

ється до кожного із вищевказаних напрямків. У даному прикладі (рис. 3) товар А, що знаходиться в зоні найбільшої привабливості та має найкращі показники відносної конкурентоспроможності, буде пропонуватися у країнах I, II та III під торговою маркою а. Даний товар буде націлений на споживчі сегменти 1 та 3. Товар Б, що має нижчий рівень привабливості, ніж товар А, але все одно знаходиться у привабливій зоні та представляє інтерес для підприємства, буде пропонуватися під торговою маркою б у країні II для споживчого сегмента 2. Інші товари (В, Г, Д) поки що пропонуватимуться лише на внутрішньому ринку. Після того як портфель товарів/ринків остаточно сформований, підприємство приймає конкретні рішення щодо встановлення способів присутності на ринках (делегування повноважень без інвестування, передача або експорт ноу-хау, присутність на ринку без інвестування, передача повноважень з інвестуванням, інвестування з контролем тощо) та розроблення стратегій обробки ринків (стратегія недиференційованого маркетингу, стратегія диференційованого маркетингу, стратегія концентрованого маркетингу тощо) [1]. Кожні з перелічених стратегій та способів присутності на зовнішніх ринках мають свою специфіку та є актуальними в тих чи інших випадках. Уточнення та систематизація методичних підходів щодо їх обрання є об'єктом подальших досліджень.

Висновки

Перед підприємствами – суб'єктами зовнішньоекономічних відносин стоїть ряд непростих завдань, одним з яких є здійснення транснаціональної сегментації, що супроводжується обґрунтуванням вибору стратегії розширення ринку. Підприємство може вийти на ринок однієї країни з одним товаром (стратегія концентрації за критерієм групи споживачів та за географічним критерієм), освоїти декілька зовнішніх ринків, запропонувавши на них лише один, спільний для усіх, товар (стратегія концентрації за критерієм групи споживачів та диверсифікації за географічним критерієм), ви-

йти на один закордонний ринок із широкою товарною номенклатурою (стратегія диверсифікації за критерієм групи споживачів та концентрації за географічним критерієм) або освоїти велику кількість зовнішніх ринків, запропонувавши на них широку номенклатуру товарів (стратегія диверсифікації за критерієм групи споживачів та за географічним критерієм). Кожна з обраних стратегій, особливо остання, потребує детального планування подальшої діяльності та обґрунтування прийняття рішень, що забезпечується формуванням збалансованого портфеля товарів/ринків. В основі даного портфеля лежить матриця «Привабливості ринку – конкурентоспроможності», що може бути застосована до чотирьох основних напрямів: товари, країни, групи споживачів (споживчі сегменти), торгові марки. Деякі товари можуть пропонуватися на ринках багатьох країн одночасно та задовольняти потреби споживчих сегментів, які присутні на цих ринках. Після остаточного формування портфеля товарів/ринків підприємство може переходити до прийняття конкретних рішень щодо встановлення способів присутності на зовнішніх сегментах та розроблення стратегій їх обробки. Узагальнення та систематизація даних стратегій має стати об'єктом подальших наукових досліджень.

Література

1. Гоголь Г.П. Міжнародний маркетинг: Навч. посіб. / Г.П. Гоголь. – Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2004. – 148 с.
2. Зозулев А.В. Маркетинговые исследования: теория, методология, статистика: учеб. пособие / А.В. Зозулев, С.А. Солнцев. – М.: Рыбари; К.: Знання, 2008. – 643 с. – (Высшее образование XXI века).
3. Телетов О.С. Маркетингові дослідження: навч. посіб. / О.С. Телетов. – К.: Знання України, 2010. – 299 с.
4. Холленсен С. Глобальный маркетинг / Свен Холленсен; Пер. с англ. Е. Носовой, К. Юрашкевича. – Мн.: Новое знание, 2004. – 832 с.
5. Черномаз П.О. Міжнародний маркетинг: навч. посіб. / П.О. Черномаз. – К.: Академвидав, 2010. – 272 с. (Серія «Альма-матер»).

С.В. ОНІКІЄНКО,
к.е.н., Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана

Ризик-менеджмент і управління інвестиційним портфелем комерційного банку

Розглядаються теоретичні й методологічні аспекти управління портфелем цінних паперів і управління ризиками інвестиційного портфеля комерційного банку. Виявлено і проаналізовано відмінності, що мають бути враховані у процесі ідентифікації, оцінки і інтерпретації ризиків, що виникають у процесі інвестування портфельними менеджерами і менеджерами з управління ризиками.

Ключові слова: управління ризиками, управління портфелем, ризик, волатильність, дохідність.

Рассматриваются теоретические и практические аспекты управления портфелем ценных бумаг и управления рисками инвестиционного портфеля коммерческого банка. Выявлены и проанализированы отличия, которые

должны учитываться в процессе идентификации, оценки и интерпретации рисков, возникающих в процессе инвестирования портфельными менеджерами и менеджерами по управлению рисками.

Ключевые слова: *управление рисками, управление портфелем, риск, волатильность, доходность.*

The article is devoted to the theoretical and practical aspects of securities' portfolio management and investment portfolio's risk management at the commercial bank. It was identified and analyzed existing distinctions which must be considered by portfolio managers and risk managers in the process of investment

Keywords: *risk management, portfolio management, risk, volatility, profitability.*

Постановка проблеми. Домінування комерційних банків на фондовому ринку України потребує від них широкого впровадження портфельних методів управління активами, що складають його кредитно-інвестиційний портфель. З огляду на особливість ролі портфеля цінних паперів у комерційному банку перед менеджментом банку виникає проблема адаптації положень теорії портфеля до специфіки діяльності банку як фінансового посередника.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Питанням загальної теорії інвестиційного портфеля присвячені роботи таких класиків економічної думки, як Г. Марковіц, У. Шарп, Р. Брейлі та С. Майєрс. Акцент на управлінні ризиками у процесі регулювання інвестиційної діяльності банків роблять у своїх дослідженнях О. Вовчак, В. Зінченко, Т. Кемпбелл, О. Кіреєв, Дж. Корларі, В. Корнеєв, О. Лаврушин, Р. Левайн, О. Любунь, Т. Майорова, Р. Мертон, М. Міллер, Ф. Мішкін, В. Міщенко, А. Мороз, Л. Нейкова, Л. Примостка, М. Пуховкіна, П. Роуз. Проте поєднання теорії портфеля з управлінням ризиками у комерційному банку відбувається не шляхом адаптації до специфічних інституціональних умов діяльності банку, а через екстраполяцію загальної теорії портфеля на ризикову діяльність банку. Такий підхід до вирішення проблеми потребує, на нашу думку, додаткового дослідження.

Мета статті. Дослідити особливості використання теорії портфеля у процесі управління інвестиційним портфелем комерційного банку і диференціювати завдання управління інвестиційним портфелем і управління ризиками портфеля.

Виклад основного матеріалу. Відома робота Г. Марковіца «Вибір портфеля: ефективна диверсифікація інвестицій» стосовно індивідуального інвестиційного вибору в умовах невизначеності поклала початок сучасній теорії портфеля [1]. Марковіц припустив, що інвестори при прийнятті рішень беруть до уваги не тільки значення очікуваної дохідності інвестицій, а також і рівень ризику, що з ним асоціюється. Подальший розвиток фінансового ринку, і відповідно теорії портфеля, відбувався в умовах домінування концепції економіки вартостей, яка, залишаючи ризик факторною озна-

кою, передбачає перенесення акценту з дохідності активу на його вартість.

Термін «вартість з урахуванням ризику» (VaR) з'явився в лексиконі економістів на початку 1990-х [2]. VaR так само як і інші інструменти моніторингу / управління ризиком отримали розвиток у контексті пошуку відповіді на питання, що ставилося радами директорів і вищим керівництвом банків, – зокрема, тих банків, що активно займаються інвестиційною діяльністю на фондовому ринку. Постановка питання була відносно простою: «Скільки грошей ми можемо втратити за певний, наперед визначений проміжок часу?».

За дві останні декади до використання методів моніторингу/управління ризиком вдавалися брокери, дилери, промислові корпорації і найчастіше інституціональні інвестори. Впровадження в практику і використання цих методів відбувається не без ускладнень. Наприклад, у той час коли банки та інші фінансові інститути роблять акцент на вартості «портфеля», інші підприємства (зокрема, промислові корпорації) звертають увагу на чисті грошові потоки, що генеруються економічним суб'єктом; таким чином, замість «вартості з урахуванням ризику» промислові корпорації можуть бути більше зацікавленими в «грошових потоках з урахуванням ризику (CFaR)».

Фондові менеджери та інвестори повсякчасно стикаються з труднощами у процесі практичного впровадження технік моніторингу/управління ризиком. Наприклад, VaR та інші техніки були розроблені в контексті управління банківськими портфелями, що використовувалися для роботи з угодами по деривативам, очікувана зміна вартості портфелів яких є нульовою, у той час як очікувана зміна вартості інвестиційного портфеля є позитивною. Ще більш важливим є ускладнення, сутність якого полягає у відмінностях між управлінням ризиком і управлінням портфелем (особливо у фазі формування портфеля).

На відміну від однозначності у питанні, поставленому банківським менеджментом, питання, поставлене фондовим менеджером, включає в себе не тільки ризик, а й дохід. Інвестори довіряють фондовим менеджерам з їх очікуваними дохідностями, а фондові менеджери, у свою чергу, мають збалансувати очікувані дохідності з рівнем ризиків, які вони приймають на себе для того, щоб забезпечити обіцяну ними дохідність. Отже, існує ключова відмінність між двома процесами: ризик-менеджмент визначає, як буде змінюватися вартість портфеля в результаті зміни ринкових факторів, у той час як створення портфеля вимагає оцінки точності прогнозів менеджера.

Коли у банках з'явилася функція управління ризиком, банки доклали чимало зусиль, щоб відділити портфельних менеджерів від управління ризиком. Логіка такого відділення є простою. Для банків надзвичайно важливою є спроможність визначитися з власними фінансовими ризиками окремо від того, як їх сприймають трейдери, які створюють ризик. У банку функція управління ризиками має такий саме рівень значимості, як функції обліку і кредитного ризику, а таке відділення, на нашу думку, слід вважати критично важливим.

У випадку менеджерів з управління активами, сутність бізнесу яких полягає у виваженому прийнятті ризику в намаганні забезпечити отримання доходу вище стандартного значення, таке відділення може перетворити управління ризиком у вимірювання ризику. Менеджер з управління активами несе фідучіарну відповідальність, що суттєво відрізняється від відповідальності, яку бере на себе банк, виступаючи від свого імені інвестором на фондовому ринку. Для менеджера з управління активами вимірювання ризику має бути інструментом ідентифікації і контролю ризику. Вимірювання й оцінка ризику для портфельного менеджера має бути більш ніж методикою, вони мають бути інтегральною частиною безперервного процесу управління портфелем.

Ризик-менеджмент і управління портфелем досить часто плутають. Плутанина виникає до певної міри тому, що при здійсненні обох процесів має місце оцінка волатильності і кореляції. Але, як далі буде показано, ці два процеси вимагають оцінки різних волатильностей і кореляцій. Управління ризиками потребує даних стосовно волатильностей і кореляцій ринку і, таким чином, базується на відхиленнях від емпіричних середніх. Управління портфелем, у свою чергу, потребує даних стосовно волатильностей, які можна отримати в результаті оцінки помилок у передбаченнях надходжень, а також у показниках кореляції між цими помилками.

Створення портфеля з використанням принципів сучасної теорії портфеля потребує трьох складових:

- 1) прогноз очікуваних доходів;
- 2) волатильність прогнозованих очікуваних доходів;
- 3) кореляції помилок у прогнозах очікуваних доходів.

Такі самі складові задіяні і у VaR-аналізі. Хоча складові елементи і є тими ж самими, проте вони мають інші значення.

- Для менеджера, що формує інвестиційний портфель, волатильність виступає у ролі міри того, як добре він може скласти прогноз очікуваного доходу. У свою чергу, оцінка кореляції здійснюється не з метою оцінки взаємозв'язку між очікуваними ринковими доходностями, а для встановлення взаємозв'язку між помилками, допущеними при прогнозуванні очікуваних доходів.

- Для менеджера з управління ризиками волатильність виступає у ролі показника мінливості цін цінних паперів. Так само для нього показник кореляції показує значення кореляції між фактичними цінами цінних паперів і тим, як вони будуть змінюватися у часі.

Припустимо, інвестор має достовірну інформацію стосовно майбутньої ціни цінного паперу, що демонструє високий рівень ринкової волатильності. Маючи таку інформацію, інвестор міг би вкласти всі свої кошти в цей цінний папір. Очевидно, що немає сенсу інвестувати деінде. А чи може це бути ефективним портфелем? Інтуїтивно відповідь має бути: «Так». Проте, якщо як показник волатильності, що використовується для оптимізації портфеля, взято ринкову волатильність (наприклад, відхилення від історичного середнього), використання моделі оптимізації портфеля не приведе до

вибору саме цього результату. Фактично за припущення, що цей цінний папір може мати велику ринкову волатильність, він міг би скласти незначну частку портфеля (крім, звісно, випадку, коли очікуваний дохід по ньому є величезним). Отже, достовірна інформація просто втрачена даремно.

Розглянемо зворотну ситуацію – інвестор не має достатньо можливостей для здійснення прогнозування очікуваних доходів по цінним паперам з низькою ринковою волатильністю, як, наприклад, короткострокові державні цінні папери, емісія та погашення яких відбувається на регулярній основі з однаковою періодичністю та довгострокові державні цінні папери. До тих пір поки волатильності двох видів облигацій будуть подібними, і кореляція ринкових цін буде близькою до одиниці, стандартна програма оптимізації портфеля створюватиме портфель, що складатиметься з двох зважених за часом та однакових за сумою позицій, що різнитимуться лише за строками. Проте такий портфель навряд чи можна вважати оптимальним, оскільки він не враховує помилку у прогнозі менеджера. Але, якщо б програма оптимізації портфеля мала дані стосовно того, що помилка прогнозування є дуже великою, а також значення кореляції цих помилок прогнозування, модифікована структура інвестиційного портфеля могла б бути більш раціональною.

Таким чином, ключовим є розуміння того, які показники волатильності і кореляції що значать і коли їх варто використовувати. Ця ключова відмінність у значеннях термінів, що звучать абсолютно однаково, призводить до помилкового судження стосовно того, що управління ризиком і формування портфеля є складовими одного і того самого процесу і мають здійснюватися з використанням одних і тих самих даних. Відмінність полягає в природі ризику портфеля і ризику на окремому ринку.

Г. Марковіч визначає варіацію і коваріацію по відношенню до очікуваних доходів [3]:

$$\text{– очікуваний дохід активу } i: \mu_i = E(r_i); \quad (1)$$

$$\text{– варіація активу } i: V(r_i) = \sigma_{ii} = E(r_i - \mu_i)^2; \quad (2)$$

$$\text{– коваріація активів } i \text{ та } j: \sigma_{ij} = E[(r_i - \mu_i)(r_j - \mu_j)]. \quad (3)$$

При використанні теорії портфеля зазвичай визначають варіацію і коваріацію як різниці між отриманими показниками і історичними середніми:

$$\text{– варіація активу } i: V(r_i) = \sigma_{ii} = E(r_i - \bar{r}_i)^2; \quad (4)$$

$$\text{– коваріація активів } i \text{ та } j: \sigma_{ij} = E[(r_i - \bar{r}_i)(r_j - \bar{r}_j)]. \quad (5)$$

Формування портфеля ґрунтується на очікуваннях, у той час як управління ризиками – на осмисленні поточної ситуації (див. табл.). Процес управління портфелем є за своєю природою інтерактивним – це постійне зіткнення очікувань з фактичним станом ринку що спонукає до внесення поправок.

Управління портфелем об'єднує у собі формування портфеля, вимірювання і оцінку ризиків та управління ризиками

Порівняння управління ризиком і управління інвестиційним портфелем

Показник	Управління ризиком	Управління портфелем
Очікуваний дохід	$E(R) = 0$	$E(R) > 0$
Волатильність	Ринкова волатильність = відхилення від емпіричного середнього	Волатильність у помилках прогнозування $E(R)$ = відхилення від прогнозу
Кореляція	Ринкові кореляції	Кореляції помилок у прогнозуванні $E(R)$

в один неперервний і нероздільний вид діяльності. Проте інформація, потрібна для виконання кожного з перерахованих завдань у рамках реалізації процесу, потребується різна; навіть припускаючи, що інформаційна оцінка для кожної складової процесу здійснюється окремо, ми маємо пам'ятати, що сам процес є нероздільним. Таким чином, вимірювання і оцінка ризику – це не управління ризиком, а управління ризиком не є управлінням портфелем.

Дослідження показало, що портфельний менеджер у своїй діяльності має відділяти завдання управління ризиками від завдань управління портфелем і використовувати відповідні системи оцінки для розробки рекомендацій при реалізації обох функцій у процесі поточного управління портфелем. Успішне виконання такого завдання буде значним кроком уперед порівняно з існуючими методиками, сутність яких полягає в ототожненні систем оцінки необхідних для формування і управління портфелем з системами управління ризиками. Помилкове ототожнення цих двох процесів може призвести до систематичних помилок, а це, у свою чергу, до недооцінки «хвостових» ризиків [4].

Крім того, приймаючи до уваги існуючий рівень відокремлення управління ризиком від управління портфелем, не має нічого дивного в тому, що розроблені для управління ризиками інструменти часто розглядаються як такі, що не

мають практичної цінності, а навіть якщо і мають, то рідко використовуються менеджерами з управління активами.

Висновки

Таким чином, управління ризиками не є ані заміною ані альтернативою управлінню портфелем. Управління ризиком має відношення до оцінки та контролю ризиків існуючого портфеля, у той час як сутність формування портфеля полягає у виборі такого набору ризикових позицій який міг би забезпечити максимізацію доходу по відношенню до рівня ризику, що вважається прийнятним.

Література

1. Markowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment. Wiley. New York. 1959. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m16/m16-all.pdf>
2. Derivatives: Practices and Principles. Working Group on Global Derivatives, 1993, Special Report [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://www.group30.org/rpt_29.shtml
3. Harry M. Markowitz, Mean Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets, Blackwell, Cambridge, 1987. – С. 4.
4. Связь между риском и доходностью. Консалтинговая компания «Франклин & Грант. Риск консалтинг» [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.franklin-grant.ru/ru/services/O3.shtml>

О.Г. ГОНЧАРЕНКО,
к.е.н., доцент

Соціально-економічні аспекти функціонування виробничого комплексу пенітенціарної системи України

Досліджено соціально-економічні аспекти функціонування виробничого комплексу Державної кримінально-виконавчої служби України, діяльність якого направлена на виробництво товарів народного споживання, виправлення і ресоціалізацію засуджених.

Ключові слова: праця, продуктивність, ефективність, потенціал, ресоціалізація.

Исследованы социально-экономические аспекты функционирования производственного комплекса Государственной уголовно-исполнительной системы Украины, деятельность которого направлена на производство товаров народного потребления, исправление и ресоциализацию осужденных.

Ключевые слова: труд, продуктивность, эффективность, потенциал, ресоциализация.

Social and economical aspects in the work of enterprises of the State Criminal and Executive Service of Ukraine are studied. The activity of these enterprises is aimed at the production of consumer goods, convicts' correction and resocialization.

Keywords: market, production, efficiency, potential, resocialization.

Постановка проблеми. Державна кримінально-виконавча служба України протягом всього періоду свого існування пройшла різні стадії свого розвитку, які характеризувалися