спостерігається (тобто індекс капіталізації статутного капіталу свідчить про його спрямування на покриття

збитків), а також піти на проміжні рішення з антикризовими планами (у разі якщо зазначений індекс капіталізації не є надто загрозливим та приймає значення в межах допустимих коливань).

Реалізація стратегічного фінансового захисту пов'язується з управлінням прибутком підприємства. Тому тактикою фінансового ризик-менеджменту має бути: по-перше, забезпечення зростання прибутку; по-друге, оптимальний його розподіл між спожитою (розподіленою) та капіталізованою (накопичуваною) його частинами. Критеріями для оцінки ефективності ризик-управлінської тактики є рентабельність активів підприємства та частка капіталізованого прибутку в його складі.

Реалізація стратегічних і поточних цілей можлива завдяки оперативному управлінню грошовими потоками, тобто за умови оптимального розподілу грошових коштів на поповнення необоротних та оборотних активів, бо будь-яке відхилення від оптимальної для кожної галузі структури активів загрожує проблемами в досягненні тактичних цілей, у першу чергу – негативно впливатиме на прибуток як тактичну мету, а це, у свою чергу, – і на капіталізацію статутного капіталу як стратегічну мету. Цей підхід до управління фінансовими ризиками дасть можливість менеджерам обґрунтовано здійснювати стратегічне, поточне й оперативне управління та забезпечувати більш надійний захист інтересів власників.

Ця робота накреслює основні вектори подальших досліджень фінансового ризик-менеджменту, а саме: використання системності стратегічного – тактичного – оперативного фінансового управління та розвиток індикаторів оцінювання ефективності його впровадження.

ДОДАТКОВА ІНФОРМАЦІЯ

ВНЕСОК АВТОРІВ

Розробка концепції: Антоненко В., Попова О.

Супровід даних: Лизунова О., Сарбаш Л.

Формальний аналіз: Лизунова О., Попова О.

Методологія: Антоненко В., Мізіна О.

Джерела: Антоненко В., Мізіна О., Панченко Г.

Контроль: Мізіна О., Сарбаш Л.

Перевірка: Панченко Г., Сарбаш Л.

Дослідження: Антоненко В.

Візуалізація: Антоненко В., Панченко Г.

Управління проєктом: Попова О.

Написання – рецензування та редагування: Антоненко В.

Написання - оригінальний рукопис: Антоненко В.

REFERENCES / ЛІТЕРАТУРА

1. Fedulova, I.V. (2019). Stratehiia ryzyk-menedzhmentu. Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia ta problemy rozvytku, 1(1), 64-73.
<https://doi.org/10.23939/smeu2019.01.065>
2. Skakalskyi, Yu.S. (2016). Kontrolinh finansovykh ryzykiv pidpriemstv. Dys. na zdobut. nauk. stup. k.e.n. spets. 08.00.08. Kyiv. DVNZ «Kyivskyi natsionalnyi ekonomichnyi universytet imeni V. Hetmana. <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Skakalsk-diss.pdf>
3. Solomatina, T.V. (2020). Diahnostyka ryzykiv vtraty stratehichnoho finansovoho potentsialu subiektiv hospodariuvannia ahrarnoho sektora ekonomiky. Ahrosvit, 8, 42-48.
http://www.agrosvit.info/pdf/8_2020/8.pdf
4. Kurak, A.I. (2019). Oblik ta kontrol zabezpechen maibutnikh vytrat i platezhiv v upravlinni ryzykamy pidpriemstva. Dys. na zdobut. nauk. stup. k.e.n. spets. 08.00.09. Lviv. Lvivskyi torhovelno-ekonomichnyi universytet.
http://www.lute.lviv.ua/fileadmin/www.lac.lviv.ua/data/pidrozdyly/Aspirantura/Rady/Spec_vchena_rada/Dysertacii/2019_07/Kurak_Disert_1.pdf
5. Shyndyruk, I.P. (2012). Orhanizatsiia systemy finansovoho ryzyk-menedzhmentu pidpriemstv. *Efektivna ekonomika*, 4.
<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1084>

6. Otero González, L., Durán Santomil, P., & Tamayo Herrera, A. (2020). The effect of Enterprise Risk Management on the risk and the performance of Spanish listed companies. *European Research on Management and Business Economics*, 26(3), 121-120.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2444883420303028?via%3Dihub>
7. Makarchuk, I.V. (2020). Upravlinnia stratehichnymy ryzykamy pidpryemstva. *Ekonomika ta derzhava*, 8, 107-112.
http://www.economy.in.ua/pdf/8_2020/21.pdf
8. Khymych, I. (2013). Finansova stratehiia yak element finansovoi stabilnosti pidpryemstva. *Halytskyi ekonomichnyi visnyk*, 4(43), 158-164.
<https://galicianvisnyk.tntu.edu.ua/pdf/43/286.pdf>
9. Dotsenko, I.O. (2020). Stratehiia upravlinnia finansovymy ryzykamy pidpryemstva v protsesi formuvannia yoho finansovoi bezpeky. *Elektronne naukove fakhove vydannia z ekonomichnykh nauk «Modern Economics»*, 20, 73-78.
[https://doi.org/10.31521/modecon.V20\(2020\)-12](https://doi.org/10.31521/modecon.V20(2020)-12)
10. Liu, G., Li, K., Shrestha, A., Martek, I., & Zhou, Y. (2018). Strategic business model typologies evident in the Chinese real-estate industry. *International Journal of Strategic Property Management*, 22(6), 501-515. <https://doi.org/10.3846/ijspm.2018.6275>
11. Song, Y., Wang, H., & Zhu, M. (2018). Sustainable strategy for corporate governance based on the sentiment analysis of financial reports with CSR. *Financial Innovation*, 4(1), 6.
https://link.springer.com/article/10.1186/s40854-018-0086-0?utm_source=getftr&utm_medium=getftr&utm_campaign=getftr_pilo
12. Kuzenko, T.B. (2017). Stratehichni pidkhody do upravlinnia finansovymy ryzykamy pidpryemstva. *Intelekt XXI*, 2, 117-123.
http://www.intellect21.nuft.org.ua/journal/2017/2017_2/16.pdf
13. Ahmed, D., Yuantao, X., & Saeed Bhutta, U. (2021). Insurers' risk management as a business process: a prospective competitive advantage or not? *European Journal of Management and Business Economics*, 31(3), 345-366.
<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/EJMBE-08-2021-0221/full/pdf?title=insurers-risk-management-as-a-business-process-a-prospective-competitive-advantage-or-not>
14. Korzh, N.V. (2016). Metody upravlinnia finansovymy ryzykamy. *Path of science*, 2(10).
<https://pathofscience.org/index.php/ps/article/view/220/243>
15. Ryan, O. (2017). Strategic Risk. A cornerstone of risk transformation, 12.
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/gr/Documents/risk/gr_ers_risk_transformation_noexp.pdf
16. Belei, O.I. (2013). Pobudova matrychnoi modeli finansovoi rivnovahy u stratehichnomu upravlinni komertsii bankom. *Sotsialno-ekonomichni problemy suchasnoho periodu Ukrainy. Problemy intehratsii Ukrainy u svitovyi finansovyi prostir*, 1(99), 261-268.
[http://ird.gov.ua/sep/sep20131\(99\)/sep20131\(99\)_261_BeleyOI.pdf](http://ird.gov.ua/sep/sep20131(99)/sep20131(99)_261_BeleyOI.pdf)
17. Clauss, T., Kraus, S., Kallinger, L.F., Bican, P.M., Brem, A., & Kailer, N. (2021). Organizational ambidexterity and competitive advantage: The role of strategic agility in the exploration-exploitation paradox. *Journal of Innovation & Knowledge*, 6(4), 203-213. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2020.07.003>
18. Lisboa, I., Costa, M., & Santos, F. (2021). Analysis of family smes default risk: The portuguese case. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 15(4), Articl 5.
<https://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=2229&context=aabfj>
19. Law, S.H., Lee, W.C., & Singh, N. (2018). Revisiting the finance-innovation nexus: Evidence from a non-linear approach. *Journal of Innovation & Knowledge*, 3, 143-153. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2017.02.001>
20. Sahzad, F., Fareed, Z., Zulfiqar, B., Habiba, U., & Ikram, M. (2019). Does abnormal lending behavior increase bank riskiness? Evidence from Turkey. *Financial Innovation*, 5(1), 39.
https://link.springer.com/article/10.1186/s40854-019-0152-2?utm_source=getftr&utm_medium=getftr&utm_campaign=getftr_pilot
21. Berger, L., & Eeckhoudt, L. (2021). Risk, ambiguity, and the value of diversification. *Management Science*, 67(3), 1639-1647. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-02910906/document>
22. Kim, D.-S., & Shin, S. (2021). The economic explainability of machine learning and standard econometric models-an application to the U.S. mortgage default risk. *International Journal of Strategic Property Management*, 25(5), 396-412.
<https://doi.org/10.3846/ijspm.2021.15129>

23. Cheng, L., & Zhang, Y. (2022). Do able managers take more risks? *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(2). <https://doi.org/10.1016/j.jik.2022.100182>
24. Hu, G.X. (2020). Rollover risk and credit spreads in the financial crisis of 2008. *The Journal of Finance and Data Science*, 6, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2020.06.001>
25. Starostina, V., & Kravchenko, A. (2011). Sutnist ta praktychne zastosuvannya metodyky konstruiuvannya katehorialnogo aparatu ekonomichnoi nauky (na prykladi poniat «hlobalizatsiia» ta «pidpriemnytskyi ryzyk». *Visnyk Kyivskoho natsionalnogo universytetu imeni Tarasa Shevchenka*, 128, 5-11. http://nbuv.gov.ua/UJRN/VKNU_Ekon_2011_128_3
26. Rikardz, Dzh. (2018). Valiutni viiny. Vytoky nastupnoi svitovoi kryzy. Per. z anhl. D. Tavrovetskoho. Kyiv: Nash format.
27. Fedulova, I.V., & Skopenko, N.S. (2020). Ryzyk-apetyt i metody yoho otsiniuvannya. Teoretychni i prykladi pytannia ekonomiky: Zbirnyk naukovykh prats, 1/2, 31-42. http://tppe.econom.univ.kiev.ua/data/2020_40_41/z_b40_41_03.pdf
28. Syrochuk, N.A. (2010). Ryzyk yak ekonomichna katehoriia v diialnosti pidpriemstva. *Ekonomichni nauky: Visnyk Khmelnytskoho natsionalnogo universytetu*, 4(4), 54-61. http://journals.khnu.km.ua/vestnik/pdf/ekon/2010_4_4/054-061.pdf
29. Polozhennia pro orhanizatsiiu systemy upravlinnia ryzykamy v bankakh Ukrainy ta bankivskykh hrupakh. Postanova Natsionalnogo Banku Ukrainy vid 11 chervnia 2018r. №64. Kyiv. <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=9569941> <https://ips.ligazakon.net/document/PB18095>
30. Ryzyk-orientovane planuvannya diialnosti z vnutrishnogo audytu. Metodychnyi posibnyk. Kyiv. Ministerstvo finansiv Ukrainy. (2020). [https://kyivaudit.gov.ua/vr/ka/index.nsf/b3ee4ef4a4e9ca24c2257c210037e49a/03299a590634d1e4c225845600478a8d/\\$FILE/5_%20%D0%9C%D0%B5%D1%82%D0%BE%D0%B4%D0%B8%D1%87%D0%BD%D0%B8%D0%B9%20%D0%BF%D0%BE%D1%81%D1%96%D0%B1%D0%BD%D0%B8%D0%BA%D0%A0%D0%B8%D0%B7%D0%B8%D0%BA%D0%BE%D1%80%D1%96%D1%94%D0%BD%D1%82%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B5%20%D0%BF%D0%BB%D0%B0%D0%BD%D1%83%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D1%8F%20%D0%B4%D1%96%D1%8F%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%96%20%D0%B7%20%D0%B2%D0%BD%D1%83%D1%82%D1%80%D1%96%D1%88%D0%BD%D1%8C%D0%BE%D0%B3%D0%BE%20%D0%B0%D1%83%D0%B4%D0%B8%D1%82%D1%83.pdf](https://kyivaudit.gov.ua/vr/ka/index.nsf/b3ee4ef4a4e9ca24c2257c210037e49a/03299a590634d1e4c225845600478a8d/$FILE/5_%20%D0%9C%D0%B5%D1%82%D0%BE%D0%B4%D0%B8%D1%87%D0%BD%D0%B8%D0%B9%20%D0%BF%D0%BE%D1%81%D1%96%D0%B1%D0%BD%D0%B8%D0%BA%D0%A0%D0%B8%D0%B7%D0%B8%D0%BA%D0%BE%D1%80%D1%96%D1%94%D0%BD%D1%82%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B5%20%D0%BF%D0%BB%D0%B0%D0%BD%D1%83%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D1%8F%20%D0%B4%D1%96%D1%8F%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%96%20%D0%B7%20%D0%B2%D0%BD%D1%83%D1%82%D1%80%D1%96%D1%88%D0%BD%D1%8C%D0%BE%D0%B3%D0%BE%20%D0%B0%D1%83%D0%B4%D0%B8%D1%82%D1%83.pdf)
31. Kontsepsiia pobudovy system korporativnogo upravlinnia, upravlinnia ryzykamy, vnutrishnogo kontroliu v nebankivskykh finansovykh ustanovakh ta nebankivskykh finansovykh hrupakh. (2021). https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Conceptio_n_fin_reliz-2021-09-09.pdf?v=4
32. Kuznyetsova, A., Kozmuk, N., Klipkova, O., & Stetsevich, A. (2021). Structural paradigm of innovative and investment partnership. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 2(37), 351-361. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v2i37.230303>
33. Polozhennia pro systemu upravlinnia ryzykamy ta haharantii publichnogo aktsionernoho tovarystva «Rozrakhunkovyi tsentr z obsluhovuvannya dohovoriv na finansovykh rynkakh». (2021). <https://settlement.com.ua/internal-documents/>
34. Instruksii z orhanizatsii ta zdiisnennia vnutrishnogo kontroliu u Fondi derzhavnoho maina Ukrainy ta yoho rehionalnykh viddilenniakh vid 15.11.2019 № 1119. https://www.spfu.gov.ua/userfiles/files/nakaz1119_2.pdf
35. Systema upravlinnia ryzykamy OTP Capital. <https://www.otpcapital.com.ua/about-us/systema-upravlinnya-ryzykamy/>
36. Systema upravlinnia ryzykamy: Ukrhazbank. https://web.archive.org/web/20091231050615/http://www.ukrgasbank.com/ukr/corporate_management/risk_control
37. Pro zatverdzhennia vymoh do orhanizatsii i funktsionuvannya systemy upravlinnia ryzykamy u strakhovyka: Rozporiadzhennia Natsionalnoi komisii, shcho zdiisniue derzhavne rehuliuвання u sferi rynkiv finansovykh posluh vid 03.03.2014 № 344/25121. https://zakononline.com.ua/documents/show/341739_341804
38. Polozhennia pro upravlinnia ryzykamy v Natsionalnomu aerokosmichnomu universyteti im. M. Ye. Zhukovskoho «Kharkivskiy aviatyiniy instytut»: SUIa KhAI-NMV-P/007:2019. <https://khai.edu.ua/university/normativna-baza/polozeniya1/polozhennya-pro-organizaciyu-sistemi-upravlinnya-yakistyu/polozhennya-pro-upravlinnya-rizikami/>
39. Dombrovska, S.O., & Lapina, I.S. (2020). Struktura kapitalu pidpriemstva: suchasni problemy ta

- paradyhma rozvytku: monohrafiia. Kharkiv: «Disaplius».
40. Kumar, S., & Ranjani, K.S. (2018). Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms. *Financial Innovation*, 4(6). https://link.springer.com/article/10.1186/s40854-018-0090-4?utm_source=getftr&utm_medium=getftr&utm_campaign=getftr_pilot
 41. Herasymenko, O.M. (2021). Ryzkyk-orientovane upravlinnia v systemi ekonomichnoi bezpeky pidpriemstva. Dys. na zdob. nauk. stupenia d.e.n. 21.04.02. Cherkaskyi natsion. un-t imeni Bohdana Khmelnytskoho. PVNZ «KROK», Kyiv. https://library.krok.edu.ua/media/library/category/disertatsiji-avtoreferati-vidguki/gerasimenko_2021-disertatsija.pdf
 42. Mardones, J.G. (2021). Working capital management and business performance: evidence from Latin American companies. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1986675>
 43. Rohanova, H.O., & Kravchenko, I.V. (2020). Prohnozuvannia zabezpechennia oborotnym kapitalom pidpriemstva. *Efektivna ekonomika*, 2. http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/2_2020/81.pdf
 44. Vasylishyn, S.I., & Sheludko, R.M. (2019). Struktura aktyviv silskohospodarskykh pidpriemstv Ukrainy yak chynnyk yikh ekonomichnoi bezpeky. *Visnyk KhNAU. Seriya «Ekonomiczni nauky»*, 1, 91-100. https://visen.knau.kharkov.ua/20191_11.html
 45. Dahooie, J.H., Zavadskas, E.K., Vanaki, A.S., Lari, M., & Turskis, Z. (2019). A new evaluation model for corporate financial performance using integrated CCSD and FCM-ARAS approach. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 32(1), 1088-1113. <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/1331677X.2019.1613250?src=getftr>
 46. Zhang, Y., Hou, W., & Qian, Y. (2020). A dynamic simulation model for financing strategy management of infrastructure PPP projects. *International Journal of Strategic Property Management*, 24(6), 441-455. <https://doi.org/10.3846/ijspm.2020.13627>
 47. Lemishko, O.O. (2016). Kontseptualni osnovy stiikoho rozvytku i vartosti kapitalu pidpriemstva: analitychnyi ohliad. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho universytetu. Seriya: Ekonomika*, 1(47), 378-382. http://visnyk-ekonomold.uzhnu.edu.ua/images/pubs/47/1/47_62.pdf
 48. Pronko, L.M. (2011). Sutnist kapitalizatsii, yii vydy ta napriamy zdiisnennia. *Zbirnyk naukovykh prats VNAU. Seriya: Ekonomiczni nauky*, 2(53), 84-88. <https://docplayer.net/48484542-Sutnist-kapitalizatsiyi-yiyi-vidi-ta-napryami-zdiysnennya.html>
 49. Nesterova, S.V., & Obitskyi, A.A. (2019). Kapitalizatsii pidpriemstva – sutnist ta funksi. *Mizhnarodnyi naukovyi zhurnal «Osvita i nauka»*, 2(27), 191-194. <http://dspace.s.msu.edu.ua:8080/bitstream/123456789/4680/1/ESSENCE%20AND%20FUNCTIONS%20OF%20ENTERPRISE%20CAPITALIZATION.pdf>
 50. Davydov, O.I. (2014). Vartist pidpriemstva yak ekonomichna katehoriia. *Ekonomiczna teoriia ta istoriia ekonomichnoi dumky*, 5(155), 8-19. http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/ape_2014_5_2.pdf
 51. Kryvovyazyuk, I., & Burban, A. (2020). Ekonomichna sutnist poniattia "vartist pidpriemstva" ta determinanty yii zrostannia. *Ekonomika ta derzhava*, 10, 99-104. http://www.economy.in.ua/pdf/10_2020/20.pdf
 52. Zymovets, V., & Bagatska, K. (2018). Kapitalizatsiia realnogo sektoru ekonomiky Ukrainy: tendentsii ta naslidky. *Svit finansiv*, 1(54), 7-21. <http://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/28975/1/%D0%97%D0%B8%D0%BC%D0%BE%D0%B2%D0%B5%D1%86%D1%8C.pdf>
 53. Mohylova, A.Yu. (2015). Upravlinnia kapitalizatsiieiu promyslovoho pidpriemstva. *Avtoreferat dys. na zdobut. nauk. stup. d.e.n. spets. 08.00.04. Kyiv. Instytut ekonomiky promyslovosti Natsionalnoi Akademii nauk Ukrainy*. <https://docplayer.net/67529285-Mogilova-anastasiya-yuriyivna-upravlinnya-kapitalizatsiieyu-promislovogo-pidpriemstva.html>

Valentyna Antonenko, Olena Lyzunova, Olha Popova, Olena Mizina, Ganna Panchenko, Larysa Sarbash

THE TRIAD OF STRATEGIC - TACTICAL - OPERATIONAL RISK MANAGEMENT AS AN INNOVATION IN FINANCIAL MANAGEMENT

The article is devoted to an innovative approach to risk management in the financial sphere. An analysis of scientific research on financial riskology and related sciences was carried out. A well-founded author's approach and developed

factor models regarding the systematic combination of strategic, tactical and operational financial risk management; proposed factor models and criteria for evaluating the effectiveness of financial strategic, tactical and operational decisions.

For the first time, the concept of the capitalization of authorized capital and the speed index of its capitalization was introduced as indicators for measuring the effectiveness of financial decisions. Reasoned options for management behaviour in certain financial situations, taking into account their riskiness. Thanks to factor modelling, the relationship between the capitalization of the authorized capital and the current financial indicators, namely the profit of the enterprise, taking into account the procedure of its distribution, was determined.

In operative financial management, emphasis is placed on the fact that funds, according to their rational distribution, should be directed: first to the repayment of external current obligations, and then to finance current internal needs. In order to cover external current liabilities, it is necessary to carry out appropriate monitoring and refinancing of receivables, and in order to financially support current internal needs, it is necessary to form an insurance money fund of the appropriate size; these two processes must take place in a complex and parallel manner.

The practical introduction of systemic financial risk management in a combination of its components: strategic, tactical and operational - will allow to improve the management of the financial sphere, increase its efficiency and will meet the interests of both the owners of the enterprise and its managers.

Keywords: management, system, authorized capital, profit, cash flows, risk appetite, factor modelling

JEL Classification: G01, G32, H12