~ ФІНАНСИ, БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ ~

УДК: 336.647/.648:005.334 **DOI: https://doi.org/10.32680/2409-9260-2026-5-342-29-38**

СУТНІСТЬ ТА ЕКОНОМІЧНИЙ ЗМІСТ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ ПІДПРИЄМСТВА: ЕВОЛЮЦІЯ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ

Баранова В. Г., доктор економічних наук, професор, завідувачка кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеський національний економічний університет, м. Одеса, Україна
e-mail: vgbaranova58@gmail.com
ORCID: 0000-0002-1724-957X

Менабдішвілі Д. Г., аспірант кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеський національний економічний університет, м. Одеса, Україна
e-mail: david.menabdishvili@gmail.com
ORCID: 0009-0008-0740-0820

Анотація. *Мета дослідження полягає у систематизації теоретичних підходів до визначення сутності та економічного змісту фінансових ризиків підприємства. Методика дослідження спирається на історичний, логічний та порівняльний методи, а також на критичний аналіз праць зарубіжних і українських дослідників. Результати дослідження: простежено рух наукової думки від класичних уявлень XVIII століття через фундаментальне найтівське розмежування ризику і невизначеності до сучасних концепцій інтегрованого ризик-менеджменту та посткризового переосмислення формалізованих моделей; виокремлено п'ять підходів до трактування фінансового ризику; запропоновано авторське визначення фінансового ризику підприємства. Практична значимість дослідження полягає у формуванні концептуальної основи для побудови класифікацій фінансових ризиків підприємства та вдосконалення інструментів оцінювання фінансових ризиків підприємств реального сектору.*
Ключові слова*: фінансовий ризик, невизначеність, ризик-менеджмент, класифікація ризиків, ризик-апетит, ISO 31000, антикрихкість.*

THE ESSENCE AND ECONOMIC CONTENT OF ENTERPRISE FINANCIAL RISKS: EVOLUTION OF THEORETICAL APPROACHES

Viktoriia Baranova, Doctor of Science in Economics, Professor, Head of the Department of Financial Management and Stock Market, Odesa National Economic University, Odesa, Ukraine
e-mail: vgbaranova58@gmail.com
ORCID: 0000-0002-1724-957X

David Menabdishvili, Postgraduate Student, Department of Financial Management and Stock Market, Odesa National Economic University, Odesa, Ukraine
e-mail: david.menabdishvili@gmail.com
ORCID: 0009-0008-0740-0820

Abstract. *Purpose. The article aims to systematize theoretical approaches to the essence and economic content of enterprise financial risk, to trace the evolution of scholarly thought, and to propose a refined definition suitable for real-sector enterprises. Method. The research draws on historical-logical and comparative methods and builds on the works of F. Knight, H. Markowitz, W. Sharpe, F. Black, R. Merton, P. Jorion, P. Bernstein, N. Taleb, R. Shiller, as well as Ukrainian scholars V. Vitlinskyi, V. Granaturov, L. Donets, O. Tereshchenko, T. Balanovska, V. Grosul, and others. Results. The evolution of scholarly thought is traced through six stages: from classical identification of risk with the threat of loss, through neoclassical utility-based analysis and Knight's fundamental distinction between risk and uncertainty, to modern quantitative methods such as portfolio theory, CAPM, VaR, options pricing, integrated frameworks codified in ISO 31000 and COSO ERM, and the post-crisis rethinking associated with the works of Taleb and Shiller. Five approaches to defining financial risk are identified and critically assessed: probabilistic, result-based, activity-based, resource-based, and integrated. Scientific novelty. A refined definition of enterprise financial risk is proposed, conceptualising it as a measurable possibility of deviation of actual financial results from the expected ones, arising from the objective uncertainty of the external and internal environment and from managerial decisions, and leading either to financial losses or to additional gains. Practical importance. The proposed definition integrates the strongest elements of existing approaches and provides a conceptual foundation for constructing classification systems and assessment tools for real-sector enterprises operating in the Ukrainian institutional context.*
Keywords*: financial risk, uncertainty, risk management, risk classification, risk appetite, ISO 31000, antifragility.*

JEL Classification: G320; D810; G300; G200

Постановка проблеми. Останнє десятиліття принесло українським підприємствам низку фінансових потрясінь, які не можна було передбачити навіть кілька років тому. Пандемія

COVID-19 перервала глобальні ланцюги постачання товарів, робіт, послуг, крім тих, що забезпечуються через мережі Інтернет. Енергетична криза 2021 – 2022 років підняла витрати більшості виробників у рази. Наступним кризовим чинником стало повномасштабне вторгнення російської федерації, яке змінило логіку ведення бізнесу у переважній більшості галузей вітчизняної економіки. За оцінками НБУ, фактичні та потенційні втрати кредитного портфеля банків внаслідок воєнних дій оцінюються на рівні 20 – 30% [1, с. 5]. У цих обставинах фінансовий ризик перестає бути абстрактною академічною категорією і стає питанням виживання.

Попри це сам предмет, тобто поняття фінансового ризику підприємства, залишається нечітко визначеним. За понад столітню історію економічних досліджень сутності ризику сформувалося щонайменше півтора десятка його визначень і жодне з них не здобуло загального визнання. Більш того, у вітчизняній літературі досі трапляється змішування фінансового ризику з близькими, але нетотожними поняттями: ризиком фінансової діяльності, підприємницьким ризиком, господарським ризиком. Така термінологічна розмитість має цілком реальні наслідки. Підприємства, які інтерпретують ризик по-різному, будують принципово різні системи управління ним, від простого лімітування операцій до складних

ERM-архітектур. І межа між ефективною та неефективною системою нерідко визначається саме тим, як на вході менеджмент відповідає на запитання «що таке ризик?».

Ця обставина робить систематизацію теоретичних підходів до фінансового ризику не тільки академічним завданням, а й передумовою практичної придатності будь-якої моделі ризик-менеджменту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Історія досліджень ризику сягає XVIII століття, коли представники класичної політичної економії вперше пов'язали прибуток із прийняттям ризикових рішень. А. Сміт, Д. Рікардо та Дж. С. Мілль трактували ризик переважно як загрозу втрат і розглядали його у межах підприємницької діяльності [2]. Неокласики, насамперед А. Маршалл та А. Пігу, ввели категорію ризику у теорію граничної корисності, що відкрило шлях до його математичного аналізу [3].

Справжнім інтелектуальним проривом стала робота Ф. Найта «Ризик, невизначеність та прибуток» («Risk, Uncertainty and Profit») (1921), у якій ризик уперше було чітко відмежовано від невизначеності за критерієм вимірюваності [4]. Методологічна сила цього розмежування виявилася такою, що навіть нині, сто років потому, найтівська дихотомія залишається точкою відліку у більшості наукових праць із теорії ризику.

Кількісний напрям сформувався у середині XX століття. Портфельна теорія Г. Марковіца (1952) запропонувала вимірювати ризик через стандартне відхилення дохідності [5]. Модель оцінки капітальних активів У. Шарпа (1964) розділила ризик на систематичний і несистематичний [6]. Формула ціноутворення опціонів Ф. Блека, М. Шоулза та Р. Мертона (1973) заклала фундамент сучасної фінансової інженерії [7]. Цей інструментарій згодом був узагальнений у працях П. Жоріона, який перетворив модель Value at Risk (вартісна міра ризику) на галузевий стандарт [8], та М. Круї зі співавторами, які систематизували корпоративний ризик-менеджмент [9]. П. Бернстайн додав до цієї традиції історичну перспективу, показавши, як сама ідея керованості ризику стала продуктом Нового часу [10].

Посткризове переосмислення 2008 року змінило акценти. Дослідник Н. Талеб у «Чорному лебеді» та «Антикрихкості» піддав жорсткій критиці моделі, побудовані на припущенні нормального розподілу, показавши, що вони системно недооцінюють саме ті ризики, які справді мають значення [11]. Р. Шиллер вказав на поведінкову природу ринкових бульбашок та ірраціональність економічних агентів [12]. Нобелівська премія Д. Канемана закріпила цей розворот у бік поведінкової економіки ризику.

Українська традиція досліджень ризику формувалася у 1990-х і 2000-х роках. Фундаментальною працею став двотомник В. Вітлінського та Г. Великоіваненко «Ризикологія в економіці та підприємництві» [13], який досі залишається найповнішим вітчизняним систематизованим викладом теорії економічного ризику. В. Гранатуров запропонував одну з найцитованіших у вітчизняній науці дефініцій економічного ризику [14].

Л. Донець розробила методику вимірювання ризиків для господарських рішень [15]. І. Івченко систематизувала методи кількісного оцінювання ризику [16].

З-поміж сучасних українських досліджень слід виокремити праці Т. Балановської, К. Драмарецької та О. Гогулі, присвячені формуванню команди ризик-менеджменту в умовах дефіциту людських ресурсів [17]; О. Терещенка й Н. Бабяк щодо фінансового контролінгу як інструменту управління ризиками [18]; В. Гросул та М. Усової щодо сутності ризику,

причин його виникнення та основних видів [19]; Н. Внукової щодо пруденційного нагляду як інституційного середовища для ризик-менеджменту [20]. Ці дослідження формують вітчизняний контекст, у який логічно вписується й пропоноване у статті систематизаційне зусилля.

Відокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми. Наявний науковий доробок, при всій його ґрунтовності, залишає кілька істотних прогалин. Передусім абсолютна більшість авторитетних визначень фінансового ризику сформульована для банків, страхових компаній та інвестиційних фондів. Перенесення цих визначень на підприємства реального сектору відбувається механічно, без урахування принципових відмінностей у структурі активів, джерелах грошових потоків, доступі до інструментів хеджування. Як наслідок, вітчизняні виробничі підприємства або користуються непридатним понятійним апаратом, або ж формують власні, часто еклектичні, визначення цього поняття.

Друга прогалина стосується самої природи ризику. Значна частина визначень, зокрема у пострадянській традиції, трактує ризик однобічно, тобто як загрозу втрат. Проте міжнародні стандарти ISO 31000 і COSO ERM уже два десятиліття наполягають на дуальному розумінні: ризик може обертатися і втратою, і вигодою. Цей концептуальний зсув, попри свою принциповість, досі не асимільований вітчизняною економічною наукою.

Крім того, бракує систематичного зіставлення п'яти основних підходів до дефініції фінансового ризику, яке дозволило б побачити, що саме кожен з них додає до розуміння, а що втрачає. Без такого зіставлення будь-яке уточнене визначення цього поняття залишатиметься довільним.

Мета дослідження. Метою статті є систематизація теоретичних підходів до визначення сутності та економічного змісту фінансових ризиків підприємства, аналіз еволюції досліджень щодо сутності фінансового ризику та розмежування між ризиком і невизначеністю у контексті фінансової діяльності для формулювання уточненого авторського визначення. Досягнення мети передбачає: реконструкцію еволюції поглядів на ризик в економічній науці; критичний аналіз дефініцій у працях зарубіжних та українських авторів; виокремлення і зіставлення основних теоретичних підходів до сутності фінансового ризику; формулювання інтегрованого визначення фінансового ризику, придатного для підприємств реального сектору.

Основний матеріал. Еволюція теоретичних поглядів на сутність фінансового ризику пройшла шість етапів. Категорія ризику формувалася в економічній науці протягом майже двох з половиною століть. За цей час вона пройшла шлях від побутового ототожнення з небезпекою до складної багатоаспектної конструкції, що поєднує кількісний та якісний виміри. Шість ключових етапів цієї еволюції схематично відображено на рис. 1.

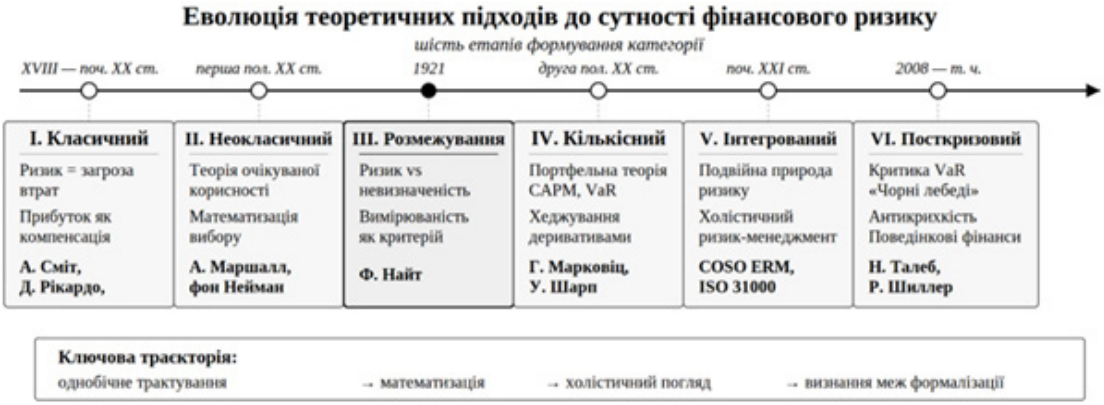


Рис. 1. Еволюція теоретичних підходів до сутності фінансового ризику
Джерело: складено авторами на основі [2; 4; 5; 6; 7; 11; 12; 21; 22]

Класична школа (XVIII, початок XX ст.) розглядала ризик у суто негативному ключі, тобто як загрозу майнових втрат, що супроводжує підприємницьку діяльність. А. Сміт у «Дослідженні про природу і причини багатства народів» (1776) пояснював прибуток підприємця, серед іншого, як компенсацію за понесений ризик [2]. Дж. С. Мілль розвинув цю ідею, ввівши у структуру підприємницького прибутку окрему «плату за ризик» [21]. Таке розуміння, хоч і однобічне, не втратило актуальності. Воно й досі лежить в основі побутового трактування ризику і значною мірою формує інтуїції практичного менеджменту.

Неокласики першої половини XX ст. перенесли аналіз ризику у площину корисності. А. Маршалл та А. Пігу показали, що поведінка економічного суб'єкта у ризикованих ситуаціях визначається формою його функції корисності [3]. Дж. фон Нейман та О. Моргенштерн у «Теорії ігор та економічної поведінки» (1944) формалізували це спостереження, заклавши математичний апарат теорії очікуваної корисності [22]. М. Фрідмен та Л. Севідж (1948) пояснили відомий парадокс, а саме: чому одна й та сама людина може купувати водночас лотерейний квиток і страховий поліс. Їхнє розв'язання, S-подібна функція корисності стали класикою [23].

Центральною подією в історії теорії ризику залишається 1921 рік, коли вийшла книга Ф. Найта. Запропоноване ним розрізнення ризику (вимірювана невизначеність з відомими імовірностями) і невизначеності (ситуації, в яких імовірності принципово невизначні) стало відправною точкою для всього наступного розвитку теорії ризику [4]. Практичне значення цього розмежування важко переоцінити. Воно пояснює, чому одні ризикові ситуації піддаються хеджуванню та страхуванню, а інші вимагають принципово інших інструментів: резервування, адаптивності, сценарного планування.

Друга половина XX ст. стала епохою кількісного моделювання. Г. Марковіц у 1952 році зробив ризик вимірюваним у статистичному сенсі, ототожнивши його зі стандартним відхиленням дохідності портфеля [5].

У. Шарп через дванадцять років розділив ризик на систематичну й несистематичну складові, що дозволило визначати справедливу ринкову премію [6]. У кінцевому підсумку, формула Блека-Шоулза-Мертона (1973) відкрила епоху деривативів як інструментарію управління ризиком [7]. Цей тріумф формалізації був настільки переконливим, що породив майже універсальне переконання: якщо ризик можна виміряти, то ним можна й управляти.

Переломом для цього переконання стала фінансова криза 2008 року. Вона показала, що навіть найскладніші моделі можуть системно недооцінювати хвостові ризики, адже припущення нормальності розподілу, яке лежить у їхній основі, не відповідає реальній динаміці фінансових ринків. Реакцією наукового співтовариства став, з одного боку, пошук когерентніших мір ризику (Expected Shortfall замість класичного VaR), а з іншого, концептуальний розворот, представлений роботами Н. Талеба про антикрихкість [11] та Р. Шиллера про ірраціональну ейфорію на ринках [12]. Нині ці ідеї формують своєрідну противагу кількісній традиції і поступово знаходять відображення у стандартах ризик-менеджменту.

Поряд з теоретичним переосмисленням відбулася й інституційна інтеграція ризик-менеджменту. Концепція COSO ERM (2004, переглянута у 2017 р.) та стандарт ISO 31000:2018 закріпили інтегрований погляд на ризик як вплив невизначеності на досягнення цілей, причому вплив потенційно двосторонній: як негативний, так і позитивний [24; 25]. Базельські угоди (Базель I, II, III) систематизували підходи до управління банківськими ризиками, задавши методологічну планку для всього фінансового сектору [26].

Слід виокремити і порівняти п'ять підходів до визначення сутності фінансового ризику. Вдалим підходом є класифікація за критеріями того, що саме вони визначають як предметну сутність ризику: імовірність, результат, діяльність, ресурс чи вплив. Систематизацію цих п'яти позицій подано у таблиці 1.

Таблиця 1

Порівняльний аналіз підходів до визначення сутності фінансового ризику підприємства

Підхід	*Сутність та змістовий акцент*	*Типові представники*	*Ключове обмеження*
Імовірнісний	Ризик є імовірністю настання несприятливої події, що призводить до фінансових втрат	Ф. Найт, П. Бернстайн, В. Вітлінський	Ігнорує величину можливих наслідків: дрібні часті втрати формально дорівнюють рідкісним катастрофам
Результатний	Ризик є мірою відхилення фактичних фінансових результатів від очікуваних, що вимірюється статистично	Г. Марковіц, У. Шарп, П. Жоріон	Потребує розвиненого ринку та значних обсягів ретроспективних даних; припускає стаціонарність рядів

Діяльнісний	Ризик є характеристикою самої діяльності в умовах вибору між альтернативами з неоднозначними наслідками	В. Гранатуров, Л. Донець	Розмиває межу між ризиком як об'єктивною категорією та процесом прийняття рішень
Ресурсний	Ризик є загрозою втрати ресурсів, недоотримання доходів або появи додаткових витрат	І. Івченко, С. Клименко	Фіксує лише негативну сторону ризику, не охоплюючи його потенційно позитивних наслідків
Інтегрований	Ризик є впливом невизначеності на досягнення цілей організації; наслідки можуть бути як негативними, так і позитивними	ISO 31000, COSO ERM	Надмірна загальність: потребує галузевої та інституційної адаптації для практичного застосування

Джерело: складено авторами на основі [4; 5; 6; 8; 10; 13; 14; 15; 16; 24; 25]

Історично перший зі строгих підходів ототожнює ризик з імовірністю настання несприятливої події. В. Вітлінський формулює його у широковживаній редакції: ризик є «об'єктивно-суб'єктивною категорією, що пов'язана з подоланням невизначеності та конфліктності в ситуації неминучого вибору» [13]. Операційна сила цього формулювання полягає у прямому виході на математичний апарат теорії імовірностей. Його слабкість виявилася ще під час кризи 2008 року: модель, що фіксує лише імовірність, але не величину наслідків, прирівнює десятки дрібних операційних помилок до одного катастрофічного краху, тоді як з погляду стійкості підприємства ці два випадки неспівмірні.

Для фінансового сектору характерний результатний підхід. Розвиток цього напряму пов'язаний передусім з портфельною теорією Г. Марковіца [5] і моделлю П. Жоріона [8], в якій ризик фіксується через Value at Risk, тобто максимальний очікуваний збиток на заданому горизонті із заданою довірчою імовірністю. Сильною стороною підходу є його операціональність: він видає конкретне число, на яке можна спиратися при ухваленні рішень щодо лімітів та резервів. Але саме ця операціональність створює і головне його обмеження. Для роботи моделі потрібні довгі ряди стаціонарних даних, яких у підприємств реального сектору зазвичай немає. Крім того, в умовах структурних зламів, як-от перехід економіки на воєнні рейки, історичні ряди втрачають прогностичну силу, а разом з ними знецінюються й побудовані на них оцінки.

У вітчизняній науковій традиції має потужне представництво діяльнісний підхід. В. Гранатуров визначає ризик як «діяльність суб'єктів господарювання, пов'язану з подоланням невизначеності в ситуації неминучого вибору» [14], а Л. Донець робить наголос на неоднозначності результатів дії [15]. Цінність такого ракурсу полягає у визнанні активної ролі суб'єкта управління. Водночас у ньому розмивається межа між ризиком як об'єктивною властивістю середовища і ризиком як результатом управлінських дій, що методологічно незручно: якщо ризик є діяльністю, то будь-який її епізод потенційно стає ризиком, а сам концепт втрачає розрізнювальну силу.

Найбільш інтуїтивно зрозумілий для практиків ресурсний підхід.

С. Клименко та О. Дуброва характеризують ризик як «можливість настання випадкової події, наслідком якої можуть бути втрати частини ресурсів, недоотримання доходів або поява додаткових витрат» [27]. І. Івченко працює у подібній логіці [16]. Головна перевага такого підходу полягає у зрозумілості: підприємство добре розуміє, що таке втрата ресурсу і скільки вона коштує. Зворотний бік, принципова однобічність. Ресурсний підхід не бачить у ризику джерела можливостей, а отже, не помічає тих ситуацій, в яких обґрунтоване його прийняття є шляхом до конкурентних переваг.

Інтегрований підхід представлено міжнародними стандартами. ISO 31000:2018 дає лаконічне і дуже широке визначення: ризик є «впливом невизначеності на цілі», причому вплив потенційно двосторонній [25].

COSO ERM (2017) акцентує стратегічний вимір: ризик розглядається у зв'язку з досягненням стратегії та створенням вартості [24]. Саме цей підхід нині є домінантним у міжнародній корпоративній практиці. Його обмеження виявляється при спробі переносу

на конкретне середовище: категорія «вплив невизначеності на цілі» настільки загальна, що для практичного застосування вимагає суттєвого доопрацювання, зокрема ідентифікації релевантних типів невизначеності та конкретизації того, що є «ціллю» для підприємства.

З. Скибінська та Е. Іщук слушно вказують, що інтеграція ризик-менеджменту у всі аспекти управління підприємством стає ключовим чинником забезпечення стійкості у невизначеному середовищі бізнесу [28].

Важливо також дослідити практичні наслідки найтівського розрізнення: ризик і невизначеність. Повертаючись до розмежування, запропонованого Ф. Найтом, слід проаналізувати його операційні наслідки.

У теоретичному плані дихотомія «ризик, невизначеність» виглядає чіткою: перше піддається кількісному оцінюванню, друге ні. На практиці межа розмитіша і саме з цього розмиття постають чи не найтиповіші помилки фінансового управління. Таблиця 2 відображає ключові відмінності категорій у контексті фінансової діяльності підприємства.

Таблиця 2

Ризик і невизначеність у фінансовій діяльності підприємства

Параметр	*Ризик*	*Невизначеність*
Вимірюваність	Імовірності результатів відомі або можуть бути оцінені	Імовірності невідомі й не можуть бути надійно оцінені
Інформаційна база	Достатня для побудови розподілу ймовірностей	Недостатня; ситуація часто унікальна
Адекватні інструменти	Хеджування, страхування, диверсифікація, лімітування	Сценарне планування, формування резервів, розвиток адаптивних можливостей
Приклади у фінансовій практиці	Валютний, процентний, кредитний ризик контрагентів	Геополітичні шоки, пандемії, кардинальні регуляторні зміни
Спосіб мислення	Раціональний вибір на основі розрахунку очікуваної вартості	Евристики, експертне судження, антикрихке проєктування

Джерело: складено авторами на основі [4; 11; 25]

Головний практичний висновок з цього розрізнення такий: інструменти, створені для роботи з ризиком, непридатні для роботи з невизначеністю, і навпаки. Підприємство, яке намагається хеджуватися від геополітичного шоку форвардним контрактом, виявляє нерозуміння природи того, з чим має справу. Так само непродуктивно застосовувати сценарне планування там, де достатньо простого статистичного аналізу ретроспективних даних. О. Терещенко влучно зауважує, що фінансовий ризик-менеджмент за своєю природою є не стільки наукою, скільки майстерністю, яка вимагає здатності розпізнати, з яким саме типом непевності ми маємо справу [18].

Водночас найтівська лінія не є абсолютною. У повсякденній практиці підприємство здебільшого працює у «сірій зоні», де імовірності відомі приблизно і спираються радше на експертне судження, ніж на статистику. Саме тому найкращі системи фінансового ризик-менеджменту поєднують формалізовані моделі з якісним аналізом, залишаючи місце і для здорової обережності перед непізнаваним.

Проведений аналіз дає підстави сформулювати уточнене авторське визначення фінансового ризику підприємства, здатне інтегрувати сильні сторони розглянутих підходів і уникнути їхніх головних обмежень.

Фінансовий ризик підприємства є вимірюваною можливістю відхилення фактичних фінансових результатів діяльності підприємства від очікуваних, що постає внаслідок об'єктивної невизначеності зовнішнього та внутрішнього середовища і управлінських рішень фінансового характеру, й що здатна спричиняти як фінансові втрати (зменшення доходів, зростання витрат, ерозії капіталу), так і додаткові фінансові вигоди.

Запропоноване формулювання задумане як інтеграційне. Від імовірнісного підходу в ньому залишається критерій вимірюваності, який відокремлює ризик від найтівської невизначеності. Від результатного підходу – ключова ідея відхилення фактичного результату

від очікуваного, що забезпечує операційну придатність визначення. Від діяльнісного підходу – визнання того, що серед джерел ризику є не лише зовнішнє середовище, а й самі управлінські рішення. Від ресурсного підходу – конкретизація можливих наслідків у фінансових термінах. І головне, від інтегрованого підходу запозичується дуальна природа ризику, яка виводить визначення з площини лише загроз у ширшу площину управління варіативністю результатів.

Три особливості визначення заслуговують окремого коментаря. Перша особливість полягає у фокусі на підприємствах реального сектору: визначення формулюється так, щоб бути придатним для виробничого, торговельного або аграрного підприємства, а не тільки для фінансової установи. Друга стосується операційної вимірюваності: відхилення фактичного від очікуваного у принципі можна обрахувати, навіть якщо для конкретного підприємства це вимагатиме розробки власної системи показників. Третя особливість, дуальність: на рівні визначення прямо визнається можливість додаткових вигод, що дозволяє говорити не тільки про захист від ризику, а й про його свідоме прийняття як елемента фінансової стратегії.

Наскільки запропоноване визначення справді відрізняється від наявних? Відповідь на це запитання містить таблиця 3, де пропонована дефініція зіставлена з найбільш цитованими формулюваннями вітчизняної та зарубіжної традиції за чотирма змістовими критеріями.

Таблиця 3

Порівняння авторського визначення з наявними дефініціями фінансового ризику

Автор / джерело	*Вимірюваність*	*Дуальна природа (втрати + вигоди)*	*Джерела ризику (зовнішні + управлінські)*	*Орієнтація на реальний сектор*
Ф. Найт [4]	так	частково	ні	ні
Г. Марковіц [5]	так	так (статистично)	ні	ні
В. Вітлінський [13]	так	ні	частково	частково
В. Гранатуров [14]	частково	ні	так	так
ISO 31000 [25]	так	так	частково	ні (універсальне)
COSO ERM [24]	так	так	так	ні (для корпорацій)
Авторське визначення	так	так	так	так

Джерело: складено авторами

Як видно з таблиці, жодна з розглянутих впливових дефініцій не охоплює одночасно всі чотири ознаки. Найтівська конструкція, будучи фундаментальною з погляду вимірюваності, не фіксує дуальної природи ризику й не враховує специфіку підприємств реального сектору. Марковіц дає потужний статистичний апарат, але в його рамках ризик є насамперед ринковою волатильністю, а не явищем корпоративного менеджменту. Вітлінський формулює цілісну теоретичну позицію, однак залишається у традиції одновимірного сприйняття ризику як загрози. Міжнародні стандарти виходять на дуальність і включають управлінські рішення у число джерел ризику, проте їхні формулювання універсальні настільки, що вимагають серйозної галузевої адаптації. Пропоноване визначення намагається закрити ці прогалини, зберігаючи стилістичну стрункість і практичну придатність.

Висновки. Проведене дослідження дозволяє сформулювати низку узагальнень, що мають як теоретичне, так і практичне значення.

Еволюція теоретичних поглядів на фінансовий ризик пройшла шлях довжиною у два з половиною століття: від одновимірного трактування ризику як загрози у класичній школі, через фундаментальне найтівське розрізнення ризику і невизначеності, до зрілого кількісного інструментарію середини XX ст. та далі до інтегрованого погляду у стандартах ISO 31000 і COSO ERM, а також до критичного переосмислення формалізованих моделей

у посткризовій літературі. Кожен з етапів додавав новий вимір розуміння, але жоден не вичерпав проблеми.

Систематизація наявних дефініцій через призму п'яти підходів (імовірнісного, результатного, діяльнісного, ресурсного та інтегрованого) дозволяє побачити, що кожен з них схоплює лише частину явища. Це робить необхідним не вибір між ними, а їх інтеграцію.

Розмежування категорій ризику та невизначеності зберігає свою практичну значущість. Воно визначає вибір інструментарію: ризик піддається формалізованим методам хеджування, диверсифікації, страхування, тоді як невизначеність вимагає сценарного планування, резервування та розвитку адаптивних властивостей підприємства.

Запропоноване авторське визначення фінансового ризику інтегрує сильні сторони п'яти підходів, враховує дуальну природу ризику і сформульоване з огляду на специфіку підприємств реального сектору. Воно може слугувати концептуальною основою для подальшої роботи у двох напрямах: побудови авторської класифікації фінансових ризиків підприємства та адаптації кількісних методів їх оцінювання до умов нефінансових суб'єктів господарювання. Обидва ці напрями й становлять перспективу подальших досліджень.

Список літератури

1. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність. Грудень 2022. Київ : НБУ, 2022. 72 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/ article/FSR_2022-H2.pdf (дата звернення 01.03.2026).
2. Smith A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. London : W. Strahan and T. Cadell, 1776. Vol. 1. 510 p.
3. Marshall A. Principles of Economics. 8th ed. London : Macmillan, 1920. 871 p.
4. Knight F. H. Risk, Uncertainty and Profit. Boston : Houghton Mifflin, 1921. 381 p.
5. Markowitz H. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952. Vol. 7. № 1. P. 77–91. DOI: https://doi.org/10.2307/2975974
6. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance.* 1964. Vol. 19. № 3. P. 425–442. DOI: https://doi.org/10.2307/2977928
7. Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. 1973. Vol. 81. № 3. P. 637–654. DOI: https:// doi.org/10.1086/260062
8. Jorion P. Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. 3rd ed. New York : McGraw-Hill, 2007. 602 p.
9. Crouhy M., Galai D., Mark R. The Essentials of Risk Management. 2nd ed. New York : McGraw-Hill, 2014. 672 p.
10. Bernstein P.L. Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. New York : John Wiley & Sons, 1996. 383 p.
11. Taleb N. N. Antifragile: Things That Gain from Disorder. New York : Random House, 2012. 519 p.
12. Shiller R. J. Irrational Exuberance. 3rd ed. Princeton: Princeton University Press, 2015. 392 p.
13. Вітлінський В. В., Великоіваненко Г. І. Ризикологія в економіці та підприємництві : монографія. Київ : КНЕУ, 2004. 480 с.
14. Гранатуров В. М. Економічний ризик: сутність, методи вимірювання, шляхи зниження : навч. посіб. 2-ге вид. Київ : Справа, 2002. 200 с.
15. Донець Л. І. Економічні ризики та методи їх вимірювання : навч. посіб. Київ : Центр навчальної літератури, 2006. 312 с.
16. Івченко І. Ю. Економічні ризики : навч. посіб. Київ : Центр навчальної літератури, 2004. 304 с.
17. Балановська Т., Драмарецька К., Гогуля О. Формування команди ризик-менеджменту підприємств в умовах дефіциту людських ресурсів. *Економіка та суспільство*. 2026. № 84. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2026-84-1. URL: https://economyandsociety.in.ua/ index.php/journal/article/ view/7587 (дата звернення 07.03.2026).
18. Терещенко О. О., Бабяк Н. Д. Фінансовий контролінг : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2013. 407 с.
19. Гросул В. А., Усова М. О. Ризик: сутність, причини виникнення та основні види. *Економічний простір.* 2021. № 176. С. 58–64. DOI: https://doi.org/10.32782/2224-6282/176-9. URL: https://prostir.pdaba.dp.ua/index.php/ journal/ article/view/1020 (дата звернення: 08.03.2026).

20. Внукова Н. М. Пруденційний нагляд у сфері фінансових послуг : монографія. Харків : Право, 2020. 432 с.
21. Mill J. S. Principles of Political Economy. London : Longmans, Green and Co, 1848. 1013 p.
22. Von Neumann J., Morgenstern O. Theory of Games and Economic Behavior. Princeton : Princeton University Press, 1944. 625 p.
23. Friedman M., Savage L. J. The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *Journal of Political Economy.* 1948. Vol. 56. № 4. P. 279–304. DOI: https://doi.org/10.1086/256692
24. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance. 2017. URL: https://www.coso.org/guidance-on-erm (дата звернення 10.03.2026).
25. International Organization for Standardization. ISO 31000:2018. Risk management – Guidelines. Geneva : ISO, 2018. URL: https://www.iso.org/ standard/65694.html (дата звернення 13.03.2026).
26. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: Finalising post-crisis reforms. Basel : Bank for International Settlements, 2017. 162 p. URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf (дата звернення 14.03.2026).
27. Клименко С. М., Дуброва О. С. Обґрунтування господарських рішень та оцінка ризиків : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2005. 252 с.
28. Скибінська З., Іщук Е. Формування моделі ризик-менеджменту у системі управління підприємством. *Економіка та суспільство.* 2024. № 61. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-61-123. URL: https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3832 (дата звернення: 15.03.2026).

References

1. National Bank of Ukraine (2022). Zvit pro finansovu stabilnist. Hruden 2022 [Financial Stability Report. December 2022]. Kyiv: NBU. Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2022-H2.pdf (accessed March 1, 2026). [In Ukrainian].
2. Smith, A. (1776). An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. London: W. Strahan and T. Cadell, vol. 1.
3. Marshall, A. (1920). Principles of Economics. 8th ed. London: Macmillan.
4. Knight, F. H. (1921). Risk, Uncertainty and Profit. Boston: Houghton Mifflin.
5. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance,* 7, 1, 77–91. DOI: https://doi.org/10.2307/2975974
6. Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19, 3, 425–442. DOI: https://doi.org/10.2307/2977928
7. Black, F., Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy,* 81, 3, 637–654. DOI: https:// doi.org/10.1086/260062
8. Jorion, P. (2007). Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. 3rd ed. New York: McGraw-Hill.
9. Crouhy, M., Galai, D., Mark, R. (2014). The Essentials of Risk Management. 2nd ed. New York: McGraw-Hill.
10. Bernstein, P. L. (1996). Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. New York: John Wiley & Sons.
11. Taleb, N. N. (2012). Antifragile: Things That Gain from Disorder. New York: Random House.
12. Shiller, R. J. (2015). Irrational Exuberance. 3rd ed. Princeton: Princeton University Press.
13. Vitlinskyi, V. V., Velykoivanenko, H. I. (2004). Ryzykolohiia v ekonomitsi ta pidpryiemnytstvi [Riskology in economics and entrepreneurship]: monohrafiia. Kyiv: KNEU. [In Ukrainian].
14. Granaturov, V. M. (2002). Ekonomichnyi ryzyk: sutnist, metody vymiriuvannia, shliakhy znyzhennia [Economic risk: essence, measurement methods, ways of reduction]: navch. posib. 2nd ed. Kyiv: Sprava. [In Ukrainian].
15. Donets, L. I. (2006). Ekonomichni ryzyky ta metody yikh vymiriuvannia [Economic risks and methods of their measurement]: navch. posib. Kyiv: Tsentr navchalnoi literatury. [In Ukrainian].
16. Ivchenko, I. Yu. (2004). Ekonomichni ryzyky [Economic risks]: navch. posib. Kyiv: Tsentr navchalnoi literatury. [In Ukrainian].
17. Balanovska, T., Dramaretska, K., Hohulia, O. (2026). Formuvannia komandy ryzyk-menedzhmentu pidpryiemstv v umovakh defitsytu liudskykh resursiv [Forming a risk management

team of enterprises in conditions of human resource shortage]. *Ekonomika ta suspilstvo*, 84. DOI: https://doi.org/ 10.32782/2524-0072/2026-84-1. Retrieved from https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/7587 (accessed March 7, 2026). [In Ukrainian].

18. Tereshchenko, O. O., Babiak, N. D. (2013). Finansovyi kontrolinh [Financial controlling]: navch. posib. Kyiv: KNEU. [In Ukrainian].

19. Grosul, V. A., Usova, M. O. (2021). Ryzyk: sutnist, prychyny vynyknennia ta osnovni vydy [Risk: essence, causes and main types]. *Ekonomichnyi prostir*, 176, 58–64. DOI: https://doi.org/10.32782/2224-6282/176-9. Retrieved from https://prostir.pdaba.dp.ua/index.php/journal/article/view/ 1020 (accessed March 8, 2026). [In Ukrainian].

20. Vnukova, N. M. (2020). Prudentsiinyi nahliad u sferi finansovykh posluh [Prudential supervision in financial services]: monohrafiia. Kharkiv: Pravo. [In Ukrainian].

21. Mill, J. S. (1848). Principles of Political Economy. London: Longmans, Green and Co.

22. Von Neumann, J., Morgenstern, O. (1944). Theory of Games and Economic Behavior. Princeton: Princeton University Press.

23. Friedman, M., Savage, L. J. (1948). The Utility Analysis of Choices Involving Risk. Journal of Political Economy, 56, 4, 279–304. DOI: https://doi.org/10.1086/256692

24. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) (2017). Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance. Retrieved from: https://www.coso.org/guidance-on-erm (accessed March 10, 2026).

25. International Organization for Standardization (2018). ISO 31000:2018. Risk management – Guidelines. Geneva: ISO. Retrieved from https://www.iso.org/ standard/65694.html (accessed April 13, 2026).

26. Basel Committee on Banking Supervision (2017). Basel III: Finalising post-crisis reforms. Basel: Bank for International Settlements. Retrieved from https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf (accessed March 14, 2026).

27. Klymenko, S. M., Dubrova, O. S. (2005). Obhruntuvannia hospodarskykh rishen ta otsinka ryzykiv [Substantiation of economic decisions and risk assessment]: navch. posib. Kyiv: KNEU. [In Ukrainian].

28. Skybinska, Z., Ishchuk, E. (2024). Formuvannia modeli ryzyk-menedzhmentu u systemi upravlinnia pidpryiemstvom [Development of risk management model in enterprise management system]. *Ekonomika ta suspilstvo*, 61. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-61-123. Retrieved from https:// economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3832 (accessed March 15, 2026). [In Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 16.03.2026
Прийнята до публікації 18.05.2026
Опубліковано онлайн 29.05.2026