

## **Інвестиційний ризик-менеджмент транснаціональних корпорацій: парадигма ХХІ століття**

**Євген Панченко, Марина Дамаскіна \***

АНОТАЦІЯ. У статті розкрито концептуальні основи управління міжнародними інвестиційними ризиками транснаціональних корпорацій у сучасних умовах. Оскільки використовувані в практиці міжнародного менеджменту моделі управління інвестиційними ризиками не є досконалими і не виключають численних помилок ризик-менеджерів, авторами запропоновано систему інтегрованого ризик-менеджменту. Досліджено еволюцію парадигми управління міжнародними інвестиційними ризиками від минулих фаталістичної та математичної парадигм через «погодну» і органічну парадигми до новітньої поведінкової парадигми, ключовою ознакою якої є вирішальний вплив рішень і дій провідних міжнародних інвестиційних гравців на стан і динаміку змін світових фінансових ринків. Доведено закономірний характер формування сучасної інтегрованої системи міжнародного ризик-менеджменту, яка включає не лише традиційні фінансові та управлінські інструменти, а й нетрадиційні фінансові інструменти (хедж-фонди нового типу, арт-банкінг, стрес-тестинг), а також крос-культурні технології (крос-культурна відповідність, технології дружніх поглинань, культурні типи ризик-менеджерів і т.і.).

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Міжнародні інвестиційні ризики, політичні ризики, поведінкові ризики, крос-культурні ризики, контактальні ризики, міжнародний інвестиційний ризик-менеджмент, транснаціональні корпорації, ф'ючерси, опціони, ризик-аналіз, арт-банкінг, інвестиційна поведінка.

---

\* Панченко Євген Григорович – доктор економічних наук, лауреат премії НАН України в галузі економіки імені О.Г.Шліхтера (1990 р.), професор кафедри міжнародного менеджменту ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Закінчив дві програми Гарвардської школи бізнесу для викладачів Центральної та Східної Європи: «Загальний менеджмент» (1992 р.) та «Стратегічний менеджмент і організаційна поведінка» (1993 р.), програму EFMD «Банківський менеджмент» (Банк «San Paolo di Torino», 1994 р.), керував консультативними проектами для міжнародних корпорацій: «Emergenoy one Timoney» (Ірландія, 1994 р.), «General Elektrik Plastics» (Нідерланди, 1995 р.), «National Starch and Chemical» (Великобританія, 1996 р.) і ін. Працював віце-президентом акціонерного комерційного банку «Енергобанк» (2000–2002 рр.).

Дамаскіна Марина Валеріївна – кандидат економічних наук, старший викладач кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Працювала консультантом у Світовому банку.

## Вступ

В умовах глобалізації управління інвестиційними ризиками відіграє все більш значну роль в ефективно-му функціонуванні будь-яких організацій і, насамперед, транснаціональних корпорацій, які оперують величезними матеріальними і нематеріальними активами, мультинаціональними фінансовими потоками. Витрати на страхування ризиків лише у 43 % випадків дозволяють запобігти банкрутства відділень ТНК. Тому керівництво міжнародних компаній приділяє все більше уваги пошуку інших нефінансових інструментів ризик-менеджменту, нових моделей прийняття інвестиційних рішень, розвитку персоналу інвестиційних підрозділів, використання синергічного ефекту крос-культурних відмінностей у корпораціях.

Важливо зважувати на істотне зростання масштабів інвестиційної діяльності ТНК у приймаючих країнах, оскільки це сприяє нарощенню їх міжнародної конкурентоспроможності. Однак, прагнення корпорацій збільшувати обсяги прямих і портфельних інвестицій у країни з нестабільними політичними і економічними системами наштовхується на загрози втрати цих інвестицій через непередбачувані зміни у законодавстві чи невиконання положень нормативних актів, відсутності правонаступності у діяльності органів державної влади і управління, неочікуваної поведінки керівників зарубіжних відділень або місцевих партнерів.

Слід особливо підкреслити крах системи оцінки ризиків в умовах сучасної глобальної фінансової кризи на всіх рівнях фінансової архітектури: від найкрупніших транснаціональних банків до особистих рахунків. Про це було заявлено в Декларації «Великої двадцятки», прийнятої восени 2008 року. Однією з докорінних причин у ній названо той факт, що «учасники ринку не враховували належного попереднього аналізу». Високі оцінки «іменитих» рейтингових агентств, які напередодні обвалу фінансових ринків провідних західних країн влітку 2008 року були визначені банкам і фінансовим компаніям, що невдовзі збанкрутували, так само як і корпоративні моделі оцінки ризиків, вже перестали бути критеріями безпечності інвестицій. Для вироблення нових інструментів

і механізмів управління інвестиційними ризиками потрібен час і ніхто не знає який саме. Наразі навіть ті інвестори, яким вдалось зберегти хоча б частину своїх капіталів, не поспішають вкладати їх навіть у найстабільніші країни і галузі бізнесу. Інтуїція та психологічні інструменти стають більш корисними інструментами ніж найобгрунтованіші оціночні моделі, автори яких свого часу були нобелівськими лауреатами. Про це зокрема переконливо свідчить гучний крах міжнародного хедж-фонду Long-Term Capital Management у вересні 1998 року, який оперував капіталом у розмірі 1,25 трлн дол. США і ледве не призвів до колапсу і так не дуже стійкої в той час світової фінансової архітектури. В числі його засновників були два нобелівських лауреати 1997 року – автори знаменитої формули для оцінки опціонів Майрон Шоуз та Роберт Мертон, а також легендарний трейдер облігаціями із Solomon Brothers Джон Меріверз та колишній віцепрезидент правління ФРС США Девід Малінз<sup>1</sup>.

### **Вертикальна та горизонтальна дилеми ризик-менеджменту**

Управління міжнародними інвестиційними ризиками є невід'ємною складовою загальнокорпоративного ризик-менеджменту. Розгляд місця управління ризиками в корпоративному менеджменті дасть можливість досліджувати специфічні особливості управлінської діяльності в сфері міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту.

Аналізуючи літературу з корпоративного ризик-менеджменту, варто підкреслити, що фахівці відзначають ключову роль цього виду управлінської діяльності у забезпеченні конкурентоспроможності компаній. Директор з ризик-менеджменту корпорації «Кентуккі Фрайд Чікен» К. Данкан у цьому зв'язку зазначає, що окрім безпосереднього впливу функції управління ризиком на виробничі витрати, багато керівників вищої ланки визнають той факт, що розумне управління ризиком може сприяти розв'язанню інших ключових проблем

---

<sup>1</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester John Wiley & Sons Inc., 2004. – P. 70–71.

у сфері управління, таких як підвищення продуктивності праці, задоволення клієнта і створення сприятливого іміджу компанії<sup>2</sup>.

Найбільш поширеною у наукових дослідженнях з даної проблематики точкою зору про суть управління ризиками є розуміння його як спеціалізованої діяльності, яка спрямована на захист організації від небажаних втрат. Оскільки ця діяльність потребує від ризик-менеджерів глибоких знань у всіх галузях діяльності компанії і продуктивних робочих взаємовідносин із багатьма працівниками, управління ризиками зосереджується на вищих рівнях керівництва. В більшості міжнародних корпорацій управління ризиком є функцією центрального апарату, який консулює оперативні підрозділи з приводу того як боротись із втратами та уникнення їх виникнення. Однак в цьому зв'язку і виникає своєрідна *вертикальна управлінська дилема*. Ризик-менеджерам потрібно концентрувати увагу насамперед на довгострокових перспективах щоб своєчасно і заздалегідь вирахувати настання того чи іншого ризику. Однак більшості підрозділів виробничого, фінансового та маркетингового спрямування доводиться стикатись із необхідністю прийняття раціональних оперативних рішень. Звичайно на щоквартальні доходи не буде безпосередньо впливати розробка надійної методики розміщення цінних паперів транснаціональної корпорації на зарубіжних фондових ринках. Однак без подібних далекоглядних ініціатив корпорація неспроможна утримувати і нарощувати свою конкурентоспроможність.

Інша дилема управління ризиками носить *горизонтальний характер*. Вона полягає у підпорядкуванні служби ризик-менеджменту ТНК. Нещодавно проведені дослідження виявили, що лише 60 % відділів ризик-менеджменту підпорядковані фінансовим підрозділам і відповідно віце-президентам із фінансових питань. 14 % цих підрозділів підпорядковані службам людських ресурсів, 10 % – безпосередньо генеральним директорам корпорацій, а 16 % – іншим підрозділам<sup>3</sup>. У цьому

<sup>2</sup> Данкан К.А. Функции управления в условиях риска / Современное управление. Энциклопедический справочник / Пер. с англ. В двух томах. – М.: Издатцентр, 1997. – Т. 1. – 584 с.; Т. 2. – С. 123.

<sup>3</sup> Данкан К.А. Функции управления в условиях риска / Современное управление. Энциклопедический справочник / Пер. с англ. В двух томах. – М.: Издатцентр, 1997. – Т. 1. – 584 с.; Т. 2. – С. 125.

зв'язку варто відзначити численні спроби дослідницько-консалтингових інститутів виявити кореляційний зв'язок між характером підпорядкованості служб управління ризиками та ефективності їх діяльності. В числі цих інституцій: «Едвардс Ризи-Менеджмент Текнікс», Міжнародний інститут ризик-менеджменту, МакКінсі Глобал Інститут, Британський інститут актуаріїв та ін. Однак виявити такий зв'язок не вдалось. На думку відомого дослідника Єна Чонга, якого вважають гуру інвестиційного ризик менеджменту, результати цієї діяльності залежать не стільки від підпорядкування скільки від співвідношення поточної ситуації та особистих рис керівників підрозділів, у тому числі належності до певних національних культур. У цьому зв'язку він виділяє три типи ризик-менеджерів<sup>4</sup>.

1) Ризико-відразливі менеджери (Risk-averse). Він характеризує їх як фахівців з величезними управлінським досвідом не менше 20 років у пенсійних фондах, яким виповнилось 60 років і які мають серйозні і надійні збереження.

2) Ризико-нейтральні менеджери (Risk neutral). Цей тип вдається до певних ризикованих дій лише на відомих і вивчених ним ринках, віддаючи перевагу операціям із так званими «синіми фішками».

3) Ризико-сприймаючі менеджери (Risk-takers). Ця категорія менеджерів типу Дж.Сороса, С.Дракенміллера, У.Баффета і т.і., що здатні на неочікувані для більшості інвесторів рішення, в результаті яких якісно змінюється ситуація на ринках.

Для ілюстрації взаємозв'язку особистості інвестиційного ризик-менеджера та поточної ситуації скористаємось прикладом, на перший погляд незначної, однак надзвичайно успішної інвестиції «Чейз-Манхеттен банку», який наводить у своїх мемуарах відомий банкір минулого століття Д.Рокфеллер<sup>5</sup>.

Як відомо, на початку 1970-х років відносини між США, за часів президента Р.Ніксона, та Китаєм почали поліпшуватись. У листопаді 1971 року представники КНР зайняли своє місце в ООН замість Тайваню. Між країнами було встановлено дипломатичні відносини на рівні

<sup>4</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 44-45.

<sup>5</sup> Рокфеллер Д. Банкір в двадцатом веке. Мемуари / Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 2003. – С. 248-249.

відкриття повноцінних посольств. Ці події були відомі не лише дипломатам, а й широким верствам громадськості. Однак скористатись ситуацією в інтересах міжнародного інвестування з мінімальними ризиками, завдяки глибокому знанню керівництвом банку поведінки китайських дипломатів, вдалось лише «Чейз Манхеттен Банку».

Коли Д. Рокфеллер взнав від свого віце-президента Лео П'єра про приїзд до Нью-Йорка посла КНР у США Х. Хуа, який одночасно був і представником Китаю у ООН, вони розробили делікатну інвестиційну операцію. Зважаючи на труднощі отримання китайською делегацією «грошей на поточні витрати» Лео привіз валізу з 50 тис. дол. готівкою до готелю «Рузвельт», у вестибюлі якого протягом цілого дня очікував прибуття делегації. Після її прибуття він представився послу, пояснив ціль свого приходу і передав валізу, ввічливо відмовившись навіть взяти розписку за цю короткострокову позику. Китайська сторона не лише оцінила належно цей крок, досить ризикований для Лео, оскільки на території США правові органи кваліфікували б як хабар у крупних розмірах, а й започаткувала партнерські відносини з банком. Спочатку посольство відкрило свої рахунки в цьому банку. Згодом посол, який входив до числа впливових керівників країни, сприяв відкриттю філій «Чейз Манхеттен Банк» у Китаї, першому з іноземних банків. І хоча Д. Рокфеллер не згадує про повернення дрібної позики в 50 тис. дол. США, можна не сумніватись у тому, що вони окупились сторицею. Адже, «Чейз» після цього встановив повні кореспондентські стосунки з Банком Китаю, який врешті решт відкрив значний доларовий рахунок у відділенні «Чейз» у Нью-Йорку. Міністерство фінансів КНР дозволило відкрити представницький офіс «Чейз» у Пекіні. Згодом цей банк надав перший іноземний кредит Міністерству гірничорудної промисловості і металургії. Дочірня компанія банку «Чейз уорлд інформейшн корпорейшн» почала знайомити американські транснаціональні корпорації з інвестиційними можливостями в Китаї<sup>6</sup>. Таким чином «Чейз Манхеттен Банк» у багатьох відношеннях став

---

<sup>6</sup> Рокфеллер Д. Банкир в двадцатом веке. Мемуари / Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 2003. – С. 259-260.

тими дверима, через які Китай прийшов до США, а американські ТНК до гігантського ринку «Піднебесної».

### **Сучасні концепції інвестиційного ризик-менеджменту**

Узагальнюючи наявні в економічній літературі концепції управління міжнародними інвестиційними ризиками, можна зробити висновок про те, що головним і найпоширенішим інструментом цієї діяльності виступає страхування. Один з відомих фахівців з ризик-менеджменту професор однієї з провідних у світі Уортонської школи бізнесу (університет штату Пенсільванія, США) Дж. Хемптон зазначає: «Для того, щоб опанувати різні види інвестиційних ризиків транснаціональні корпорації і некомерційні організації дотримуються ретельно розроблених програм міжнародного страхування<sup>7</sup>.

Безперечною перевагою такої системи є простота та можливість враховувати досвід ризик-менеджменту, накопичений кожною корпорацією у минулі роки. Однак вона є мало ефективною в управління міжнародними інвестиційними ризиками, які сформувались в останні десятиліття. Мова йде про контактальні (інфекційні), крос-культурні, корпоративно-культурні та інші поведінкові ризики. Тому і дослідники, і менеджери відповідних ланок транснаціональних корпорацій прагнуть створити більш дієву і комплексну систему міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту.

Останні розробки провідних шкіл бізнесу в галузі управління міжнародними інвестиційними ризиками ґрунтуються на проектних підходах. Згідно цих підходів міжнародний ризик менеджмент складається із наступних чотирьох ланок<sup>8</sup>.

1. Ініціювання процесу ризик-менеджменту:

---

<sup>7</sup> Хемптон Дж.Дж. Страхование и управление риском в разных странах / Современное управление. Энциклопедический справочник / Пер. с англ. Том второй. – М.: Издатцентр. 1997. – С. 261.

<sup>8</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 11.

- визначення цілей міжнародних інвестиційних проєктів;

- оцінка основних параметрів проєкту: персоналу, комплексу його навичок, бюджету, часових обмежень.

## 2. Аналіз ризиків:

• ідентифікація ризиків, які виникають у проєкті в поточний момент і в майбутньому;

• оцінка перспектив міжнародних інвестиційних проєктів;

• порівняння обраних проєктних оцінок;

• прийняття кращих рішень у поєднанні із конкретними умовами.

## 3. Ризик-менеджмент міжнародних інвестиційних проєктів:

◆ розробка ризик-менеджмент плану;

◆ призначення ключових учасників міжнародного інвестиційного проєкту;

◆ розробка бюджету ризик-менеджменту;

◆ створення інформаційної системи ризик-менеджменту;

◆ реалізація управлінських ризикових рішень (ігнорування ризиків, пом'якшення ризиків, передача ризиків страхувальникам);

◆ налагодження зовнішнього партнерства з метою уникнення та мінімізації втрат з-за настання ризиків;

◆ моніторинг плану управління ризиками.

## 4. Закриття проєкту:

• огляд процесу змін;

• узагальнення досвіту, реєстрація даних щодо витрат та втрат;

• обґрунтування рекомендацій на перспективу.

Цей підхід отримав подальший розвиток у працях відомого дослідника міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту Є. Чогна, який запропонував семикрокову дорожню карту, яка включає наступні ланки<sup>9</sup>.

### 1. Цілевстановлення:

➤ доходи акціонерів та сприйняття ризиків персоналом;

➤ висока корпоративна відповідальність у контексті суспільних критеріїв;

---

<sup>9</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 190



➤ звітність перед акціонерами та іншими стейкхолдерами (зацікавленими в успіху корпорації (зацікавленими в успіху корпорації суб'єктами)).

2. Тактика:

- методологія інтегрованого ризик-менеджменту;
- операційний ризик-менеджмент для виконавців;
- портфельно-ціннісне позиціонування;
- контроль якості обслуговування клієнтів;
- тренінг персоналу щодо дотримання стандартів поведінки, яка забезпечує мінімізацію ризиків;
- ретельне відстеження документальних характеристик виконавчих директорів, менеджерів та лінійного персоналу.

3. Процедурний контроль:

- ретельна реєстрація грошових потоків, руху капіталу та активів;
- моніторинг продажів, досягнення інших формалізованих завдань;
- забезпечення надійного зворотнього зв'язку з клієнтами;
- бенчмаркінг;
- математичні моделі для виявлення змін;
- аналіз даних про збитки і втрати.

4. Стандарти виконання:

- корпоративний стандарт № 1 – що і де забезпечує фінансову віддачу?
- корпоративний стандарт № 2 – які нефінансові фактори використовує компанія?
- індивідуальний стандарт – що і де створено компанією для якісного виконання працівником своїх службових обов'язків?
- зовнішній прояв: структурування якостей персонала в службових анкетах, формалізовані інтерв'ю.

5. Ризикові загрози (небезпеки на карті):

- юридичні: низька лояльність персоналу, брудна праця та ігнорування деталей, низька кваліфікація клієнтів, несприятливі службові стосунки, встановлення недосяжних завдань, втрата прибутків та інші загрози;
- неправові: шахрайство, підпал, крадіжки, порушення працівниками контрактних відносин.

6. Звичайні облікові вимірювання:

- судові дії та правові витрати;

- повернення товарів та пов'язані з цим судові витрати;
- заборони діяльності внаслідок дії галузевих регуляторів.

7. Неортодоксальний «Калашников» ризик-менеджмент:

- використання галузевих особистих контактів для отримання підтверджених анкет CV;
- найняття незалежних дослідників для керівництва прихованими перевірками;
- публікація помилок, упущень, кримінальних порушень у галузевих засобах масової інформації;
- розрив відносин із наступним оприлюдненням;
- вуличні протести;
- руйнування професійної репутації в Інтернет;
- персональні атаки на окремих індивідуумів.

Порівнюючи ці підходи можна зробити наступні висновки. По-перше, кожен з них являє собою корисний алгоритм в упередженні і мінімізації міжнародних інвестиційних ризиків. По-друге, «дорожня карта» Є. Чонга є більш детальним і гострим інструментом міжнародного менеджменту. Доцільно звернути увагу на збройний заключний крок цього алгоритму, у назві якого використано всесвітньо відомий термін автомата Калашникова. Мається на увазі використання крайніх заходів уникнення ризиків: використання засобів масової інформації включаючи електронних, розрив ділових стосунків, протестні акції і т.і. По-третє, зазначені підходи не відповідають вимогам до системи, оскільки віддзеркалюють послідовність певних дій, а не склад взаємопов'язаних елементів, кожен з яких виконує властиву кожному з них функцію в управлінні міжнародними інвестиційними ризиками.

Цікаву спробу визначити ланки (елементи) глобального інвестиційного ризик-менеджменту здійснив керівник консалтингової компанії «Гібсон Кепітел Менеджмент» Езра Заск. Згідно його концепції до складу ланок цього менеджменту входять наступні<sup>10</sup>:

- валютний ризик-менеджмент;
- країнний ризик-аналіз;
- управління ризиками цінності активів;

<sup>10</sup> Global Investment Risk Management. – New-York: McGraw-Hill, 1999. – P. 6–8.

- деривативні інструменти ризик-менеджменту;
- інвестиційна психологія.

Незважаючи на порівняно невеликий склад елементів системи управління інвестиційними ризиками, що наведені вище, вона носить комплексний характер. Особливо варто відмітити включення до числа інструментів управління ризиками інвестиційної психології. Практичне значення складу елементів системи управління ризиками Е.Заском полягає, зокрема, і в тому, що ці елементи стали основою побудови організаційної структури (складу відділів) згаданої консультативної фірми, однак, тим не менше, вона виглядає явно спрощеною і не віддзеркалює сучасну практику управління інвестиційними ризиками в транснаціональних корпораціях.

Досить цікавою виглядає система управління міжнародними інвестиційними ризиками, яка запропонована Інститутом актуаріїв (Великобританія). Вона представлена на рис. 1 і побудована на базі так званої моделі РАМП (ризик-аналіз і менеджмент проектів). Ця модель включає такі стадії, як ідентифікація можливостей, оцінка ризиків, інвестиційне планування, створення активів, операції, покриття ризиків.

Як видно з наведеної схеми, РАМП – процес поєднується із ключовими принципами та інструментами. Права частина схеми стосується документального забезпечення інвестиційної діяльності, розподілу обов'язків у компанії з цього приводу, функціонування бази даних з інвестиційних ризиків. Ліва сторона схеми містить інструментальну складову ризик-менеджменту: техніки, моделі, підказки.

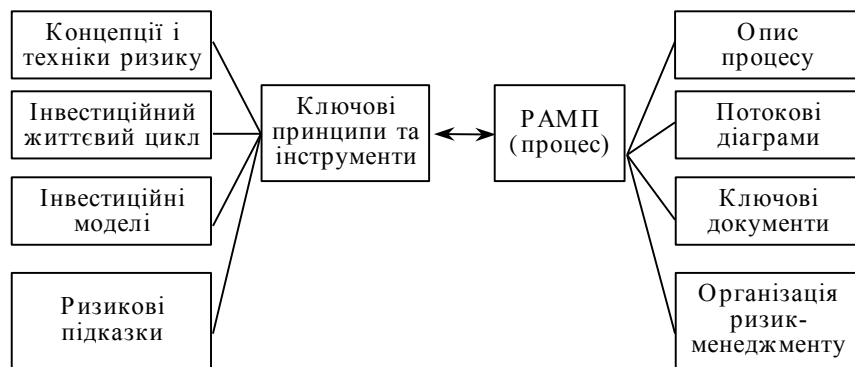


Рис. 1. Система управління міжнародними інвестиційними ризиками Інституту Актуаріїв (*Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chicnester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 70*)

Безперечно сильною стороною запропонованої схеми є поєднання процесного та інструментального підходів до інвестиційного ризик-менеджменту, що дає можливість її користувачам комплексно аналізувати конкретну ситуацію і пропонувати рішення щодо мінімізації ризиків. Однак, складові системи подані занадто у загальному вигляді. Користувачам схеми може бути висококваліфікований консультант, що глибоко обізнаний техніками та моделями ризик-менеджменту, методами уникнення інвестиційних ризиків у різних країнах (ризикові підказки) і т.і. Інвестиційним менеджерам-практикам у своїй поточній діяльності наведеною схемою можна скористатись для осмислення підходів до управління ризиками, однак не для прийняття рішень і вибору варіантів управління певними міжнародними інвестиційними ризиками.

### **Модель інтегрованого міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту**

Все вищенаведене дозволяє зробити висновок про відсутність у літературі інтегрованої моделі (системи) управління міжнародними інвестиційними ризиками, яка враховує їх особливості в умовах інвестиційної глобалізації. Розроблену нами модель представлено на рис. 2.

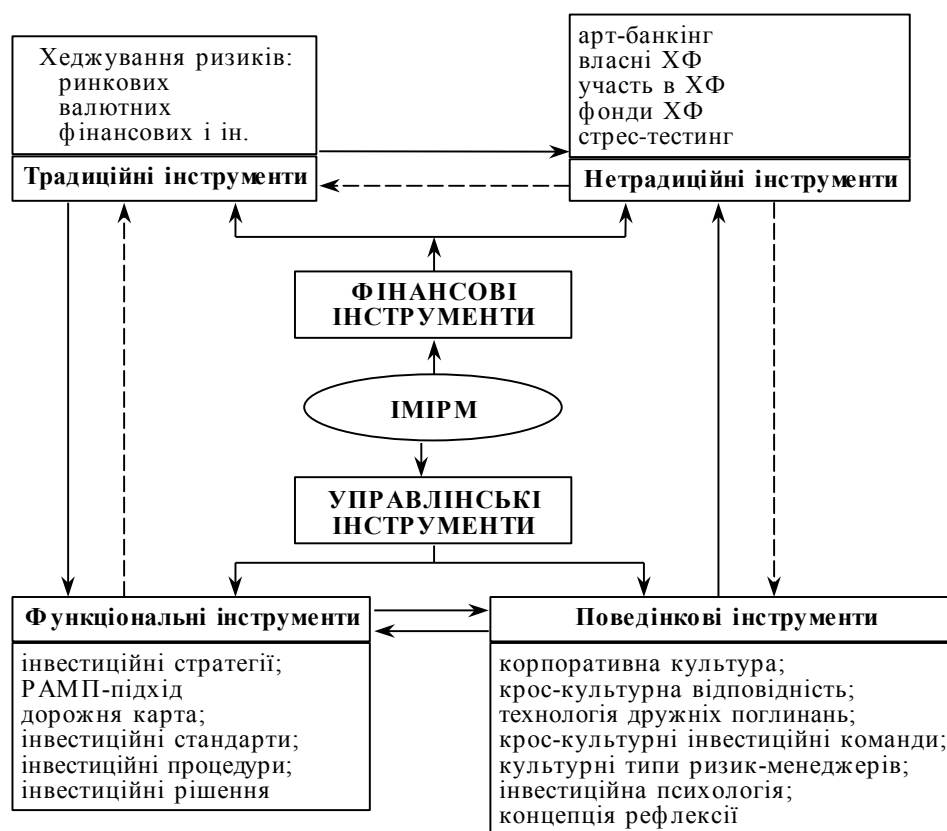


Рис. 2. Модель інтегрованого міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту (ІМІРМ) транснаціональних корпорацій

Як видно із наведеної схеми, інтегрована модель міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту включає два блоки інструментів: фінансові та управлінські. Фінансові інструменти дозволяють прораховувати і мінімізувати ризики шляхом використання традиційних та нетрадиційних фінансових інструментів. Управлінські інструменти є не менш важливими, однак у цьому випадку неможливо вирахувати ці ризики. Вони носять упереджувальний характер. Використання цих інструментів потребує виявлення тонких сигналів настання інвестиційних ризиків. Управлінські інструменти також поділяються на дві групи: традиційні функціональні та нетрадиційні поведінкові.

Запропонована модель має певні переваги перед іншими розглянутими вище підходами до функціонування інвестиційного ризик-менеджменту транснаціональних корпорацій. По-перше, склад елементів моделі відповідає сучасній класифікації міжнародних інвестиційних ризиків. Таким чином, виконано головну вимогу процесу моделювання, а саме принцип ізоморфізму. По-друге, в моделі містяться не лише ланки ризик-менеджменту, а й інструменти в кожній з ланок. По-третє, в моделі визначено взаємозв'язки між ланками. Наприклад, управлінські та поведінкові інструменти ризик-менеджменту однаково впливають одне на інше. Традиційні фінансові інструменти відіграють більшу роль у ризик-менеджменті ніж функціональні, з одного боку, та нетрадиційні інструменти, з іншого боку. По-четверте, запропонована модель віддзеркалює практику інвестиційного ризик-менеджменту транснаціональних корпорацій.

### **Еволюція парадигми міжнародного ризик-менеджменту**

Узагальнюючи досвід інвестиційного ризик-менеджменту на рівні транснаціональних корпорацій, на наш погляд, доцільно визначити п'ять наступних парадигм управління інвестиційними ризиками: фаталістична, математична, погодна, органічна та поведінкова.

*Фаталістична парадигма інвестиційного ризик-менеджменту* полягає у тому, що несприятливі ситуації розглядаються як явище, яке не піддається прогнозуванню, а тому кожна компанія повинна бути готовою до настання таких ситуацій. Ця парадигма формально була притаманна світовій фінансовій системі до укладання Бреттон-Вудської угоди (1944 р.). Як відомо, до 1914 року світовою валютою був британський фунт стерлінгів, який був жорстко прив'язаний до золотого змісту. Запровадження золотого стандарту об'єднало Великобританію та інші розвинуті країни за трьома ознакам. По-перше, ці країни визначили курс і вартість своєї валюти певним вмістом золота. По-друге, ці країни здійснювали чеканку золотих монет на монетних дворах. По-третє, дозволявся необмежений екс-

порт та імпорт золота<sup>11</sup>. В цей період валютні аспекти міжнародних інвестиційних ризиків були відсутні, а самі ці ризики мали виключно комерційну природу і були практично тотожними національним ризикам.

Концепція фаталізму в міжнародній інвестиційній діяльності включала таку найважливішу ланку, як самостраховування транснаціональних корпорацій. Ризик-менеджмент ґрунтувався на такому інструменті, як корпоративні страхові фонди, які утворювались міжнародними компаніями на випадок загрози своїм зарубіжним інвестиціям. Фактично ризик-менеджмент в інвестиційній сфері нічим не відрізнявся від страхування природних стихійних лих. Як окрема управлінська діяльність міжнародний інвестиційний менеджмент не існував.

Однак, на практиці фаталістична парадигма продовжувала діяти і у післявоєнні роки. Незважаючи на укладання Бреттон-Вудської угоди, світовий фінансовий ринок залишався нестабільним до 1952 року. Транснаціональні корпорації США наростили свою присутність у Європі та Японії, чому сприяла реалізація Планів відновлення Європи (план Маршалла) та Японії (план Маккартура). За період у 1948-1951 рр. поставки продукції, вугілля, продовольства США до країн Західної Європи за рахунок доларових кредитів становили 14 млрд дол. США. Однак світовий фінансовий ринок залишався нестабільним включно до 1952 р. із-за «доларового дефіциту»<sup>12</sup>. Валюти європейських країн були вкрай ненадійними, а тому постачальники товарів і послуг до Європи відмовлялись від плати у місцевих валютах, що посилювало інвестиційні ризики.

Особливо варто звернути увагу на монополізацію американськими банками міжнародної торгівлі внаслідок «доларового дефіциту» з одного боку, та зруйнованої західноєвропейської економіки, включаючи банківську систему, з іншого боку. Відсутність напрацьованого досвіду здійснення міжнародних операцій у банків США також викликали численні інвестиційні ризики. Відновлення європейської економіки відбувалось на новій технічній базі, тобто відбувалась

<sup>11</sup> *Энг М.В., Лис Ф.А., Мауер Л.Дж.* Мировые финансы / Пер. с англ. — М.: ДеКа, 1998. — С. 25.

<sup>12</sup> *Энг М.В., Лис Ф.А., Мауер Л.Дж.* Мировые финансы / Пер. с англ. — М.: ДеКа, 1998. — С. 27.

масштабна реструктуризація, що також посилювало інвестиційні ризики. Лише в 1952 році Західна Європа досягла довоєнного рівня промислового виробництва.

З іншого боку, у повоєнні роки США експортували до Європи не лише товари, а й таку специфічну послугу як управлінська освіта, зокрема в інвестиційній сфері. Вітчизняним дослідникам мало відомий той факт, що у відповідності із планами Маршалла та Маккартура за кошти кредитів США десятки тисяч європейських та японських молодих і перспективних менеджерів пройшли навчання у провідних школах бізнесу США. Адже управляти технічно переозброєними новими промисловими підприємствами довоєнний менеджмент був неспроможний. Звичайно опанування нових для європейців та японців американських інструментів менеджменту, в тому числі і інвестиційного, вимагало уявленого часу та набуття відповідної освіти в американських школах бізнесу, насамперед на двохрічних програмах «Магістр ділового адміністрування». Таким чином є всі підстави вважати, що фаталістична парадигма міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту панувала в практиці фінансового управління ТНК не до 1944 року, коли була укладена Бреттон-Вудська угода, а дещо пізніше, а саме до 1952 року, коли в основному було завершено відновлення економік Західної Європи та Японії.

Наступною стала *математична парадигма ризик-менеджменту*. Ключовою характеристикою цієї парадигми є спроба кількісно визначити рівень інвестиційних ризиків, у тому числі і міжнародних і заздалегідь унебезпечити ТНК від втрат, пов'язаних і цими ризиками.

Деякі дослідники, зокрема Є. Чонг, називають цю парадигму «технологічною школою» оскільки вона ґрунтується на відстеженні технологічного розвитку компаній і розуміння настання ризикових випадків і обставин, а також передбачення шляхом математичних розрахунків певних дій з метою уникнення втрат<sup>13</sup>. На нашу думку, термін «математична парадигма» виглядає більш коректним, оскільки саме математика стає ключовим інструментом у прогнозуванні інвестиційних ризиків та пом'якшенні їх руйнівної дії у міжнародному

---

<sup>13</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 10.



бізнесі. Причому математичний апарат, зокрема кореляційний аналіз, допомагає врахувати вплив не лише технічного розвитку, а й ключових факторів міжнародного середовища: зростання зовнішньої торгівлі та іноземного інвестування, зміни валютних курсів і т.і.

Настання часу для використання математичної парадигми в 1953 році пов'язано із дією певних об'єктивних та суб'єктивних факторів. Серед об'єктивних факторів слід зазначити систематичне зростання розвинутих країн і світової економіки в цілому, стабілізацію міжнародних валютних відносин, різке нарощування іноземних інвестицій та економічних процесів. Звернімо увагу на деякі ключові події, які дозволили зробити процес міжнародного інвестування більш прозорим і придатним для застосування інструментів математичного моделювання.

В 1958 році основні європейські валюти стали конвертованими, що дозволило розраховувати валютні курси, а з урахуванням прив'язки долара США до золота і прогнозувати ці курси за допомогою відповідних економіко-математичних моделей, розроблених на той час М. Калдором, Л. Канторовичем, В. Леонт'євим, Р. Харродом, Дж. Хіксом і ін. Утворення Спільного ринку дозволило різко знизити міжнародні інвестиційні ризики спочатку для трансєвропейських, а згодом і для інших корпорацій. Особливо важливо відзначити запровадження в 1963 році урядом Дж. Кеннеді акцизу на купівлю американськими резидентами облігацій і акцій, випущеними іноземними юридичними особами<sup>14</sup>. Це сприяло вирівнюванню вартості цінних паперів у Нью-Йорку та Європі, а отже, і розвиткові ринку міжнародних портфельних інвестицій.

У якості суб'єктивного фактору виступає досвід міжнародного фінансового менеджменту в цілому та його складової – інвестиційного ризик-менеджменту. Цей досвід означає застосування у практиці фінансового управління ТНК розроблених економіко-математичних моделей. Аналіз цієї практики дозволяє зробити висновок про те, що саме у першій половині 50-х років минулого століття провідні промислові корпорації та банки на-

---

<sup>14</sup> Ширмер Я. Прямі зовнішні інвестиції та економічне зростання // Економіст. 2000. – № 3. – С. 29.

копичили зазначений досвід. Звичайно, це були американські компанії, оскільки саме США у повоєнні роки були єдиним інвестором на світовому ринку.

Серед промислових компаній піонером у застосуванні економіко-математичних моделей в управлінні інвестиційними ризиками, в тому числі і міжнародними, стала «Форд Мотор Компані».

Як відомо Генрі Форд II в 1945 році демобілізувався з американської армії, щоб прийняти під своє керівництво родинну компанію, яка переживала в ті роки важку кризу. Звичайно йому були потрібні висококваліфіковані менеджери-фінансисти. Так сталось, що у 1949 році свої послуги Г.Форду запропонувала група молодих офіцерів військово-повітряних сил США у складі 10 осіб на чолі з полковником Ч. Торнтоном. Ця група працювала у відділі стратегічного обліку ВПС і вже напрацювала достатній досвід використання економіко-математичних моделей в управлінні величезними активами повітряних сил, які були розпорошені у повоєнні роки по всьому світі. Ч. Торнтон запропонував Г.Форду колективний контракт і гарантував різке підвищення міжнародної конкурентоспроможності компанії за рахунок зниження собівартості і втрат від інвестиційних ризиків, головним чином міжнародних. Між іншим, у складі групи були Р. Макнамара та Е. Міллер, які в наступному стали президентами «Форд», а Р. Макнамара навіть став міністром оборони США в 1960 році в уряді Дж. Кеннеді. В Радянському Союзі його звали «яструбом» за жорстку позицію в американсько-радянських відносинах.

Команда Р. Макнамари, за визначенням одного з найвидатніших менеджерів минулого століття Л. Якокки, стала частиною нового покоління менеджерів. Протягом чотирьох місяців їм вдалось адаптувати свої військові напрацювання до умов автомобільної транснаціональної корпорації і створити ефективні моделі управління витратами і інвестиційними ризиками. «Вундеркінди» створили таку систему обліку і контролю, за якої кожну операцію в компанії можна було виміряти в показниках прибутку і збитків і кожному менеджеру можна було виставити об'єктивну оцінку за ус-

піх і невдачу керованого ним підрозділу<sup>15</sup>. Головне, що вдалось групі Р.Макнамари, яку також звали «крих-тобори» за прискіпливість у оцінках, це збалансувати сторони головного бізнес-рівняння компанії, а саме ризик рішень та зваженість фінансових аналітиків. Цілком зрозумілим є наступний успіх «Форд» протягом 20 років та поширення досвіду фінансового менеджменту в інших корпораціях США, Західної Європи та Японії. Відпрацьовані математичні моделі управління ризиками через численні публікації насамперед у «Гарвард Бізнес Рев'ю» та кейси Гарвардської школи бізнесу стали класичними інструментами ризик-менеджменту для управлінців нового покоління багатих компаній<sup>16</sup>.

У банківській сфері подібну роль відіграв відомий «Чейз Манхеттен Бенк» за часів керівництва Д. Рокфеллера. Цей банк першим у світі запропонував нову модель міжнародної банківської діяльності у 60-і роки минулого століття. Якщо раніше зарубіжні філії банки відкривали після започаткування іноземних відділень корпораціями-клієнтами, то «Чейз» почав відкривати такі філії незалежно від клієнтів, тобто на власний ризик. Таким чином, завдяки Д. Рокфеллеру окрім пасивно-обслуговуючої моделі міжнародної банківської діяльності почала використовуватись активно-інвестиційна модель<sup>17</sup>. Протягом 1950-1960-х років цей банк першим став глобальним за змістом своєї діяльності оскільки почав обслуговувати іноземних клієнтів. Основою успіху банку стало також використання у міжнародній банківській справі економіко-математичних методів.

Д. Рокфеллер, будучи керівником банку, фактично виконував функції неіснуючої на той час посади міжнародного ризик-менеджера. Масштаби його діяльності є просто вражаючими. Протягом 35 років роботи в «Чейз» він відвідав 103 країни. Цей перелік включив 41 поїздки до Франції, 37 – до Великобританії, 24 – до Німеччини, 15 – до Японії, по 14 – до Єгипту та Бразилії. Літаком він пролетів понад 5 млн км (еквівалент 200

<sup>15</sup> Якокка Л. Кар'єра менеджера: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1991. – С. 65-67.

<sup>16</sup> Risk analysis and Management for Projects. – London: Tomas Telford Books, 1998. – P. 15-17.

<sup>17</sup> Рокфеллер Д. Банкир в двадцатом веке. Мемуари / Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 2003. – С. 200.

кругосвітніх подорожей), взяв участь у зустрічах більш ніж з 200 главами держав і урядів, з якими встановив не лише ділові, а й особисті зв'язки<sup>18</sup>.

Використання математичної парадигми інвестиційного ризик-менеджменту включає макроекономічні та мікроекономічні інструменти. Перша група включає поведінку країн-членів МВФ, а саме необмежену конверсію доларів у золото в Міністерстві фінансів США за ціною 35 дол. За одну трійську унцію, підтримання фіксованих валютних курсів по касовим транзакціям з відхиленнями в межах 1 % від паритета валюти. Це положення отримало формулу подвійних умов стабільності. Перша умова зумовлювала США проводити фінансову політику, спрямовану на підтримку довіри до фіксованої ціни золота в доларах. Друга умова стабільності вимагає від всіх країн-членів МВФ (включаючи США) дотримання фінансової політики, яка сприяє підтриманню встановлених співвідношень валютних курсів і долара США<sup>19</sup>.

Мікроекономічний інструмент отримав назву в літературі критерій Лапласа. За визначенням Дж. Розенберга цей критерій являє собою основу для прийняття рішення, при опорі на яку «менеджер вважає рівноймовірними всі ситуації»<sup>20</sup>. Зазначений критерій Лапласа вимагає від інвестиційного ризик-менеджера обґрунтування варіантів інвестиційних рішень з приблизно однаковим рівнем ймовірності ризиків, наприклад політичних ризиків по країнах. І хоча настійної потреби розраховувати рівень регіональних ризиків у цей період не було, запровадження критерію Лапласа відіграло істотну роль у розвитку парадигм інвестиційного ризик-менеджменту.

Переваги математичної парадигми очевидні. Вони пов'язані із мінімізацією втрат від ризиків завдяки використанню електронно-обчислювальної техніки у поєднанні із відповідними економіко-математичними моделями. Однак така парадигма була надійною в умовах стабільної світової валютної системи, яка була порушена на початку 1970-х років. По-перше, в цей період з-за порушення зовнішньоторговельного балансу США бу-

<sup>18</sup> Там само. – С. 200–201.

<sup>19</sup> Ширмер Я. Прямі зовнішні інвестиції та економічне зростання // Економіст. 2000. – № 3. – С. 37.

<sup>20</sup> Розенберг Д.М. Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 223.

ла втрачена довіра до долара, яка завершилась у кінцевому підсумку його девальвацією і створенням в 1976 році Ямайської валютної системи, що ґрунтується на плаваючих валютних курсах. По-друге, зазначена стабільність була зруйнована двома нафтовими кризами 1974 р. та 1978-1979 рр. і утворенням так званих нафтодоларів, а згодом і євродоларів. Зазначені обставини змусили і дослідників і практиків створювати нову парадигму інвестиційного ризик-менеджменту.

Погодна парадигма інвестиційного ризик-менеджменту прийшла на зміну математичній у 1970 році. Суть цієї парадигми пов'язана із врахуванням не лише фінансової нестабільності, а все більш частіших випадків «шахрайської торгівлі» (rogue trading), учасники якої порушують не лише встановлені правила торговельних транзакцій, а й пропонували покупцям неіснуючі товари та послуги. В цей період різко збільшився розрив у фінансовій стабільності розвинутих та інших країн за рахунок відмінності цін на кредитні ресурси. По результатах дослідження Н. Сарджена позичальники з країн, що розвиваються, в середньому сплачували відсотки по кредитах, які на 140 базисних пунктів перевищували ставку ЛІБОР (Лондонський міжбанківський ринок депозитів) у порівнянні із 25 пунктами для позичальників із розвинутих країн<sup>21</sup>. У цей період виник так званий ефект Мексики, який являє собою наслідки залучення міжнародних кредитів з метою стабілізації її фінансового стану. У розробленому Н. Сардженом рівнянні цей стан пов'язується з такими параметрами як дійсний дохід, коефіцієнт обслуговування боргу, ставка інфляції, зростання відсоткових витрат та термін кредиту. Подібні дослідження були виконані в цей період і іншими фахівцями: Б. Брітхен, О. Ангеліні, М. Енг, Ф. Ліс та ін.<sup>22</sup>. Результати цих досліджень переконливо свідчать про настання нової парадигми міжнародного ризик-менеджменту, яка згодом у розробках Є. Чонга отримала назву погодної<sup>23</sup> за свою схожість із непередбаченістю погодних змін у природі.

<sup>21</sup> Ширмер Я. Прямі зовнішні інвестиції та економічне зростання // Економіст. 2000. – № 3. – С. 412.

<sup>22</sup> Там само. – С. 412-413.

<sup>23</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 10.

Перший сектор, на який вплинула погодна парадигма, стали торговці грошима – міжнародні банки, а слідом за ними і міжнародні біржі: товарні, валютні, фондові. В цих секторах були розроблені різноманітні інструменти хеджування інвестиційних ризиків, якими почали користуватись і транснаціональні корпорації.

Саме в цей період почали розробляти інструменти вимірювання політичних ризиків з метою дотримання критерію Лапласа, про який йшлося раніше. Міжнародні інвестори та кредитори стали вкрай зацікавлені у методах визначення рівня регіональних і країнних політичних ризиків. Дослідники та аналітики оперативно відреагували на цю потребу, запропонувавши два підходи до оцінки політичного ризику: індексний та опитувальний.

Перший підхід ґрунтується на оцінці політичних, економічних та соціальних факторів країни, чи групи країн. Цей інструмент отримав назву індекс ділового ризику. В цьому випадку група експертів присвоює кожній країні суб'єктивну оцінку в межах від «1» (мінімальна оцінка) до «100» (максимальна оцінка). Серед цих факторів розглядаються дії уряду, що впливають на грошові потоки компаній і вартість власності в даній країні, рівень іноземних інвесторів і т.і. Наприклад, індекс ділового ризику Міжнародного банку реконструкції і розвитку включає наступні шість факторів: ліквідність, економічна і соціальна стабільність, фінансова стабільність, платіжний баланс, фінансові стимули, розмір боргу та його обслуговування. Кожний з факторів у свою чергу вимірюється двома-трьома конкретними макроекономічними показниками<sup>24</sup>.

Опитувальний підхід ґрунтується на систематичних узагальненнях думок і позицій певної групи фахівців (банкірів, інвесторів, фондових аналітиків, торговців і т.д.) щодо інвестиційного клімату в тій чи іншій країні. Зазначені фахівці виступають експертами, оцінки яких також розміщуються в межах від «1» (мінімум) до «100» (максимум). Однак, на відміну від індексного методу, який дає загальну оцінку клімату в країні, опитувальний підхід віддзеркалює привабливість країни для певного сектору бізнесу: банківського, інвести-

---

<sup>24</sup> Ширмер Я. Прямі зовнішні інвестиції та економічне зростання // Економіст. 2000. – № 3. – С. 409.

ційного, торговельного і т.д. Так наприклад, відомий діловий журнал International Investor проводить систематичні опитування банкірів з метою виявлення прихильності країн для банківської справи. Звичайно транснаціональні корпорації враховують такі оцінки у здійсненні своїх інвестиційних операцій.

Однак, найважливішим інструментом міжнародного ризик-менеджменту в «погодній» парадигмі стали методи хеджування за допомогою різноманітних деривативів, в основному ф'ючерсів та опціонів. Варто підкреслити, що нерідко винахідниками таких інструментів були інститути, які були наближені до товарного ринку, а не банки, фондові чи валютні біржі. Наприклад, ф'ючерси на короткострокові цінні папери, золото та іноземну валюту були вперше запропоновані клієнтам Чиказької товарної біржі (Chicago Mercantile Exchange) в 1972 році підрозділом міжнародного грошового ринку<sup>25</sup>. Згодом ці інструменти були удосконалені зусиллями численних організацій і фахівців. У цьому зв'язку слід особливо підкреслити внесок засновника і керівника лондонської консультативної компанії «Дельфі Ризик Менеджмент» Уоррена Едвардеса, зокрема брейк-форвард, лімітований та постійний свопи і т.і.<sup>26</sup>. І все ж таки і в сучасних умовах ф'ючерси та опціони залишаються основними інструментами.

Таблиця 1

**Фінансові інструменти управління  
міжнародними інвестиційними ризиками**

Ринок	Типи інструментів		Провідні індекси
США	ф'ючерси	опціони	S&P-500; S&P
Євросоюз	ф'ючерси	опціони	NASDAQ-100; DJ
Транс'європейський ринок	опціони		DJ STOXX; DJ EURO STOXX
Великобританія	ф'ючерси	опціони	FTSE-100
Японія	ф'ючерси	опціони	NIKKEI-225
Німеччина	ф'ючерси	опціони	DAX
Франція	ф'ючерси	опціони	CAC-40

<sup>25</sup> Madura J. International Financial Management. Forth Edition. – New York: West Publishing Company, 2007. – P. 123.

<sup>26</sup> Едвардес У. Ключові фінансові інструменти: Пер. с англ. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2003. – С. 9.

Швейцарія	ф'ючерси	опціони	SMI
Нідерланди	ф'ючерси	опціони	EOE
Італія	ф'ючерси	опціони	MIB-30
Швеція	ф'ючерси	опціони	OMX
Фінляндія	ф'ючерси	опціони	HEX
Данія	ф'ючерси	опціони	KFX
Іспанія	ф'ючерси	опціони	IBEX
Португалія	ф'ючерси	опціони	PSI
Норвегія	ф'ючерси	опціони	OBX
Бельгія	ф'ючерси	опціони	BEL-20
Австрія	ф'ючерси	опціони	ATX
Південна Африка	ф'ючерси		JSE
Канада	ф'ючерси	опціони	TSE-60
Мексика	ф'ючерси	опціони	IPS
Бразилія	ф'ючерси		IBOVESPA
Австралія	ф'ючерси	опціони	ALL-ORDINARIES
Нова Зеландія	ф'ючерси		TOP-40
Гонконг	ф'ючерси ф'ючерсні опціони	опціони	HS MSCI HK
Сінгапур	ф'ючерси ф'ючерсні опціони		MSCISING
Тайвань	ф'ючерси ф'ючерсні опціони		MSCITAI
Корея	ф'ючерси	опціони	KOPSI-200
Таїланд	ф'ючерси		DJGI THAILAND
Малайзія	ф'ючерси		KLSI

**Джерело:** Бенчмаркінг інструментів відповідних міжнародних фондових бірж (2001-2008 рр.)

Про це свідчать матеріали табл. 1, у якій узагальнено практику управління міжнародними інвестиційними ризиками на різних ринках у 2001-2008 рр. Серед 30 фондових ринків лише на п'яти з них (Південна Африка, Бразилія, Нова Зеландія, Таїланд та Малайзія) використовуються ф'ючерси, а на транс'європейському ринку – опціони. На решті ринків, які охоплюють 98 % операцій<sup>27</sup>, використовуються

<sup>27</sup> Classens S., Forbs K. International financial Contagion: Theory, Evidence and Policy Implications. – Amsterdam: University Amsterdam and World Bank, 2004. – P. 40.



одночасно по два, а в деяких випадках і по три інструменти (США та Євросоюз). Вони достатньо висвітлені в зарубіжній літературі [42, 171, 175, 184, 190, 198 і ін.].

Серед інструментів ризик-менеджменту «погодної» парадигми важливо відзначити так звані процедури «Базель-1». Мова йде про створення 10 провідними промисловими країнами Комітету з регулювання та нагляду за банківською діяльністю. Зазначене рішення відоме як Базельська угода і було прийнято в 1975 році після гучних банкрутств Херштатт Банку в Західній Німеччині та Френклін Нешнл Банк у США. Цей комітет за сприяння Банку міжнародних розрахунків здійснив запровадження спільної відповідальності урядів тих країн, у яких здійснювалась євровалютна та офшорна діяльність, з одного боку, та країн, банки яких беруть участь у цій діяльності. Предметом зазначеної відповідальності став нагляд за іноземними банківськими установами, їх ліквідністю та кредитоспроможністю<sup>28</sup>.

Органічна парадигма ризик-менеджменту полягає в інтегрованому використанні всіх управлінських технологій. На думку одного з основоположників цієї парадигми Є. Чонга, вона включає банківські інструменти, страхування, правові норми, інформаційні технології, проектний менеджмент та прозора і надійна звітність<sup>29</sup>.

Серед інструментів ризик-менеджменту органічної парадигми слід відмітити антикризові процедури та вимоги відомої угоди «Базель-1».

Антикризові банківські процедури включають наступне:

1) застосування правила чотирьох «С» міжнародної кредитної діяльності, а саме: аналіз клієнта (Customer), кредиту (Credit), держави (Country) і факторів валютного ринку (Currency). В результаті такого аналізу встановлюються географічні обмеження кредитів як по позичальникам так і по країнах;

2) встановлення обмежень посадовим особам штаб-квартири банків та їх зарубіжних відділень по розмірам надання кредитів з урахуванням таких факторів, як: набутий досвід кредитної роботи, рівень відпові-

<sup>28</sup> Ширмер Я. Прямі зовнішні інвестиції та економічне зростання // Економіст. 2000. -- № 3. – С. 183.

<sup>29</sup> Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 10.

дальності, тип клієнта, розмір міжнародного кредитного портфелю;

3) запровадження чітких і прозорих процедур ведення централізованих запасів і кредитних перевірок для того, щоб банк мав у своєму розпорядженні сумарний, практично похвилинний звіт про загальні взаємовідносини із крупними клієнтами – транснаціональними корпораціями;

4) систематична кредитна перевірка міжнародних кредитів, яка спрямована на удосконалення процедур надання міжнародних кредитів, розвитку та посилення надійності відносин з міжнародними клієнтами і т.і.

Не менш важливого значення набула також і Базельська угода 1992 року, яка в літературі зазвичай називається «Базель-2». Положення цієї угоди включають наступне:

1) визначення капіталу з чіткими показниками, а саме: капітал першого порядку (продані акції, нерозподілений прибуток та резерви) не менш 4 % активів, зважених з урахуванням ризику, капітал другого порядку (привілейовані акції та приховані резерви) не менше 8 % активів з урахуванням ризику;

2) створення системи розрахунків активів банку з урахуванням чотирьох основних категорій ризику, а саме: цінні папери урядів і готівка (0 %), муніципальні облігації (20 %), житлові кредити (50 %), комерційні позики (100 %);

3) схема мінімізації коефіцієнту капіталу, зваженого з урахуванням ризику.

Органічна парадигма на відміну від попередніх чітко структурує гравців і фактори ризик-менеджменту, склад яких наведено на рис. 3.

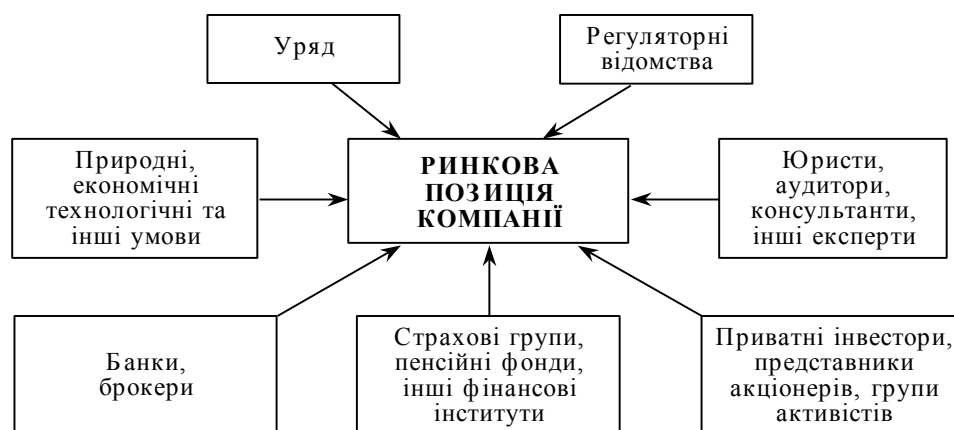


Рис. 3. Фактори і гравці органічної парадигми ризик-менеджменту

Адаптовано: Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – P. 178.

Поведінкова парадигма інвестиційного ризик-менеджменту полягає у тому, що найбільшою загрозою для світових фінансових ринків усе більше стають непередбачені, неочікувані, або ж непомітні помилкові дії ключових міжнародних інвестиційних гравців. Найбільш показовими у цьому зв'язку є події південно-азійської кризи 1997-1998 рр. Саме тому, на нашу думку, ця парадигма починає діяти після 1997 року. Ключова відмінність органічної парадигми від поведінкової полягає у тому, що основою останньої є не об'єктивні ринкові зміни макроекономічного характеру, а індивідуальні дії окремих ключових інвестиційних гравців, типу Дж. Сороса у його боротьбі із британським фунтом стерлінгів. Однак на світових фінансових ринках у цей період відбувались і інші події, які свідчать про настання нової поведінкової парадигми міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту.

В цьому зв'язку можна нагадати авантюрні рішення менеджера ф'ючерсних угод сінгапурського відділення британського банку «Баррінгс» Н. Лісона у лютому 1995 року у грі з токійськими ф'ючерсами. Ці рішення стали можливими внаслідок недосконалого контролю і викликали розтрати 1 млрд 400 млн дол. США, а згодом і банкрутство одного з провідних банків світу з 233-річною

історією, який було продано за символічний 1 фунт стерлінгів голландській банківсько-страховій групі «ING»<sup>30</sup>. Подібна ситуація трапилась і в компаніях «Енрон», «УорлдКом», про які йшлося раніше. Тому поведінкова парадигма назривала до кризи 1997–1998 рр.

У табл. 2 наведено кореляційні зв'язки міжнародних фондових ринків у цей період.

Таблиця 2

## Кореляційна матриця міжнародних фондових ринків

Країни	Період	США	Великобританія	Німеччина	Японія	Сінгапур	Таїланд	Аргентина	Бразилія	Середнє
Великобританія	1	0,29								
	2	0,48								
Німеччина	1	0,17	0,50							
	2	0,32	0,62							
Японія	1	0,06	0,27	0,26						
	2	0,11	0,29	0,32						
Сінгапур	1	0,08	0,15	0,24	0,23					
	2	0,10	0,35	0,35	0,31					
Таїланд	1	0,05	0,00	0,05	0,02	0,24				
	2	0,12	0,26	0,22	0,25	0,47				
Аргентина	1	0,44	0,17	0,14	0,02	0,07	0,00			
	2	0,70	0,39	0,26	0,18	0,22	0,17			

Закінчення табл. 2

Країни	Період	США	Великобританія	Німеччина	Японія	Сінгапур	Таїланд	Аргентина	Бразилія	Середнє
Бразилія	1	0,32	0,28	0,25	0,08	0,09	0,03	0,42		
	2	0,57	0,40	0,30	0,18	0,16	0,18	0,70		
Мексика	1	0,34	0,20	0,21	0,03	0,22	0,18	0,34	0,29	0,23
	2	0,44	0,40	0,31	0,33	0,22	0,28	0,44	0,29	0,33

<sup>30</sup> Едвардес У. Ключові фінансові інструменти: Пер. с англ. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2003. – С. 25, 167–168.

		0,6 8		0,2 8	0,1 7	0,1 8	0,1 4	0,7 5	0,6 2	0,4 0
Середнє	1	0,2 2	0,23	0,2 3	0,1 2	0,1 7	0,0 7	0,2 0	0,2 2	
	2	0,3 9	0,40	0,3 3	0,2 3	0,2 7	0,2 3	0,4 2	0,3 9	

Примітка: Період 1: липень 1996 – червень 1997.  
Період 2: липень 1997 – червень 1998.

Джерело: Global Investment Risk Management: protectional portfolios against currency, interstate, equity, and commodity. – New-York: McGraw-Hill, 1999. – С. 113; розрахунки авторів.

Як видно з цієї таблиці, таїландська криза поширилась із наведених країн лише на Сінгапур, коефіцієнт кореляції з яким у липні 1997 р. – червні 1998 р. становив 0,47, а тому це був високий зв'язок нестабільності. Що ж стосується інших країн, то їм ця криза не передалась із-за низької кореляції. Наприклад із США у Таїланда коефіцієнт становив усього 0,05 та 0,12 і т.д.

Настання нової поведінкової парадигми інвестиційного ризик-менеджменту можна довести і змінами у структурі втрат ТНК від різних типів ризиків, які наведено в табл. 3.

Таблиця 3

**Структура втрат транснаціональних корпорацій по типах ризиків в 1986–2007 рр., %**

Типи ризиків	1986–1996 рр.	1997–2007 рр.
Кредитний ризик	28	32
Ризик ліквідності	8	13
Ринковий ризик	32	20
Операційний ризик	22	35
Всього	100	100

Джерело: Jorion P. Fallacies about the effects of market risk management systems. – Bank of England Financial Stability Review. – 2008. – May. – P. 24.

Як видно з табл. 3, за часів органічної поведінки чільне місце посідали ринкові ризики, які пов'язані із макроекономічними факторами (32 %). У наступне десятиліття найбільш вагому роль відіграють операційні ризики (35 %), у складі яких перебувають поведінкові фактори міжнародних інвесторів. Це також

свідчить про виникнення поведінкової парадигми ризик-менеджменту.

У табл. 4 наведено основні характеристики та інструменти всіх парадигм міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту.

Таблиця 4

**Парадигми міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту**

Характеристика парадигми	Інструменти ризик-менеджменту
1. Фаталістична парадигма (до 1952 р.)	
Непередбаченість міжнародних ризиків Валютна нестабільність Обмеженість міжнародних інвестицій Відсутність кадрів ризик-менеджерів Самострахування ТНК	Корпоративні страхові фонди
2. Математична парадигма (1953-1970 рр.)	
Стабільність світової фінансової системи Наявність моделей визначення інвестиційних ризиків Прогнозованість міжнародних інвестиційних ризиків Дотримання суворої фінансової дисципліни країнами-членами МВФ та Світового Банку	Математичне програмування міжнародних інвестиційних ризиків ТНК Фіксована ціна на золото (35 дол. США за одну арійську унцію) Валютне співробітництво країн-членів МВФ Дотримання подвійних умов стабільності країнами-членами МВФ Критерій Лапласа
3. «Погодна» парадигма (1971-1976 рр.)	
Світова фінансова нестабільність Непередбаченість коливань валютних курсів Мексиканський ефект Ускладнення світового грошового ринку за рахунок створення ринку євровалют, єврокредитів та нафтодоларів	Індекси ділового ризику Диверсифікація кредитних портфелів міжнародних банків Хеджування деривативами Хедж-фонди першого покоління Процедури «Базель-1» (1975)
4. Органічна парадигма (1977-1996 рр.)	
Взаємозв'язок різноманітних ризиків: репутаційного, ринкового, кредитного, операційного Взаємозв'язок ризику з людським фактором менеджменту Незрозумілі очікування інвесто-	Антикризові процедури міжнародного банківського менеджменту: правило чотирьох «С», межі повноважень, централізований облік, кредитні перевірки Процедури «Базель-2» (1992)

рів Структурування факторів і гравців ринкових ризиків	Корпоративна відповідальність Прозорість звітності Дієвий контроль Проектний менеджмент РАМП-підхід Хедж-фонди нового покоління Інформаційні технології Дорожня карта
---	--

Закінчення табл. 4

Характеристика парадигми	Інструменти ризик-менеджменту
5. Поведінкова парадигма (після 1997 року)	
Непередбачені рішення інвесторів Контагіальні ризики Стадна поведінка ключових інвесторів Поєднання когнітивної та маніпулятивної функцій у діяльності ключових інвесторів Агентська проблема Перевищені очікування міжнародних злиттів та поглинань	Корпоративна культура Закон Сайбернса-Окслі (2002) Крос-культурна відповідність Технологія дружніх поглинань Крос-культурні інвестиційні команди Культурні типи ризик-менеджерів Інвестиційна психологія Матриця «ступінь невизначеності – рівень упевненості в рішеннях»

Джерело: авторська розробка.

### Еволюція систем міжнародного ризик-менеджменту

Узагальнення особливостей наведених п'яти парадигм управління міжнародними інвестиційними ризиками дозволяє зробити висновок про еволюцію систем управління цими ризиками, характеристики яких наведено в табл. 5.

Таблиця 5

#### Порівняльна характеристика систем управління міжнародними інвестиційними ризиками

№ п/п	Ознаки	Тип системи		
		Фінансова	Конкурентна	Інтегративна
1	Використовувані парадигми	фаталістична математична	математична погодна	погодна органічна поведінкова

2	Міжнародне регулювання ризиків	високе	середнє	низьке
3	Національне регулювання ризиків	низьке	середнє	високе
4	Ключові ризики	банківські	валютні політичні	контагіальні
5	Роль міжнародних банківських процедур: Базель-1 Базель-2	відсутня	висока низька	висока висока
6	Прогнозованість ризиків	висока	середня	низька

Закінчення табл. 5

№ п/п	Ознаки	Тип системи		
		Фінансова	Конкурентна	Інтегративна
7	Масштаб ризиків	незначні	середні	великі
8	Диверсифікація інструментів ризик-менеджменту	низька	середня	висока
9	Типи хеджування ризиків	корпоративне	деривативне	комплексне
10	Хедж-фонди	відсутні	першого покоління	нового покоління фонди хедж-фондів
11	Підрозділи ризик-менеджменту ТНК	відсутні	функціональні	розгалужені
12	Переважаючий тип інвестування	кредитне	пряме портфельне	злиття поглинання
13	Стратегії хеджування	арбітражні	довга/коротка позиції	макростратегії мультистратегії
14	Роль культурних інструментів	низька	середня	висока
15	Тип ризик-менеджерів	страус	дронт сорока орел	сова

Джерело: Авторська розробка



Перші дві парадигми: фаталістична та математична утворили в період 1944–1970 рр. систему фінансового типу. Для цієї системи була притаманна стабільність валютних курсів та передбачення змін міжнародного фінансового середовища. При цьому інвестиційні міжнародні потоки, насамперед із США до Західної Європи та Японії, перебували під жорстким державним контролем, а тому це суттєво знижувало рівень міжнародних інвестиційних ризиків. Зарубіжна діяльність американських банків була пов'язана виключно із обслуговуванням іноземних філій транснаціональних корпорацій США. Міжнародний фондовий ринок був практично заморожений із-за відсутності як цінних паперів, так і вільних коштів у компаній та домашніх господарств для їх купівлі та подальших операцій. За таких умов і обсяг міжнародної інвестиційної діяльності був незначним, а ризики неістотні. На цьому етапі в основі концепції управління міжнародними інвестиційними ризиками панував фінансовий підхід. Головним правилом цього підходу було визначення раціонального співвідношення між можливими втратами зарубіжних активів та прибутків, з одного боку, та страховими преміями, з іншого боку. Причому, в умовах фаталістичної парадигми (до 1952 р.) система міжнародного страхування була зруйнована, а тому ТНК вдавались до створення власних страхових фондів, що знижувало ефективність використання фінансових коштів. У подальшому (1959–1970 рр.) ключову роль відігравали міжнародні інститути, насамперед МВФ та Група Світового Банку, що забезпечували дотримання країнами-членами умов належного гарантування іноземних інвестицій.

Як видно з табл. 5 (п. 11–15), у цей період корпоративне управління міжнародними інвестиційними ризиками виглядало вкрай простим. Насамперед у ТНК не створювались спеціальні підрозділи з ризик-менеджменту, оскільки малий обсяг операцій у цій сфері та прогнозованість цих ризиків дозволяли вищим менеджерам особисто контролювати ці операції. Про це йшлося у попередніх розділах при аналізі діяльності «Чейз Манхеттен Бенк» та «Форд Мотор Компані». Стратегії хеджування обмежувались арбітражними операціями, метою яких було вирівнювання неістотних регіональних відмінностей обмінних курсів. Роль культурних

інструментів була непомітною, оскільки в той період крос-культурні відмінності були не виявлені. «Страусний» тип нечисленних ризик-менеджерів означає, по-перше, вкрай слабе прагнення ризику, по-друге, поверхове його розуміння, а по-третє, нейтральну етику ділової поведінки.

Конкурентна система управління міжнародними інвестиційними ризиками займає проміжний стан між фінансовою та інтегративною. Тому, як видно з табл. 5, основні її характеристики мають середні оцінки. Однак варто зазначити і якісні її відмінності від фінансової системи. По-перше, в ній з'являються валютні і політичні ризики, які були відсутні у попередній період. По-друге, використовуються принципово нові інструменти хеджування інвестиційних ризиків, що пов'язані із ф'ючерсами та опціонами, про які йшлося у попередніх розділах. По-третє, конкурентна система використовує хедж-фонди першого покоління – інструмент, який було створено для отримання стабільних доходів. Однак згодом вони почали використовуватись і для управління інвестиційними ризиками, про що йде мова у наступному розділі. По-четверте, інвестування кредитне трансформується в інвестування портфельне, яке стає панівним і спонукає створення похідних інструментів (деривативів). Нарешті, по-п'яте, справжнього розмаїття набуває типізація ризик-менеджерів: схильних до високих ризиків із глибоким їх усвідомленням «сороки» з низькою етикою та «орла» з нейтральною етикою, а також «дронта» із середнім прагненням ризику та його поверховим усвідомленням, якому притаманна нейтральна етика. Більш детально характеристика цих типів наведено в табл. 6.

Таблиця 6

Культурні типи ризик-менеджерів

Культурний тип	Бажання ризику			Усвідомлення ризику		Етика
	слабке	серед- не	сильне	поверхове	глибоке	
Страус	×			×		нейтр.
Дронт		×		×		нейтр.
Сорока			×		×	низька

Орел			×		×	нейтр.
Сова		×			×	висока

Джерело: Hodgson T.M. The concept of investment efficiency and its application to investment management structures. – Institute of Actuaries. – 28 February 2000.

*Інтегративна система управління міжнародними ризиками* притаманна головним чином сучасним глобальним корпораціям і є надзвичайно складною і динамічною.

У контексті порівняльного аналізу систем інвестиційного ризик-менеджменту доцільно підкреслити наступне. По-перше, якісне переміщення сфери інвестиційних ризиків до міжнародних злиттів та поглинань, які набувають величезних масштабів. По-друге, інтегрована система функціонує в умовах випереджаючого зростання фінансових активів у порівнянні з реальною економікою. Рівень цього випередження (фінансова глибина) збільшився з 1,2 р. в 1980 р. до 3,6 р. в 2007 році, причому основне зростання припадає на початок XXI століття. По-третє, в інтегрованій системі використовується такий інструмент ризик-менеджменту, як фонди хедж-фондів. По-четверте, серед типів ризик-менеджерів панує «сова», якій притаманний середній рівень бажання ризику, глибоке його усвідомлення та висока етичність ділової поведінки. Інші культурні типи вимушені терпіти жорстку поразку в бізнесі.

### Висновки

Значення управління міжнародними інвестиційними ризиками в умовах глобальної фінансової кризи зростає у зв'язку з руйнуванням наявних систем оцінки цих ризиків та посиленням ролі соціально-психологічних факторів у прийнятті інвестиційних рішень. Посилення валютно-фінансової нестабільності пов'язано із випереджаючим зростанням загальносвітової вартості фінансових активів у порівнянні із світовим ВВП, або показника фінансової глибини із 119 % в 1980 р. до 356 % у 2007 році. Поєднання функціонального та географічного підходів у дослідженні міжнародних інвестиційних ризиків дозволяє виявити їх специфічні особливості, які пов'язані із пошуком ра-

ціональної збалансованості між ступенем невизначеності ситуації та упевненістю менеджерів в інвестиційних рішеннях. Переважна більшість міжнародних інвестиційних рішень приймається в зоні ризику, для якої притаманно два типу ймовірності настання прогнозованих та неочікуваних подій: об'єктивна, що піддається математичному обчисленню надійних історико-статистичних даних, та суб'єктивна, яка ґрунтується виключно на досвіді та інтуїції корпоративних ризик-менеджерів. Відповідно потребує подальшого розвитку і класифікація міжнародних інвестиційних ризиків, які доцільно поділяти на дві групи: а) базові ризики, що носять переважно об'єктивний характер, віддзеркалюють непередбачений вплив змін макроекономічних параметрів країн на світові фінансові потоки та включають валютні, фінансові і політичні ризики; б) поведінкові ризики, що виникають унаслідок неочікуваних рішень та дій ключових міжнародних інвесторів та вищих менеджерів ТНК на світових інвестиційних ринках і включають корпоративно-культурні, крос-культурні та контагіальні ризики.

В умовах інвестиційної глобалізації критичного значення набувають контагіальні (інфекційні) ризики, які знаходять свій прояв у міжрегіональному процесі руйнування обмінних валютних курсів (ефект «валютного доміно»), валютному дефолту країни під впливом поведінкових та мікроекономічних факторів. Поведінкові фактори пов'язані із непередбаченими рішеннями та діями ключових міжнародних інвесторів, а мікроекономічні фактори ґрунтуються на суттєвому перебільшенні національними корпораціями та фінансово-промисловими групами співвідношення між запозиченим та власним капіталом. На підставі кореляційно-регресивного аналізу показників зовнішньоекономічної діяльності та фінансової нестабільності країн Південно-Східної Азії в 1960–1996 рр. доведено вирішальну роль інвестиційних факторів у виникненні та швидкому розгортанні валютно-фінансової кризи в цих країнах, яка згодом охопила Росію, Україну, Болгарію та Румунію. Разом з тим «азійська» валютно-фінансова криза 1997–1998 рр. у значній мірі була спричинена тиском міжнародних організацій та вищих світових фінансових кіл, яка отримала в літературі назву «система Уолл-стріт-міністерство фінансів». Зазначені учасники ма-

ють величезний авторитет у фінансовому світі, а тому виступають неформальними юридично безвідповідальними, однак надзвичайно впливовими порушниками вельми крихкої рівноваги на світових валютно-фінансових ринках.

Використовувані у практиці міжнародного менеджменту моделі управління інвестиційними ризиками не є досконалими, оскільки не виключають численних помилок корпоративних ризик-менеджерів у прийнятті рішень у зарубіжному інвестуванні, особливо при міжнародних злиттях та поглинаннях. З урахуванням сучасних можливостей інформаційної бази транснаціональних корпорацій та розвитку поведінкових наук запропоновано модель інтегрованого міжнародного ризик-менеджменту транснаціональних корпорацій, яка включає два блоки інструментів: 1) фінансові (традиційні інструменти, що пов'язані з хеджуванням ринкових, валютних та інших ризиків, а також нетрадиційні інструменти: хедж-фонди, фонди хедж-фондів, кредитно-дефолтні свопи); 2) управлінські (функціональні інструменти, до складу яких входять інвестиційні стратегії, РАМП-підхід, дорожня карта, інвестиційні стандарти, рішення, процедури; а також поведінкові інструменти: корпоративна культура, крос-культура відповідності, технологія дружніх поглинань, крос-культурні тримірні команди, культура ризик-менеджменту, інвестиційна психологія, рефлексивні інвестиційні рішення).

Підвищення ефективності інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій в умовах глобальної фінансово-економічної кризи потребує зміни парадигми управління міжнародними інвестиційними ризиками. В цьому зв'язку обґрунтовано нову сучасну поведінкову парадигму міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту. Цій парадигмі притаманні такі риси, як непередбачені рішення інвесторів, різке посилення ролі контакіальних ризиків, стадна поведінка ключових міжнародних інвесторів, інтуїтивне поєднання когнітивної та маніпулятивної функції у діяльності ключових інвесторів, нарощування значення «агентської проблеми» (суперечностей між акціонерами та вищими менеджерами корпорації), завищені очікування синергії міжнародних злиттів та поглинань, використання крос-культурних технологій для подолання інвестиційно-когнітивного дисонансу та реалізації потен-

ціалу міжкультурних відмінностей учасників інвестиційних команд. Ціль діяльності менеджерів з інвестиційних ризиків ТНК у контексті нової парадигми полягає не у пошуку страхових гарантів, (надійність міжнародних страхових компаній може бути сумнівною, а страхові виплати стають все більш пасивними при зростаючих преміях і непередбаченості коливань валютних курсів), а у запобіганні неминучих втрат шляхом розвитку і навчання відповідних фахівців, ретельного відстеження змін міжнародного середовища, надійному прогнозуванні ділової поведінки ключових міжнародних інвесторів та використанні потенціалу крос-культурних відмінностей членів інвестиційних команд у процесі прийняття ними управлінських рішень.

Сучасна інтегрована система міжнародного ризик-менеджменту транснаціональних корпорацій є результатом тривалої еволюції від фінансового типу (прийняття інвестиційних рішень виключно з позицій співвідношення витрат та прибуткових ризиків на основі інвестиційного програмування та самострахування ТНК прибуткових ризиків); через конкурентний тип (важливою складовою якого вважається міжнародний конкурентний аналіз і пов'язане з ним деривативне інвестиційне хеджування глобальних ринкових ризиків і використання різноманітних інвестиційних процедур); до сучасного інтеграційного типу, у складі якого використовується комплекс інструментів управління міжнародними інвестиційними ризиками фінансового, валютного, контагіального (інфекційного), ринкового, стратегічного та крос-культурного характеру. В основі системи управління міжнародними інвестиційними ризиками сучасного інтегративного типу лежать не лише традиційні фінансові та управлінські інструменти, а й крос-культурні технології формування прозорих та відповідальних відносин між учасниками інвестиційних процесів; при цьому роль зазначених крос-культурних технологій різко зростає в останнє десятиліття, а їх ігнорування загрожує стабільності світової фінансової системи.

Нарощування кількості і масштабів міжнародних злиттів та поглинань викликає відповідне зростання ризиків портфельного корпоративного інвестування. Узагальнення практики ризик-менеджменту ТНК дозволяє зробити висновок про якісний розвиток організаційних інструментів

управління міжнародними інвестиційними ризиками, які пов'язані із запровадження крос-культурного проект-менеджменту. Основою такого менеджменту є формування тримірної моделі мультикультурних команд з управління міжнародними інвестиційним ризиками корпорацій (продавця та покупця зарубіжних активів): по-перше, керівником команди є розпорядник ресурсів – представник лінійного менеджменту; по-друге, до складу команди включаються фахівці різних функціональних підрозділів; по-третє, розподіл ролей між членами команди базується на врахуванні крос-культурних відмінностей між продавцем та покупцем зарубіжних активів. Не менш важливим стає використання моделі прийняття інвестиційних рішень упереджувального типу, яка дозволяє мінімізувати ризики за рахунок поєднання двох інструментів управлінського аналізу: з одного боку, досягнення стратегічної та крос-культурної відповідності в процесах міжнародних злиттів та поглинань; а з іншого боку, послідовна постановка ключових інвестиційних питань ризикового спрямування, які пов'язані із інгредієнтами інвестування, відбором заявок на фінансування та відстежування бюджетного процесу.

Значні масштаби зовнішньоекономічної діяльності вітчизняних компаній, з одного боку, та активні інвестування в Україну коштів ТНК потребують діагностики інвестиційних ризиків у нашій країні. З метою розроблення сучасних інвестиційних стратегій пропонується доповнити класифікацію інвестиційних ризиків в Україні ризиками іноземних запозичень, які досягли значних масштабів і загрожують валютно-фінансовій стабільності. Враховуючі важливість опанування вітчизняними менеджерами досвіду інвестиційного менеджменту провідних ТНК, важливо систематично оцінювати їх культурно-інвестиційний потенціал шляхом співставлення інвестиційної ментальності українських ризик-менеджерів зі стандартами тримірної моделі інвестиційної культури: прагнення ризику, усвідомлення ризику, етичність інвестиційної поведінки (табл. 6).

На основі статистичного опрацювання проведеного нами в 2005–2009 рр. крос-культурного дослідження п'яти груп ризик-менеджерів з усіх регіонів країни різних галузей бізнесу у кількості 164 чол. у розділі доведено суттєве відставання вітчизняних фахівців у галузі інвестиційних компетенцій та етичності рі-

шень від колег із транснаціональних корпорацій. Якщо переважна частина ризик-менеджерів провідних ТНК мають культуру «сови», за класифікацією Британського інституту актуаріїв (середнє бажання ризику, глибоке його розуміння та високу етичність поведінки), то вітчизняним фахівцям притаманна культура «орла» чи «сороки» (сильне прагнення ризику, глибоке його усвідомлення при нейтральній, або ж вкрай неетичній поведінці). Якщо в ТНК понад 80 % ризик-менеджерів дотримуються інвестиційної культури «сови», то серед вітчизняних фахівців цей показник становив у середньому лише 12,7 %, зокрема для працівників Фонду державного майна України 14,5 %, Харцизького трубного заводу (Донецька область) – 8,9 %, корпорації «Агросоюз» (Дніпропетровська область) – 8,7 %.

Виходячи з результатів проведеного дослідження валиво здійснити кілька напрямів розвитку культурно-інвестиційного потенціалу українських ризик-менеджерів. Вони пов'язані, з одного боку, із удосконаленням нормативно-правової бази інвестиційної діяльності, зокрема посилення відповідальності, підзвітності і прозорості у діяльності вищих лінійних та фінансових менеджерів компаній, а також аудиторських фірм, забезпечення об'єктивності фінансової документації. З іншого боку, вітчизняним менеджерам вкрай необхідно опанувати новітні інструменти міжнародного інвестиційного ризик-менеджменту, насамперед, алгоритм розробки етично виважених інвестиційних рішень, арт-банкінг, валютно-дефолтний своп і т.і.

### Література

1. *Едвардес У.* Ключові фінансові інструменти: Пер. с англ. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2003. – 255 с.
2. *Розенберг Д.М.* Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 464 с.
3. *Рокфеллер Д.* Банкир в двадцатом веке. Мемуары / Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 2003. – 504 с.
4. Современное управление. Энциклопедический справочник / Пер. с англ.: В двух томах. – М.: Издатцентр, 1997. – Т. 1. – 584 с.; Т. 2. – 576 с.
5. *Хемптон Дж.Дж.* Страхование и управление риском в разных странах / Современное управление. Энциклопедический справочник / Пер. с англ. Том второй. – М.: Издатцентр. 1997. – С. 260-290.



6. Ширмер Я. Прямі зовнішні інвестиції та економічне зростання // Економіст. – 2000. – № 3. – С. 33-38.
7. Энг М.В., Лис Ф.А., Мауер Л.Дж. Мировые финансы / Пер. с англ. – М.: ДеКа, 1998. – 768 с.
8. Якокка Л. Карьера менеджера: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1991. – 384 с.
9. Chong Y.Y. Investment Risk Management. – Chichester: John Wiley & Sons, 2004. – 210 pp.
10. Classens S., Forbs K. International financial Contagion: Theory, Evidence and Policy Implications. – Amsterdam: University Amsterdam and World Bank, 2004. – 34 p.
11. Global Investment Risk Management: protectional portfolios against currency, interstate, equity, and commodity. – New-York: McGraw-Hill, 1999. – 316 p.
12. Hodgson T.M. The concept of investment efficiency and its application to investment management structures. – Institute of Actuaries. – 28 February 2000.
13. Jorion P. Fallacies about the effects of market risk management systems. – Bank of England Financial Stability Review. – 2008. – May. – P. 24.
14. Madura J. International Financial Management. Forth Edition. – New York: West Publishing Company, 2007. – 728 p.
15. Risk analysis and Management for Projects. – London: Tomas Telford Books, 1998. – 252 p.

Стаття надійшла до редакції 18.03.2009