

УДК 658.15:338.43

П.А. Стецюк

МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ТА ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ АГРОФОРМУВАНЬ

Проаналізовано методології та методичний інструментарій управління фінансовими ризиками для їх селекції та адаптації до практичних потреб фінансового менеджменту агроформувань. Доведено, що при формуванні системи управління фінансовими ризиками підприємств аграрної сфери економіки необхідно враховувати специфіку їх виробничої, інвестиційної та фінансової діяльності.

Постановка проблеми. Фінансову діяльність агроформувань складає процес формування, акумулювання, розподілу та використання фінансових ресурсів. Цей процес носить перманентний характер і з кожним його етапом пов'язана можливість виникнення певних видів ризиків оскільки фінансові ресурс є їх джерелом. Ця якісна характеристика – їх конститутивний атрибут. Тому питання фінансових ризиків повинне постійно знаходитись в полі зору як власників підприємства, так і його менеджменту. Іманентний характер фінансових ризиків обумовлює необхідність створення й ефективного функціонування системи управління ними як необхідної умови забезпечення фінансової адаптивності, фінансової безпеки, фінансової стійкості, ліквідності, платоспроможності, кредитоспроможності та інвестиційної привабливості агроформувань.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Управління фінансовими ризиками є об'єктом вивчення різних шкіл і напрямів сучасної фінансової теорії та фінансового менеджменту. Більше того, ця проблематика стала предметом самостійної наукової дисципліни – ризик-менеджмент. Нині вона має потужну методологічну базу та арсенал методичного інструментарію. Питання теорії та практики управління фінансовими ризиками в контексті фінансової діяльності підприємств аграрного сектору економіки досліджувались такими відомими економістами-аграрниками, як: В. Борисова, О. Гудзь, М. Дем'яненко, Ю. Лупенко, С. Навроцький, О. Непочатенко, С. Осадець, О. Ульянченко, А. Чупіс [1-9]. Результати їх творчих напрацювань є науковим і методологічним підґрунтям вирішення найактуальніших питань теорії і практики аграрних фінансів. Одночасно залишається широке коло питань у площині управління фінансовими ризиками, які потребують поглиблення та розширення досліджень. Зокрема, до таких відносяться і питання, пов'язані з адаптацією наукових концепцій і гіпотез у сфері теорії ризиків до практики обґрунтування, прийняття та реалізації фінансових рішень агроформувань.

Метою статті є критичний аналіз методології та методичного інструментарію управління фінансовими ризиками для їх селекції та адаптації до практичних потреб фінансового менеджменту агроформувань.

Результати дослідження. Нині в науковій літературі можна знайти широке коло інтерпретацій економічного змісту ризику. Вітчизняні вчені часто посилаються на визначення В.В. Вітлінського: «ризик – це економічна категорія, що відображає характерні особливості сприйняття зацікавленими суб'єктами економічних відносин об'єктивно наявних невизначеності й конфліктності, іманентних процесам цілепокладання, управління, прийняття рішень, оцінювання, що обмежені можливими загрозами і невикористаними можливостями» [9]. У визначенні акцент зроблено на суб'єктивне сприйняття невизначеності розвитку економічних процесів та явищ. До

цієї ж позиції можна віднести й авторів, які сприймають ризик як атрибут прийняття рішення у ситуації невизначеності [10].

Частина авторів характеризують ризик з позиції імовірності втрат фінансових ресурсів (грошових коштів) у підприємницькій діяльності [11, 12, 13].

Ще одна позиція пов'язує фінансовий ризик з можливістю відхилення вартості, що формується, розподіляється та перерозподіляється за допомогою фінансів від запланованого (очікуваного) значення [6, 14].

Є визначення, що інтегрують всі основні конститутивні атрибути ризику. Так, І. Бланк визначає фінансовий ризик підприємства як «результат вибору його власниками або менеджерами альтернативного фінансового рішення, спрямованого на досягнення бажаного цільового результату фінансової діяльності при ймовірності понесення економічного збитку (фінансових втрат) у силу невизначеності умов його реалізації [15, с. 21]. Ми поділяємо цю позицію з наступних міркувань.

Процесу формування та використання фінансових ресурсів притаманні ризики. Ця їх якісна характеристика нерозривно пов'язана з можливістю отримувати певний рівень доходів. Між доходом, який генерують всі види активів, та ризиком постійно існує прямий зв'язок: чим більший рівень доходів, тим вищий рівень ризиків, асоційованих з ними. Ризик є об'єктивною умовою існування альтернативних варіантів вирішення тих чи інших завдань в усіх сферах людської діяльності, а його суб'єктивно прийнятна міра є критерієм вибору конкретної альтернативи.

Існування ризиків у фінансовій діяльності підприємства з одного боку визначається наявністю множинності варіантів розвитку економічних явищ та процесів, а з іншого, – відсутністю достатніх знань про причинно-наслідкові зв'язки між цим розвитком та факторами, що його зумовлюють. Крім того, не всі результати схвалюваних фінансових рішень можуть бути квантифіковані. Тому в процесі управління фінансовими ресурсами важливе значення мають евристичні та інтуїтивні методи ухвалення рішень.

Мотивацією фінансування виробничої та інвестиційної діяльності підприємства, тобто виділення фінансових ресурсів на їх здійснення, у переважній більшості випадків є отримання доходу. Приймаючи фінансові рішення, власники підприємства або менеджери, яким делеговано функції управління фінансами, повинні постійно й усвідомлено йти на ризик, допустимий рівень якого встановлюється індивідуально особами, що приймають такі рішення.

Досить часто ризик розглядають з позиції ймовірності фінансових втрат. Така позиція, в нашому розумінні, дещо спрощена й одностороння. Ризик несе не лише перспективу фінансових втрат, а й створює шанс для нових можливостей. Розуміння останнього і є основою отримання додаткових доходів, а також економічного розвитку та росту.

Таким чином, фінансові ризики є неодмінним та об'єктивним атрибутом фінансової діяльності, а їх носієм є фінансові ресурси. Формування та використання фінансових ресурсів пов'язано з усіма видами ризиків, що асоціюються з активами, які їх утворюють.

Розвиток теоретичних підвалин управління ризиками має досить тривалу історію. Відомо, що в XV столітті Лука Пачолі досліджував питання теорії ймовірності та теорії ігор, постулати яких нині широко використовуються в управлінні ризиками. В подальшому цей аспект розвивався відомими французькими математиками Б. Паскалем та П. Фермою. Чільне місце проблема ризиків та її окремі аспекти знайшли у працях класиків політичної економії Д. Рікардо, А. Сміта, Дж. Мілля, Дж. Гранта, Е. Галлея [16] та В. Петті [16, 17].

До проблеми управління фінансовими ризиками пряме чи опосередковане відношення мають більшість фундаментальних концепцій та гіпотез сучасної фінансової теорії. Коротко охарактеризуємо окремі з них під кутом зору управління фінансовими ризиками агроформувань.

У 1921 р. Френк Найт запропонував *концепцію взаємозв'язку (компромісу) між рівнем ризику та дохідністю*, яка має принципове значення в управлінні фінансами. Її суть зводиться до того, що отримання доходу на вкладені фінансові ресурси завжди асоціюється з певним ризиком. Між дохідністю та ризиком постійно існує прямо пропорційна залежність: чим вища очікувана інвестором дохідність вкладених фінансових ресурсів, тим вищий рівень ризику її неотримання. І навпаки – нижчому рівню дохідності завжди відповідає й нижчий рівень ризику. Це зумовлює необхідність постійного знаходження компромісного співвідношення між дохідністю та ризиком в управлінні фінансовими ресурсами.

Свій розвиток вона знайшла в концепції прийнятного рівня ризику. Її змістом є диференціація рівнів ризику на різних стадіях його прояву: а) початковий рівень ризику (P_{II}) – неідентифікований та неоцінений рівень ризику на етапі виникнення бізнес-ідеї, що має дуже високий рівень; б) оцінений рівень ризику ($P_{OЦ}$) – рівень ризику після його ідентифікації, аналізу та оцінки; в) залишковий рівень ризику (P_3) – рівень ризику з урахуванням розроблених та здійснених заходів по зниженню початкового рівня ризику; г) кінцевий (прийнятний) рівень ризику (P_K) – рівень ризику, який є прийнятним з точки зору критеріїв прийнятності. Математична інтерпретація цієї концепції має вигляд:

$$\begin{cases} P_{II} > P_{OЦ} > P_3 \\ \Delta P = (P_3 - P_K) \rightarrow 0; \Leftrightarrow P_3 = P_K \end{cases} \quad (1)$$

Ця концепція орієнтує на наступні підходи до управління ризиком: ризик – це, як правило, не статичний і незмінний, а керований параметр, на рівень якого можна і необхідно впливати; свідомо можна впливати лише на ідентифікований, проаналізований та оцінений ризик; високий рівень початкового ризику не повинен служити апріорі основою для відмови від здійснення діяльності, пов'язаної з цим ризиком; завжди можна знайти рішення, що забезпечує прийнятний компроміс між очікуваною вигодою та загрозою втрат [18].

Змістом *теорії дисконтованих грошових потоків* є теза про те, що цінність грошової одиниці змінюється відповідно до норми прибутку на фінансовому ринку, в якості якої виступає позиковий відсоток, безризикова норма прибутку, альтернативні витрати на залучення фінансових ресурсів. Норма прибутку на фінансовому ринку крім усього іншого включає, так звану, «премію за ризик». Сфера застосування цієї теорії в практиці фінансової діяльності агроформувань – аналіз, оцінка та прогнозування грошових потоків як в цілому по підприємству, так і за окремими підрозділами, бізнес-процесами, виробничими та інвестиційними програмами, а також іншими напрямками використання фінансових ресурсів.

Теорія вартості та структури капіталу визначає, що кожне джерело формування фінансових ресурсів має ціну (вартість), врахування якої, а також інших суттєвих чинників дозволяє досягти оптимального співвідношення між власними та позиковими джерелами. Ціна (вартість) кожного джерела включає і чинник ризику. Крім того, одним із критеріїв оптимізації структури джерел формування фінансових ресурсів є мінімальний ризик їх середньозваженої ціни. В практиці управління фінансами агроформувань ця теорія застосовується для вибору схеми фінансування виробничої та інвестиційної діяльності, конкретних джерел фінансових ресурсів, а також оптимізації структури останніх.

Теорії портфеля та оцінки дохідності фінансових активів пропонують моделі взаємозв'язку між дохідністю фінансових ресурсів та систематичним і несистематичним ризиками. Їх застосовують в процесі визначення норми дисконту (ціни джерел фінансових ресурсів), оцінки ризиків окремих напрямів використання фінансових ресурсів.

Одним із компонентів *теорії арбітражного ціноутворення* є модель оцінки дохідності власних джерел фінансових ресурсів (простих акцій), що визначається

сумою очікуваної (нормальної) та ризикової (невизначеної) дохідності, яку можна використовувати для визначення ціни власних джерел формування фінансових ресурсів.

Концепція альтернативних витрат пропонує інструменти порівняльної (альтернативної) оцінки рівня дохідності та алгоритм знаходження середньої норми дисконтування. Фактор ризику враховується опосередковано як елемент ціни кожного джерела формування фінансових ресурсів. Ця концепція застосовується у процесі визначення норми дисконту (середньозваженої ціни джерел фінансових ресурсів).

Практична сторона управління фінансовими ризиками реалізується в процесі фінансового планування. Останнє ми розглядаємо в широкому контексті – не лише як стандартизовані процедури стратегічного, середньострокового (бізнес-план) та оперативного фінансового планування, а як і всі інші види прогнозно-аналітичних розрахунків та обґрунтувань, пов'язаних з ухваленням фінансових управлінських рішень.

Об'єктом фінансового планування є фінансові ресурси та джерел їх формування, а також процес залучення, акумуляції та алокації фінансових ресурсів. Важливим елементом прогнозно-аналітичних фінансових розрахунків є визначення ціни джерел формування фінансових ресурсів. Існують різні методи її визначення. Ми вважаємо, що для більшості агроформувань доцільно використовувати кумулятивний метод [19]. При його застосуванні виходять з того, що ціна окремих елементів джерел фінансування повинна включати в себе три основні компоненти: норму безризикового прибутку, премію за ризик та інфляційну премію.

Теоретичним базисом для визначення перших двох компонентів виступає модель оцінки капітальних (фінансових) активів (*Capital Assets Price Model, CAPM*). За методом *CAPM* ціна джерела фінансових ресурсів дорівнює сумі безризикового доходу та премії за ризик, скоригованій на β – коефіцієнт використовуваного фінансового інструменту. Тобто:

$$C_d = \frac{D_{BP}}{+} (D_{CP} - D_{BP}) \times \beta, \quad (2)$$

де D_{BP} – безризикова дохідність;

D_{CP} – середньоринковий рівень дохідності;

β – коефіцієнт ступеня ризику джерела залучення фінансових ресурсів, що підлягає оцінці.

Сама формула має відносну простоту, а її логіка цілком зрозуміла. Однак її практичне застосування потребує відповідного інформаційного забезпечення і пов'язане з вирішенням ряду проблем, які для перехідних економік ще мало досліджені або є предметом теоретичних дискусій.

Нині немає однозначної відповіді на питання: як встановити рівень безризикового доходу для країн з перехідною економікою? Безпосереднє відношення до безризикового доходу має поняття «безризиковий актив», введений у термінологічний апарат фінансової теорії Г. Марковіцем. Він розглядається як вкладення фінансових ресурсів на один прогнозний часовий період. Виходячи з обмеженості терміну використання, дохідність таких вкладень є визначеною, а сам фінансовий актив вважається безризиковим [20, с. 231].

У дослідженнях більшості західних аналітиків рівень безризикового доходу асоціюється з дохідністю державних зобов'язань, найчастіше казначейських векселів (*treasury bills*). Існують й інші підходи. Так, Ф. Фабоцці вважає цілком прийнятним використовувати для цієї мети дохідність інструментів, які є об'єктом конкретної фінансової угоди, наприклад ставку *LIBOR* [21, с. 888].

Досвід показує, що у країнах з перехідною економікою державні цінні папери асоціюють з ризиком не меншим, ніж інших емітентів. Так, з моменту випуску і до початку фінансової кризи в Росії (1998 р.) дохідність державних казначейських

зобов'язань варіювала в межах 15-200%, що свідчило про їх спекулятивний характер та високий ступінь ризику, який асоціювався з цими цінними паперами.

Ще одним компонентом кумулятивного методу є премія за ризик. В моделі *SAMP* вона представлена різницею між D_{CP} і D_B , скоригованою на β -коефіцієнт. Стосовно визначення останнього вимірника теж існують певні проблеми. На думку Г. Марковіца, для конкурентних і стабільних фондових ринків варіація доходності є адекватним відображенням міри ризику інструментів залучення фінансових ресурсів. При цьому ризик може бути розкладений на ринковий (систематичний) та власний (несистематичний).

За визначенням коефіцієнт-бета, або коефіцієнт нахилу ринкової моделі, вимірює чутливість доходності цінного паперу (портфеля цінних паперів) до доходності ринкового портфеля і розраховується за формулою:

$$\beta = \frac{\sigma_{iI}}{\sigma_I^2}, \quad (3)$$

де σ_{iI} – коваріація між доходністю i -го інструменту та доходністю на ринковий індекс;

σ_I^2 – дисперсія доходності на ринковий індекс [20].

Розраховане за цією формулою значення β називають історичним (*historical*), або фактичним. Воно відображає ступінь ризику оцінюваного інструменту залучення фінансових ресурсів у минулому, тоді як для вирішення поставленого нами завдання – визначення ціни їх власних джерел – першочергове значення має оцінка майбутнього ризику. Метод екстраполяції стосовно таких складних явищ, як коваріація та варіація доходності не забезпечує надійного результату, особливо в нестабільних економічних умовах. Тому використання статистичних даних про позитивну тенденцію доходності підприємства у минулому не може бути гарантією збереження такої динаміки в майбутньому, оскільки ситуація цілком може змінитися на протилежну.

Незважаючи на існування певного взаємозв'язку між фінансовими подіями в минулому і в майбутньому, сценарій майбутнього розвитку не обов'язково зумовлюється минулими подіями. Враховуючи ці обставини, в фінансовій теорії були розроблені методики їх коректування. Це призвело до появи двох різновидів β : 1) уточненої та 2) фундаментальної [20].

Наведене вище дозволяє зробити наступний висновок: β -коефіцієнт може бути обчислений різними способами. При цьому залежно від способу розрахунку, що використовується, будуть отримані різні його значення а, отже, відмінні рівні ціни джерела формування фінансових ресурсів.

Будь-який вибір способу визначення β суб'єктивний, а якоїсь «істинної» β не існує. По суті, значення β в такій ситуації є не результатом об'єктивних розрахунків, а лише вибором аналітика. Знаючи це можна стверджувати, що додаткові витрати на збір інформації не забезпечують отримання значення β -коефіцієнта адекватної їм точності. Тому для аналітично-планових розрахунків з управління фінансовими ресурсами агроформувань виправданим є застосування експертного методу встановлення величини премії за ризик. По суті цей підхід принципово не відрізняється від описаних вище методів знаходження значення β . Крім того, експертний метод дозволяє враховувати більш ширше коло різних видів ризиків, які притаманні конкретному напрямку чи сфері вкладення фінансових ресурсів, чим розширюється гнучкість і збільшується адаптивність цього інструменту.

Важливим аспектом фінансового планування є аналіз ризиків. Його мета – виявлення чинників, що негативно впливатимуть на фінансові результати реалізації бізнес-ідеї, їх якісна та кількісна оцінка, а також розробка заходів зі зменшення та локалізації негативних наслідків у разі настання несприятливої події.

Аналіз ризиків важливий як джерело інформації для розробки заходів по локалізації та мінімізації негативних наслідків. Тому його логічним наслідком повинні бути:

- розробка ефективних профілактичних дій щодо запобігання очікуваних ризиків;
- створення резервних (страхових) запасів;
- зовнішнє страхування окремих видів ризиків;
- отримання законодавчих гарантій захисту від окремих видів ризиків;
- інші форми страхування ризиків.

Незважаючи на важливість, у багатьох агроформуваннях аналізу ризиків приділяється недостатньо уваги. Як правило, він обмежується переліком їх можливих видів та експертною оцінкою наслідків.

Аналізу ризиків, як уже зазначалося, має потужний методичний інструментарій. Залежно від унікальності, складності та масштабів бізнес-ідеї можуть застосовуватись різні методи: експертний, статистичної оцінки ступеня ризику (середнє очікуване значення і варіація можливого результату) та кількісного аналізу (аналіз чутливості, аналіз сценаріїв та імітаційне моделювання за методом Монте-Карло).

Стосовно експертного методу, то він детально описаний в спеціальній літературі й не потребує додаткової презентації.

Відносно простими та зрозумілими є показники статистичної оцінки ступеня ризику. Їх застосування в практиці управління фінансовими ризиками агроформувань є виправданим у випадку наявності достатньої інформації. Однак для більшості агроформувань інформаційне забезпечення оцінки ризиків залишається проблемою.

Найбільш досконалим методом аналізу ризиків є імітаційне моделювання за методом Монте-Карло, що поєднує в собі аналіз чутливості та метод сценаріїв на основі теорії ймовірностей. Укрупнену схему методу наведено на рис. 1.

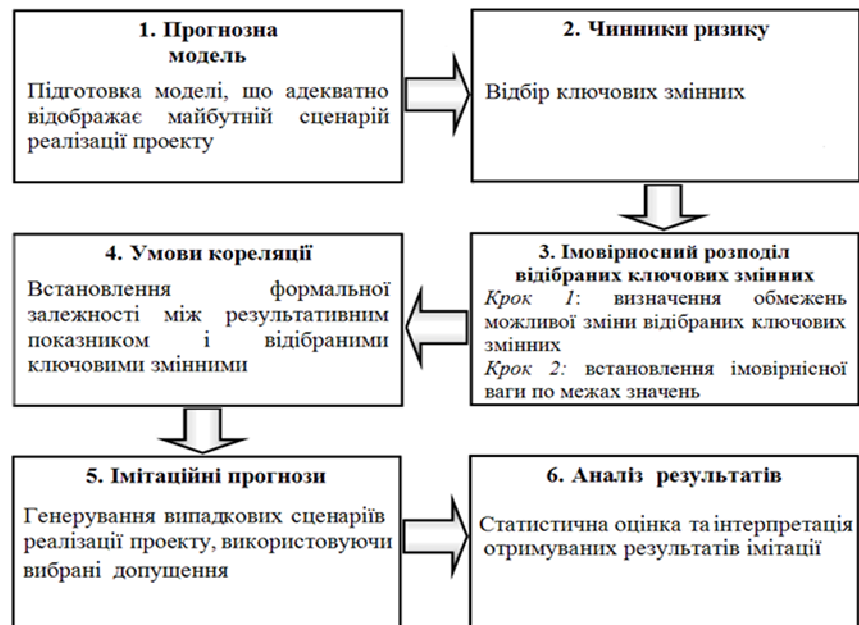


Рис. 1. Блок-схема імітаційного моделювання за методом Монте-Карло

Цей метод дозволяє побудувати математичну модель для фінансового плану з важкопрогнозованими показниками. Метою методу є визначення варіації результатів реалізації бізнес-ідеї на основі імовірнісного розподілу його ключових змінних та кореляційної залежності між ними. Його результати дають математичну оцінку

величини ризиків, стійкості до них окремих фінансових показників та ймовірності настання несприятливих подій.

Разом з тим, він вимагає відповідного інформаційного, програмного та апаратного (комп'ютерна техніка) забезпечення, що не завжди доступно підприємствам аграрної сфери. До того ж, при його використанні варто пам'ятати про принцип економічного прагматизму – витрати мають бути адекватними отриманому результату.

З огляду на відмічене, на нашу думку, для більшості агроформувань цілком доступний аналіз чутливості ключових перемінних системи фінансового забезпечення їх виробничої та інвестиційної діяльності, який дає уявлення про стійкість до впливу ризиків, пов'язаних з окремими її ключовими елементами (ціна джерел фінансування, їх структура, грошові потоки і т.п.).

Висновок. Таким чином, узагальнення результатів аналізу теорії та практики фінансової діяльності агроформувань дозволило встановити, що фінансові ресурси є джерелом ризиків, а управління фінансовими ризиками є перманентним завданням їх фінансового менеджменту. Аргументовано, що при формуванні системи управління фінансовими ризиками підприємств аграрної сфери економіки необхідно враховувати специфіку їх виробничої, інвестиційної та фінансової діяльності. Показано, що практична сторона управління фінансовими ризиками реалізується в процесі обґрунтування, ухвалення та виконання фінансових управлінських рішень. Визначено найбільш прийнятний інструментарій управління фінансовими ризиками агроформувань.

SUMMARY

The author analyzes methodology and methodological tools of financial risk management for their selection and adaptation to practical needs of financial management of farms. It is proved that during the formation of the system of financial risk management of agricultural enterprises, one should take into account the specifics of their production, investment and financial activities.

ВИКОРИСТАНІ ДЖЕРЕЛА ІНФОРМАЦІЇ

1. Борисова В.А. Страхування як засіб запобігання ризиків аграрних виробників / В.А. Борисова. – Облік і фінанси АПК. – №4, 2008. – С. 15-19. Борисова В.А. Методологічні аспекти фінансового менеджменту на підприємствах АПК. // Вісник СНАУ. Серія: Фінанси і кредит. – №2. – 2007. – С. 39-44.
2. Гудзь О.Є. Управління ризиками при реалізації власних бізнесових проектів (Ризик-менеджмент у малому та середньому бізнесі): Навч. посібник / О.Є. Гудзь, В.С. Рубцов. – К.: Планета людей, 2003. – 88 с. Гудзь О.Є. Проблеми страхування сільськогосподарських ризиків / О.Є. Гудзь // Економіка АПК. – 2004 р. – №1. – С. 73 – 77.
3. Методичні рекомендації по страхуванню сільськогосподарських культур з державною підтримкою / М.Я. Дем'яненко, О.Є. Гудзь, С.А. Навроцький. – К.: ННЦ ІАЕ, 2009. – 134 с.
4. Навроцький С.А. Соціально-економічні аспекти страхування АПК / С.А. Навроцький. – Суми: Видавництво «Довкілля», 2004. – 316 с.
5. Непочатенко О.О. Організаційно-економічні механізми кредитування аграрних підприємств (Монографія) / О.О. Непочатенко. – Умань, 2007. – 456с.
6. Страхування: підручник / Кер. авт. колективу і наук. ред. С.С. Осадець. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 599 с.
7. Ульянченко О.В. Управління проектами: навч. посібник / О.В. Ульянченко, П.Ф. Цигігал, О.В. Олійник та ін. – Х.: ХНАУ, 2010. – 522 с.
8. Чупіс А.В. Економічні ризики: поняття, сутність та класифікація. – Суми: Вісник СНАУ. Серія «Фінанси і кредит». – 2008 р. – №2. – с.423-428.
9. Вітлінський В.В. Концептуальні засади ризикології у фінансовій діяльності // Фінанси України. – 2003. – №3. – С. 3–7.
10. Давыдов С.Б. Об оценке инвестиционного риска / С.Б. Давыдов // Бухгалтерский учет, 2003. – № 8. – С. 13-16.
11. Економічна енциклопедія: у 3 т. / відп. ред. С.В. Мочерний. – К.: Вид. центр «Академія», 2002. – Т. 3. – 952 с.
12. Большой экономический словарь / под ред. А.Н. Азримиана. – 7-е изд. доп. – М.: Ин-т новой экономики, 2007. – 1376 с.
13. Лапуста М.Г. Риски в предпринимательской деятельности / М.Г. Лапуста, Л.Г. Шаршукова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 224 с.
14. Загородній А.Г. Фінансовий словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. – 2-ге вид., випр. та доп. – Львів: Вид-во «Центр Європи», 1997. – 571 с.
15. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками / И.А. Бланк. – К.: Ника-центр, 2005. – 600 с.

16. Бернстайн П. Против богов: Укрощение риска / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 400 с.
17. Марк Блауг 100 великих экономистов до Кейнса. / Пер. с англ. под ред. А.А. Фофонова. – С.-Пб.: Экономическая школа. 2008. – 352 с.
18. Ступаков В.С. Риск-менеджмент / В.С. Ступаков, Г.С. Токаренко. М.: Финансы и статистика, 2005. – 288 с.
19. Стецюк П.А. Стратегія і тактика управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств: монографія / П.А. Стецюк. – К.: ННЦ ІАЕ, 2009. – 370 с.
20. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII. – 1028 с.
21. Фабозии Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабозии; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 932 с.

Надійшла до редколегії 27 травня 2012 р.