

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

На правах рукопису

**ЛІХНОВСЬКИЙ ПАВЛО МИХАЙЛОВИЧ**

УДК 336.763.2:303.72

**АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Спеціальність 08.00.09 – бухгалтерський облік, аналіз та аудит  
(за видами економічної діяльності)

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник:  
**Шкарабан Степан Іванович,**  
доктор економічних наук,  
професор

**Тернопіль – 2012**

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b> .....	3
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ</b>	11
1.1. Концептуальні підходи до оцінки цінних паперів.....	11
1.2. Порівняльний аналіз стратегій інвестування в цінні папери.	36
1.3. Фундаментальний аналіз у прийнятті інвестиційних рішень	51
Висновки до розділу 1.....	64
<b>РОЗДІЛ 2. МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.</b>	67
2.1. Аналіз ситуації на зовнішньому ринку капіталу.....	67
2.2. Аналіз стану вітчизняної економіки та його вплив на динаміку фондового ринку.....	84
2.3. Загальна оцінка галузей: структура, конкуренти та фактори впливу на інвестиційну привабливість.....	103
2.4. Оцінка вартості акцій.....	118
Висновки до розділу 2.....	138
<b>РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ</b>	141
3.1. Порівняльний аналіз портфельів цінних паперів.....	141
3.2. Удосконалення методики рейтингового аналізу інвестиційної привабливості акцій як інструмент підвищення якості інвестиційного портфеля.....	169
Висновки до розділу 3.....	185
<b>ВИСНОВКИ</b> .....	187
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b> .....	191
<b>ДОДАТКИ</b> .....	215

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Сучасний розвиток економіки України значною мірою залежить від активності учасників інвестиційного процесу, успішна діяльність яких тісно пов'язана з оцінкою та прогнозуванням динаміки процесів на фондовому ринку. При цьому об'єктивно стає необхідність у достовірній інформації про сфери інвестування коштів та надійність емітентів цінних паперів із метою зниження невизначеності, послаблення впливу суб'єктивних факторів та підвищення якості інвестиційних рішень. За таких обставин неминуче підвищується роль економічного аналізу для обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних із режимом ефективного функціонування учасників ринку цінних паперів, зокрема емітентів, інвесторів, інвестиційних посередників. Засобом моніторингу державних органів, які здійснюють контроль та регулювання цієї важливої складової фінансового ринку, є аналіз фондового ринку. Його кон'юнктура свідчить про рівень ділової активності суб'єктів господарювання та напрямок розвитку економіки держави загалом.

Відповідно до мети суб'єкта аналізу, його предметом є стан розвитку об'єкта дослідження. На основі встановлення властивих йому причинно-наслідкових зв'язків можливі варіанти управлінських рішень, які спрямовані на оптимізацію власної тактики і стратегії з метою отримання позитивного результату.

Вирішення питань, пов'язаних із методикою аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, дасть змогу забезпечити суб'єктів, які приймають управлінські рішення, доречною інформацією про доцільність, ефективність та ризикованість альтернативних варіантів інвестиційних рішень. З огляду на це обрана тема дисертаційної роботи набуває особливої актуальності.

Здобутки економічної науки в цій сфері належать як вітчизняним, так і зарубіжним вченим. Питанням трактування сутності поняття "інвестиційна привабливість" присвячені дослідження А. Гайдучького, А. Єпіфанова, О. Кременя, Т. Кулініча, Н. Макарія, Л. Мамуль, Т. Момот, О. Носової. Концептуальні засади аналізу цінних паперів заклали у своїх працях Б. Грехем,

А. Дамодаран, Д. Додд, Дж. Річ, Ф. Фішер. Проблемам оцінки ризику і доходності на фондовому ринку присвячені праці Ф. Армстронга, С. Басу, Р. Банца, Ф. Блека, В. Гоцмана, С. Гросмана, К. Даніела, Н. Джегадиша, Д. Кейма, Л. Лінгфена, Б. Малкіела, Б. Мандельброта, Дж. Мута, Дж. О'Брайена, Е. Петерса, М. Рейнганума, Р. Ролла, Р. Роувенхорста, Д. Сорнетте, Дж. Стігліца, С. Тітмана, Ю. Фама, К. Френча; галузевого аналізу – М. Портера, Д. Френча. Значний вклад у дослідження теорії та практики портфельного інвестування внесли Г. Александр, В. Аньшін, Дж. Бейлі, У. Бернстайн, І. Бланк, З. Боді, А. Кейн, Г. Марковіц, А. Маркус, У. Шарп. Серед сучасних вітчизняних науковців, які внесли вагомий вклад у дослідження проблематики методики аналізу цінних паперів, варто відзначити праці Ф. Бутинця, Т. Герасименко, Л. Долінського, Ю. Коваленка, І. Лазаришиної, Є. Мниха, А. Пересади, О. Сохацької, С. Урванцевої, М. Чумаченка, О. Шевченка, О. Шеремета, С. Шкарабана, І. Яремчука, а серед зарубіжних – Т. Бердникової, М. Вайса, О. Дегтерьової, Е. Жукової, А. Іванова, Г. Кіма, Н. Коршунової, К. Криничанського, Ф. Мишкіна, Д. Сігела, В. Твардовського, М. Томсета, К. Царіхіна, А. Шапкіна, В. Якимкіна.

Незважаючи на значну розробленість цієї проблематики, питання аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів залишаються дискусійними та потребують подальшого вивчення. У сучасних умовах виникла необхідність у системному дослідженні практики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, удосконаленні відповідного інструментарію для підвищення ефективності прийняття інвестиційних рішень з позицій доходності, ризику та ліквідності.

Важливість та актуальність вказаних проблем, науково-теоретична і практична цінність їхнього вирішення зумовили вибір теми дисертаційної роботи, постановку її мети та завдань.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота є складовою науково-дослідних робіт кафедри економічного аналізу і статистики Тернопільського національного економічного університету за темами “Дослідження та розробка актуальних проблем аналізу діяльності

суб'єктів господарювання в сучасних умовах” (державний реєстраційний номер 0105U000858) і “Актуальні проблеми розвитку теорії та практики економічного аналізу” (державний реєстраційний номер 0110U001127), у межах яких автором розроблено рекомендації щодо вдосконалення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів.

**Мета і завдання дослідження.** Мета дисертаційної роботи полягає у поглибленні теоретичних засад та практичних аспектів аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, а також у розробці на цій основі рекомендацій щодо вдосконалення методики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів та формування ефективного інвестиційного портфеля.

Реалізація мети дослідження зумовила виявлення і розв'язання такого комплексу завдань:

- розкрити концептуальні підходи щодо аналізу цінних паперів, принципів оцінки їх справедливої вартості та пошуку оптимального співвідношення ризик-доходність з метою виявлення недооцінених активів;
- проаналізувати стратегії інвестування у цінні папери та з'ясувати ключовий підхід, який використовується інвесторами на практиці;
- провести узагальнення поглядів вчених щодо поняття “інвестиційна привабливість”, поглибити розуміння сутності поняття “фундаментальний аналіз” і внести уточнення в його трактування;
- здійснити аналіз ситуації на зовнішньому ринку капіталу та встановити взаємозв'язок між динамікою на світових фондових ринках та інвестиційною привабливістю вітчизняної економіки;
- проаналізувати сучасний стан економіки України для виявлення його впливу на інвестиційну привабливість вітчизняного фондового ринку;
- оцінити рівень інвестиційної привабливості галузей економіки з метою встановлення перспектив інвестування в цінні папери емітентів цих секторів;
- проаналізувати ефективність застосування коефіцієнтів  $\beta$ , P/B, P/E, P/S, P/CF, ROA, ROI, ROE для встановлення справедливої вартості цінних паперів;

- здійснити порівняльний аналіз портфелів цінних паперів з метою формування ефективного портфеля акцій;
- удосконалити методику аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для підвищення якості інвестиційного портфеля.

*Об'єкт дослідження* – цінні папери та процеси руху капіталу на фондовому ринку.

*Предмет дослідження* – теоретичні підходи та практика аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів з метою формування ефективного інвестиційного портфеля.

*Методи дослідження.* Методологічна основа дисертаційної роботи базується на діалектичному методі та системному підході до наукового пізнання аналізу цінних паперів. У процесі наукового дослідження було використано низку *методів*, серед яких найважливішими є: методи індукції та дедукції, порівняльний аналіз, метод абстракції і формальної логіки для узагальнення поглядів вчених щодо поняття “інвестиційна привабливість”, уточнення економічної сутності та змісту поняття “фундаментального аналізу”, а також історичний і логічний підхід у вивченні теорій та моделей функціонування фондового ринку; економіко-статистичні методи дослідження, аналіз та синтез, узагальнення, індукція і дедукція, порівняння, групування, спостереження при аналізі ситуації на зовнішньому ринку капіталу, стану вітчизняної економіки та фондового ринку, оцінці галузей; методи статистичних групувань, метод коефіцієнтів, метод аналогії та наукового абстрагування при дослідженні взаємозалежностей ринкової ціни акцій із результатами фінансової звітності емітентів та ефективності застосування коефіцієнтів  $\beta$ , P/B, P/E, P/S, P/CF, ROE, ROA, ROI; методи формалізації, деталізації, економіко-математичного моделювання, індексний та бальний методи, прийоми середніх та відносних величин для порівняльного аналізу портфелів цінних паперів та розробки рейтингу інвестиційної привабливості акцій. У дисертації широко використовується графічний метод для наочного ілюстрування досліджуваних явищ і процесів.

*Теоретичною основою дослідження* є фундаментальні положення світової

економічної та фінансової науки, розробки сучасних вітчизняних і зарубіжних вчених, а також провідних фахівців з питань аналізу цінних паперів та портфельного аналізу, які вміщені у монографічній, спеціальній та періодичній літературі.

*Інформаційну основу дисертації* становлять закони України, аналітичні матеріали Міжнародного Валютного Фонду, Національного банку України, Міністерства економіки України, дані Державної служби статистики України, ПАТ “Фондова біржа ПФТС”, Державної установи “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”, КУА ПрАТ “Кінто”, інформаційно-аналітичних агентств, річна фінансова звітність емітентів цінних паперів.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у системному дослідженні проблем аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для удосконалення методики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів та формування ефективного інвестиційного портфеля. У цьому контексті дослідження підпорядковане провідній ідеї, яка полягає в розробці аналітичного інструментарію для зниження ринкового та специфічного ризиків інвестування в цінні папери емітента водночас зі збереженням високого рівня ринкової доходності від вкладень у ці активи.

Найважливіші результати дисертаційної роботи, які містять наукову новизну і виносяться на захист, полягають у наступному:

*вперше:*

– розроблено методику рейтингового аналізу інвестиційної привабливості акцій, яка базується на індексній моделі надлишкової доходності CAPM та дає змогу значно підвищити якість формування ефективного інвестиційного портфеля цінних паперів. На відміну від моделі CAPM У. Шарпа, у запропонованій методиці рейтингового аналізу інвестиційної привабливості акцій конкретизовано фактори, які впливають на специфічний ризик та ринкову доходність акцій емітентів;

*удосконалено:*

– методику оцінювання інвестиційної привабливості цінних паперів, яка

полягає у комплексному врахуванні систематичного та індивідуального ризиків акцій емітента та взаємозалежності їхньої ринкової доходності від коефіцієнтів групи “ринкова ціна акцій – результати фінансової звітності емітента” (P/B, P/E, P/S, P/CF) та коефіцієнтів доходності власного капіталу (ROE, ROA, ROI) з метою підвищення якості інвестиційного портфеля;

- аналітичний інструментарій для формування ефективного інвестиційного портфеля цінних паперів на основі інвестиційних стратегій “низький P/E” та “ $\beta$ -коефіцієнт”, практика застосування яких виявила перевагу першої в роки зростання фондового ринку та ефективність застосування другої у період біржових спадів;

*дістало подальший розвиток:*

- узагальнення поглядів вчених стосовно трактування поняття “інвестиційна привабливість”, яка розглядається як інтегральна характеристика переваг та недоліків об’єкта інвестування, що дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об’єкт з позиції взаємозв’язку між доходністю та ризиками інвестування в цінні папери;

- трактування сутності поняття “фундаментальний аналіз”, що розглядається як процес дослідження ключових факторів, які впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень;

- обґрунтування необхідності проходження всіх етапів фундаментального аналізу “зверху-вниз”, зокрема виявлено чіткий взаємозв’язок між ситуацією на зовнішньому ринку капіталу, станом вітчизняної економіки, становищем у галузі, результатами діяльності емітентів цінних паперів та їхній вплив на динаміку фондового ринку;

- застосування  $\beta$ -коефіцієнта з моделі У. Шарпа для формування інвестиційних портфелів “Бета 1” та “Бета 2”, які дозволяють уникати значних системних ризиків в періоди зниження динаміки фондового ринку, а також з метою підвищення якості управління портфелем цінних паперів;



– використання коефіцієнтного методу аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів суб'єктів господарювання на основі показників, що вказують на взаємозв'язок між ринковою ціною акції та результатами фінансової звітності, а також коефіцієнтів доходності власного капіталу в дослідженні цінних паперів вітчизняних емітентів.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у тому, що сформульовані в дисертаційній роботі теоретичні положення, висновки та практичні пропозиції можуть бути використані інституційними та індивідуальними інвесторами для здійснення аналізу цінних паперів та управління інвестиційними портфелями цінних паперів, а також у навчальному процесі при викладанні дисциплін фінансово-інвестиційного спрямування.

Отримані в дисертаційній роботі результати використані у практичній діяльності ТОВ “Мережа фондових магазинів плюс” у процесі аналізу цінних паперів. При цьому взято до уваги рекомендації щодо особливостей практики застосування коефіцієнтів групи “ринкова ціна акцій / результати фінансової звітності емітента” та коефіцієнтів доходності власного капіталу в умовах вітчизняного фондового ринку (довідка № 19 від 31 січня 2011 р.). У ТОВ “КІНТО, Лтд” при оцінці цінних паперів та управлінні інвестиційними портфелями визначається рейтинг інвестиційної привабливості акцій та використовуються пропозиції автора щодо особливостей здійснення оцінки акцій вітчизняних емітентів за допомогою коефіцієнтів ROA, ROI, ROE (довідка № 23 від 31 січня 2011 р.). Окремі результати дисертаційної роботи, зокрема управління портфелями цінних паперів на базі інвестиційних стратегій “низький P/E”, “Бета 1” та “Бета 2”, використані у практичній діяльності ТОВ “Он-лайн капітал” (довідка № 461 від 28 січня 2011 р.).

Основні теоретичні положення та отримані практичні результати дисертаційної роботи впроваджені в навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-02/3012 від 06 грудня 2010 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є одноосібно виконаною науковою працею. Сформульовані у роботі науково-практичні результати,

висновки й пропозиції, що винесені на захист, одержані автором самостійно і є його науковим здобутком.

**Апробація результатів дисертації.** Основні науково-практичні положення дисертаційної роботи доповідались та обговорювались на засіданні тематичного круглого столу кафедри економічного аналізу Тернопільського національного економічного університету (м. Тернопіль, 2007 р.) та міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях: міжнародній науково-теоретичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених “Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть” (м. Тернопіль, 2004 р.); III всеукраїнській науковій конференції з фінансового аналізу студентів та аспірантів (м. Львів, 2004 р.); другій міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2005 р.); міжнародній науково-практичній Інтернет-конференції “Важелі і механізми формування сталого розвитку економіки в умовах світової глобалізації” (м. Тернопіль, 2010 р.); всеукраїнській науково-практичній Інтернет-конференції “Формування та розвиток економіки в сучасних умовах господарювання” (м. Луцьк, 2010 р.); міжнародній науковій студентсько-аспірантській конференції “Актуальні проблеми розвитку національної економіки України” (м. Львів, 2011 р.); III міжнародній науково-практичній конференції “Імперативи розвитку України в умовах глобалізації” (м. Чернігів, 2011 р.).

**Публікації.** Основні положення та результати дисертаційного дослідження опубліковано в 17 наукових працях загальним обсягом 4,89 д.а., з яких автору належать 4,85 д.а. Основні наукові результати відображені в 9 публікаціях (3,81 д.а.).

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Основний зміст роботи викладено на 190 сторінках, що містять 48 таблиць на 48 сторінках, 46 рисунків на 46 сторінках. Список використаних джерел налічує 271 найменування. Дисертація містить 59 додатків, розміщених на 92 сторінках.

## РОЗДІЛ 1

# ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

### 1.1 Концептуальні підходи до оцінки цінних паперів

Інституційні та індивідуальні інвестори, що займаються кредитним та інституційним фінансуванням з метою обґрунтованого вибору найбільш ефективного об'єкта інвестиційних вкладень, проводять аналіз інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання або емітованих ним цінних паперів. Дослідження у сфері аналізу інвестиційної привабливості економічних суб'єктів здійснюються вже тривалий час. У зв'язку із застосуванням різних підходів вони є різноманітними за змістом та критеріями оцінювання. В економічній літературі поняття сутності та основних підходів до аналізу інвестиційної привабливості розглядалися у низці робіт вітчизняних та зарубіжних дослідників, зокрема А. Бандурина, І. Бланка, С. Буткевича, А. Гайдуцького, А. Дука, Л. Дядечко, А. Єпіфанова, Я. Задорожної, В. Захожай, М. Кота, О. Кременя, В. Куберка, Т. Кулініча, Н. Макарія, Л. Мамуль, Т. Момот, О. Носової, Т. Чернявської [1-15]. Аналіз цих літературних джерел свідчить про існування різних підходів щодо тлумачення сутності поняття “інвестиційна привабливість” з позиції інвестора.

Я. Задорожна та Л. Дяченко вважають, що інвестиційна привабливість – це не тільки фінансово-економічний показник, а модель кількісних та якісних показників – оцінок зовнішнього середовища (політичного, економічного, соціального, правового) та внутрішнього позиціонування об'єкта у зовнішньому середовищі, оцінка його фінансово технічного потенціалу, що дає змогу варіювати кінцевий результат [7]. На думку вченого Т. Момота категорія “інвестиційна привабливість” свідчить про рівень задоволення фінансових, виробничих, організаційних та інших вимог чи інтересів інвестора щодо конкретного об'єкта, яке може визначатися чи оцінюватися значеннями

відповідних показників, у тому числі інтегральної оцінки [9]. Т. Кулінич вважає, що інвестиційна привабливість – це характеристика доцільності щодо інвестування в термінах здійснення інвестиційної діяльності з максимальним ефектом за мінімальних витрат [11]. Н. Макарій вбачає в ній справедливу кількісну та якісну характеристики зовнішнього та внутрішнього середовища об'єкта потенційно можливого інвестування [6]. О. Носова розглядає поняття “інвестиційна привабливість” як узагальнену характеристику переваг та недоліків об'єкта інвестування, вважає що це індикатор, показники якого дозволяють зробити висновки потенційним інвесторам про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об'єкт [9]. А. Дука розглядає поняття “інвестиційна привабливість” як інтегральну характеристику окремих елементів як об'єктів майбутнього інвестування з позиції перспективності їх подальшого функціонування і розвитку [10]. В. Захожай та М. Кіт поділяють думку, що поняття “інвестиційна привабливість” є узагальнюючою характеристикою окремих напрямів і об'єктів з позиції конкретного інвестора [12]. О. Кремень та В. Куберка виділяють два підходи до “інвестиційної привабливості” – з позицій інвестора та з прив'язкою до об'єкта [13]. А. Єпіфанов під поняттям “інвестиційна привабливість” розглядає справедливі кількісні та якісні інтегральні характеристики внутрішніх та зовнішніх можливостей об'єкта потенційного інвестування залучати та використовувати інвестиційні ресурси з метою розвитку і забезпечення максимізації економічного ефекту суб'єктам інвестування при мінімальному інвестиційному ризику [15].

В результаті дослідження існуючих підходів щодо трактування сутності поняття “інвестиційна привабливість” встановлено, що більшість авторів розглядають її як характеристику фінансово-господарської та управлінської діяльності суб'єкта господарювання, перспектив його розвитку й можливостей залучення інвестиційних ресурсів. Однак, такий підхід є частково обмеженим, оскільки не враховує зовнішні умови функціонування суб'єкта господарювання-емітента цінних паперів, що визначають інвестиційний клімат, а саме: привабливість на мезоекономічному рівні, стан руху грошових коштів та можливі

інвестиційні ризики. При цьому інвестиційна привабливість є загальною характеристикою переваг та недоліків інвестування окремих напрямків й об'єктів з позиції конкретного інвестора.

Загалом постійні дискусії стосовно сутності поняття “інвестиційна привабливість” пояснюються тим, що кожен з учасників процесу інвестування вкладає в інвестиційну привабливість свій зміст та розуміння. Головна суть інвестиційної привабливості полягає в реалізації стратегії отримання максимального прибутку або іншого ефекту від вкладеного капіталу.

Для оцінки інвестиційної привабливості використовуються різноманітні методики, що дозволяють визначити її на макро-, галузевому, регіональному рівнях, а також на рівні підприємства. В основному виділяють два основні підходи для оцінки інвестиційної привабливості.

Відповідно до першого підходу проводиться індивідуальна оцінка параметрів інвестиційного потенціалу й інвестиційного ризику, що дозволяє найбільш повно визначити значущість даних чинників при реалізації інвестиційного проекту [5, с. 88].

Інвестиційна, як і будь-яка економічна діяльність, об'єктивно пов'язана з ризиками. Система чинників, що характеризують інвестиційні ризики, зрештою може бути зведена до оцінки загальних умов господарювання в економіці. Чим більше сприятлива інвестиційна привабливість, тим менше ризик і навпаки. Економетричні дослідження підтверджують відсутність кореляційної залежності між окремими складовими поняття “інвестиційна привабливість” і розміром інвестиційного ризику.

Інший підхід, який застосовується для оцінки інвестиційної привабливості, ґрунтується на вивченні інвестором співвідношення прибутковості й ризику, а також їх взаємозв'язку [3, с. 44].

В економічній літературі широко визнаний підхід І. Бланка до оцінки інвестиційної привабливості окремих компаній. Він ґрунтується на визначенні послідовності етапів вивчення інвестиційного ринку при розробці стратегії інвестиційної діяльності й формуванні ефективного інвестиційного портфеля [2].

А. Гайдуцький пропонує використовувати метод порівнянь, який має охоплювати такі основні складові інвестиційного процесу: порівняння між об'єктами інвестування, між суб'єктами інвестування (інвесторами) та між умовами інвестування (чинниками інвестиційної привабливості) [4, с. 123]. На його думку для порівняння між об'єктами й умовами інвестування може бути використано матричний метод підготовки вихідних даних. За вертикаллю розташовують об'єкти інвестування, а за горизонталлю - показники, які характеризують умови інвестування, а точніше, чинники інвестиційної привабливості об'єктів інвестування. По кожному з напрямів інвестиційної привабливості для її кількісного виміру і оцінки необхідно сформулювати систему відповідних показників. За основу слід брати як об'єктивні статистичні дані, так і суб'єктивні вимоги інвесторів, забезпечення яких є важливою умовою високої іміджевої оцінки інвестиційної привабливості галузі чи регіону [4, с. 125].

Узагальнюючи дискусію, відзначимо, що ми поділяємо погляди О. Носової стосовно трактування поняття “інвестиційна привабливість”, яке розглядається як узагальнена характеристика переваг та недоліків об'єкта інвестування, яка дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об'єкт. Загалом у дослідженні акцентується увага на вивченні цього поняття з позиції взаємозв'язку між доходністю та ризиками інвестування в цінні папери.

Загалом відзначимо, що у вітчизняних наукових дослідженнях практично немає системних розробок з аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів. В основному дослідження стосуються економіки, регіону або підприємства. Таким чином, ще не сформовано загального підходу щодо розробки методів та критеріїв оцінювання інвестиційної привабливості цінних паперів. Ступінь теоретичної та методологічної розробки цієї проблематики не задовільняє повною мірою потреби потенційних інвесторів, особливо в сучасних умовах становлення та розвитку фондового ринку в Україні, актуалізації схем здійснення фінансових інвестицій. Це зумовлює необхідність в оцінці ринкової вартості суб'єктів господарювання та емітованих ними цінних паперів.

Значення фінансових інвестицій на сучасному етапі розвитку економіки зростає по мірі активізації фінансового ринку та накопичення досвіду роботи з фінансовими активами.

Фінансове інвестування здійснюється у таких основних формах вкладень капіталу:

1. У статутні капітали спільних підприємств.
2. У прибуткові види грошових інструментів.
3. У прибуткові види фондових інструментів.

Вдалим є інвестування у прибуткові види фондових інструментів. Йдеться про вкладення капіталу у різноманітні види цінних паперів, які вільно обертаються на фондовому ринку.

Відповідно до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” в Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів [16]:

- 1) пайові цінні папери (акції, інвестиційні сертифікати, сертифікати ФОН);
- 2) боргові цінні папери (облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання України, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі);
- 3) іпотечні цінні папери (іпотечні облігації, іпотечні сертифікати, заставні);
- 4) приватизаційні цінні папери;
- 5) похідні цінні папери;
- 6) товаророзпорядчі цінні папери.

У даному дослідженні проведено аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів на прикладі звичайних акцій.

Акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств, і законодавством про

інститути спільного інвестування [16].

Основним показником акції є ціна, яка може бути: номінальною, емісійною, ринковою, балансовою або ліквідаційною.

У дослідженні основну увагу приділено аналізу ринкової ціни акції, оскільки вона дає змогу оцінити рівень її справедливої вартості. Ринкова ціна на фондовій біржі показує оцінку ринком ефективності господарської діяльності емітента акцій, але не завжди відображає справедливу вартість активу. Тому в практичній діяльності використовуються різноманітні підходи та методи аналізу цінних паперів. Для цього розроблено відповідний інструментарій, вибір якого визначається конкретними потребами інвестора.

Основа інвестування – наукові підходи. Потреба у використанні наукових методів особливо зростає при створенні комп'ютерних банків даних та вдосконаленні техніки кількісного аналізу. За таких умов кількість змінних цінного паперу, з якими доводиться мати справу аналітику, виявляється майже нескінченною. Тоді ключовою під час прийняття інвестиційного рішення залишається інтуїтивна складова, адже поточна інвестиційна привабливість окремих цінних паперів є суб'єктивною, відносною та мінливою.

Інвестиційна привабливість акцій для інвестора залежить насамперед від фінансового стану емітента акцій, а також дивідендної політики. Однак значний вплив на перспективи розвитку емітента має ситуація у світовій економіці, стан та перспективи вітчизняної економіки та галузі. Тому прийняття інвестиційних рішень можна розглядати як єдиний процес, в якому особливу роль відіграє аналіз цінних паперів. Місце аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів у ньому полягає у виокремленні недооцінених або помірно оцінених акцій, від володіння якими, як очікується, буде одержано певну вигоду.

Перед кожним, хто планує інвестувати кошти в цінні папери, виникає перша проблема: як із тисячі акцій десятків галузей економіки обрати ті, що заслуговують ретельного аналізу з метою їх подальшого відбору і придбання. Цікавою особливістю є те, що необхідно прийняти рішення про виключення зі списку досліджуваних об'єктів інвестування таких, які через певний період здатні



забезпечити прийнятну доходність. “Прийняття інвестиційного рішення схоже на формулювання наукової гіпотези та представлення її на суд практики” [17, с. 367].

Пошук оптимального співвідношення ризик-доходність є важливим інвестиційним завданням. Інвестор при цьому повинен встановити прийнятну величину ризику, яка залежить від інвестиційних цілей, особистого доходу та інших факторів.

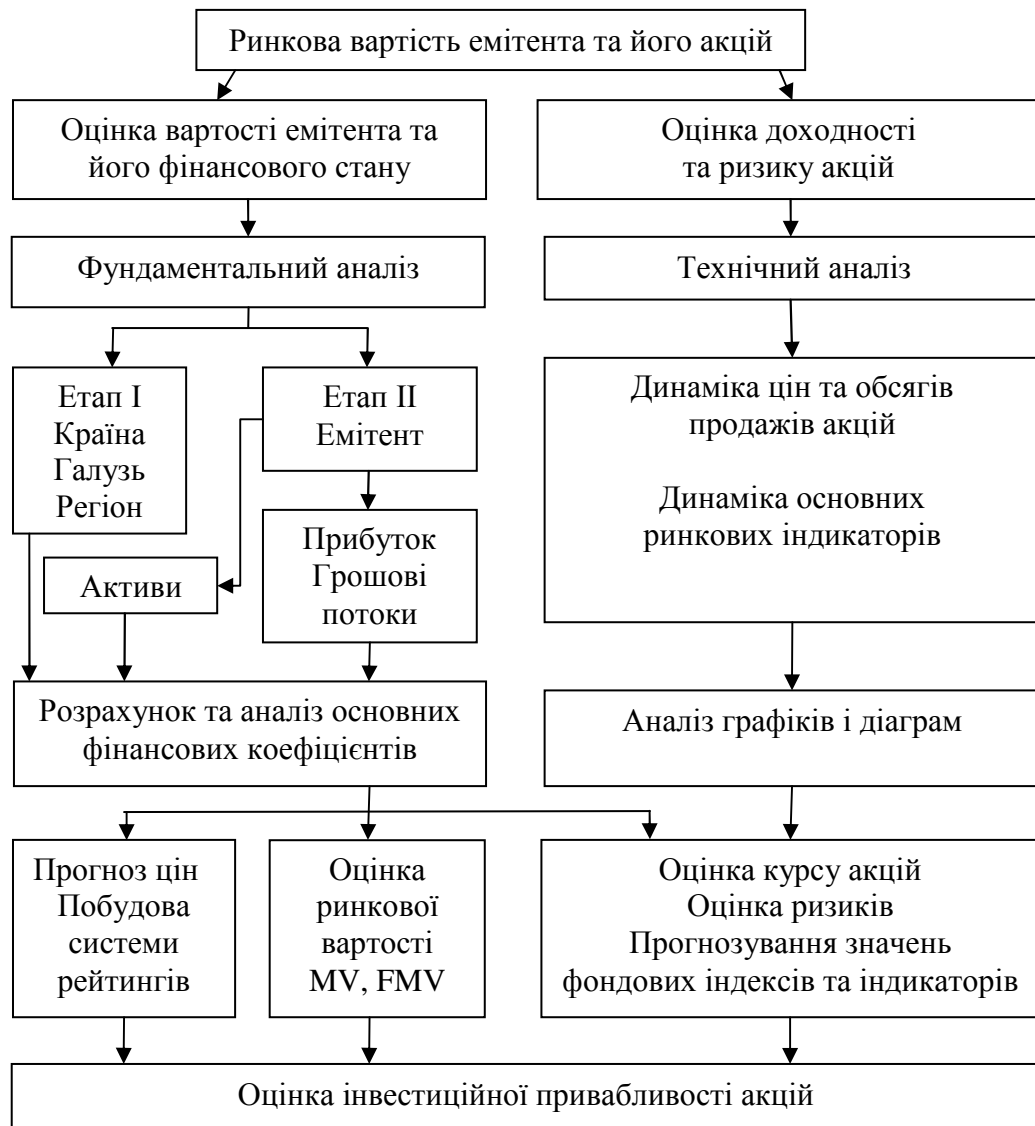
З цього аналізу виникає важливе питання: як знизити ризики інвестування в окремий фінансовий актив та досягнути прийнятної рівня доходності ?

Ступінь, до якого інвестори готові вкладати свої гроші в акції, залежить від їх схильності до ризику або прагнення уникнути ризику. Абсолютно очевидно, що інвестори не схильні до ризику тоді, коли премія за ризик дорівнювала б нулю, адже навряд чи вони інвестували б свої гроші в будь-які акції. Тому принаймні теоретично, а ще більше практично, будь-які акції завжди повинні передбачати позитивну премію за ризик, яка спонукатиме не схильних до ризику інвесторів тримати у себе акції замість того, щоб вкладати всі свої гроші в безризикові активи [18, с. 257].

Класичні методи оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування цін на його акції базуються на двох принципово відмінних підходах – фундаментальному та технічному (рис. 1.1).

Фундаментальний аналіз базується на інтерпретації показників діяльності емітента акцій у зовнішньому середовищі (економічна та політична ситуація, законодавство, кон'юнктура ринку та інше). Він складається з двох ключових стадій: аналіз загальної ситуації в країні, галузі або регіоні та аналіз емітента акцій, його фінансового стану і результатів діяльності на ринку.

Технічний аналіз є використанням циклічних та прогнозованих моделей коливання курсів акцій для одержання прибутків від купівлі-продажу акцій. Він базується на вивченні минулих коливань курсів акцій, на відміну від фундаментальних факторів майбутньої доходності емітента. Технічні аналітики вважають, що дані про минулі коливання курсу акцій та обсягів продажу є індикаторами майбутніх коливань курсу.



**Рис. 1.1. Алгоритм оцінки вартості емітента та його акцій за фундаментальним та технічним підходами [19, с. 195]**

Аналізуючи основи технічного аналізу, привертають увагу суперечності між фундаментальним та технічним підходами, а також ідея таких ринків капіталу із раціональними та поінформованими учасниками ринку, які ефективно функціонують [20 – 28]. Прихильники технічного аналізу не заперечують цінність фундаментального аналізу. Більшість із них переконана, що в підсумку ціни акцій можуть наблизитись до значень, які визначаються фундаментальним підходом. Однак вони переконані, що зміни курсу акцій на основі базових ринкових факторів можна з'ясувати до їх графічного відображення, а основоположні ринкові тенденції можуть бути порушені під впливом ірраціональних факторів.

К. Лін відзначає, що суперечки між прихильниками технічного та фунда-

ментального аналізу тривають вже багато років. І до сьогодні немає єдиної думки. Вона підкреслює, що необхідно застосовувати обидва підходи, оскільки серйозні економічні, соціальні та політичні події можуть спровокувати цінові коливання, які не може спрогнозувати технічний аналіз, – наприклад, прориви або зворотній тренд. Але за допомогою технічного аналізу можна пояснити коливання, які фундаментальний аналіз пояснити не може, – наприклад, супротив у трендах [23, с. 57].

С. Шкарабан акцентує увагу на тому, що для оцінки ризику і доходності окремих цінних паперів необхідно мати відповідні знання про фінансові ринки і принципи оцінки вартості майна підприємства (об'єднання) [29, с. 97]. Погоджуючись з таким твердженням, важливо розглянути основні теорії та моделі, що описують діяльність фінансових ринків для пошуку оптимального співвідношення ризик-доходність: гіпотеза ефективного ринку, теорія випадкових блукань, портфельна теорія, цінова модель ринку капіталу.

Гіпотеза ефективного ринку є основоположною теорією у світовій економічній думці, прийнятою для пояснення взаємодії інформації та цін на фондовому ринку. Згідно з цією концепцією, вартість цінних паперів на фінансових ринках відображає всю доступну інформацію, а ринкові очікування відносно майбутньої вартості цінних паперів – раціональні [30, с. 203].

Теорія ефективного ринку базувалась на дослідженнях М. Кендалла. Так, у 1953 році, вивчивши поведінку цін на ринку акцій за допомогою статистичних методів, він зробив висновок, що вони можуть раптово змінюватись, не підкоряючись економічним законам, а тому ірраціональні [18, с. 409].

Важливу роль у формуванні теорії ефективного ринку відіграла праця Дж. Мута. Він розробив так звану теорію раціональних очікувань. Формулювання теорії таке: очікування збігаються з оптимальними прогнозами (найкращими зі всіх можливих оцінок майбутнього) при умові використання всієї наявної інформації. Ціни акцій, які прогнозують на основі цієї теорії, залежать від очікувань економічних суб'єктів з приводу майбутніх грошових потоків. Теорія

вказує на те, що немає жодного сектора економіки, у розвитку якого очікування не відігравали б вирішальну роль [31].

Тому, вивчаючи закономірності формування очікувань на фінансових ринках, вчені-економісти зробили висновок, як і автор теорії раціональних очікувань, – очікування на фінансових ринках збігаються з оптимальними прогнозами при використанні всієї доступної інформації.

З припущення про обґрунтовані очікування інвесторів виходить, що розподіл результатів вказаного явища, очікуваний учасниками ринку, збігається з реальним. Якщо підсумовувати припущення про раціональність інвесторів та про обґрунтованість їх очікувань, то виходить, що учасники ринку миттєво та правильно оцінюють як інформацію, що стосується конкретного ринку, так і стан економіки в цілому.

Спочатку теорія допускала, що ціни відображають всю інформацію, доступну учасникам ринку. Щоб зробити теорію більш практичною, Ю. Фама визначив деякі обмеження в доступі до інформації та виділив три форми ефективності: слабку, напівсильну та сильну [32]. Якщо поточні ринкові ціни відображають всі відомі історичні дані про ціни та обсяги торгів, то ринок характеризується “слабкою формою” ефективності і, таким чином, самостійний технічний аналіз не зробить інвестора успішнішим. Якщо вся доступна для учасників ринку інформація відображена в цінах, то ринок характеризується “напівсильною формою” ефективності. В цьому випадку самостійний фундаментальний аналіз не дасть інвесторові нових ідей. Нарешті, якщо ціни відображають всю інформацію, включаючи інсайдерську, і навіть інвестори, що мають доступ до такої інформації, не можуть одержати доходи, то можна стверджувати, що ринок має “сильну форму” ефективності. Тому на кожному рівні доступу до інформації неможливо отримувати дохід, що перевищує середній дохід по ринку.

Прихильники теорії ефективного ринку вважають, що вона залишається основною, оскільки не має альтернатив. Також вони підкреслюють: внесок поведінкових фінансів доречний для пояснення обмежень, що накладаються

інститутами на абсолютність механізму арбітражу. При цьому прихильники теорії ефективного ринку вважають, що поведінкові схильності людей не такі важливі, оскільки балансують один одного [33].

Доказами на користь ефективності ринку є такі факти:

- інвестиційні радники та пайові фонди не можуть обіграти ринок [34 – 38];
- публікація відомої інформації про успіхи компанії не приведе до зростання цін на її акції [39; 40];
- поведінка котирувань акцій може бути випадковою [32];
- прогнози технічних аналітиків нічим не кращі за прогнози фінансових аналітиків – в середньому вони не можуть перевершити ринок [41 – 43].

Проте є публікації, в яких підкреслено позитивні аспекти технічного аналізу [44].

Перші емпіричні докази справедливості гіпотези ефективного ринку були настільки переконливими, що видатний економіст Ю. Фама у 1970 році заявив, що докази на користь цієї моделі незліченні і важко знайти факти, що суперечать їй [32].

В останні десятиріччя виявлено низку так званих аномалій гіпотези ефективного ринку. Емпіричні факти також показують, що гіпотеза не завжди себе виправдовує. Серед досліджених аномалій ринку слід відзначити такі: ефект малих фірм, ефект Р/Е, січневий ефект, ефект маловідомих фірм, надмірна реакція ринку, надлишкові коливання, ефект зміни знаків, реакція на нову інформацію, коефіцієнт “балансова вартість акції / ринкова вартість акції”, загадка Value Line, біржові крахи. Деякі із аномалій розглянемо детальніше.

Першу аномалію Р. Банц назвав ефектом “малих фірм” [45]. Він дослідив, що ставки доходності знижуються при збільшенні відносного масштабу фірми, вимірюваного ринковою вартістю емітованих нею акцій. Наступні емпіричні дослідження виявили, що акції малих фірм демонстрували навіть наддоходність із врахуванням ризику протягом довготривалого періоду [46 – 49].

С. Басу дослідив, що портфелі з низькими показниками коефіцієнта “Р/Е

(ціна/прибуток)” характеризуються більш високими значеннями середньої доходності, ніж портфелі акцій з високим коефіцієнтом P/E. Цей ефект P/E зберігається навіть у випадку, коли в ставку доходності вноситься поправка на значення  $\beta$  портфеля [50; 51].

Наступна аномалія – явище значного зростання цін на акції в період з грудня по січень протягом багатьох років. Останніми роками цей так званий “січневий ефект” послабшав стосовно акцій великих емітентів, але характерний для акцій невеликих фірм [52].

Дослідження Д. Кайма, М. Райнганума, М. Блума і Р. Стамбауфа показали, що ефект “малої фірми” практично повністю проявляється в перші два тижні січня, тобто ефект масштабу насправді є ефектом “малої фірми у січні” [47, 53, 54]. А. Арбел та П. Стребел наводять ще одну інтерпретацію “ефекту малих фірм”. Оскільки дрібні емітенти, зазвичай, випадають з поля зору великих інституційних інвесторів, інформація про них менш доступна. Цей дефіцит інформації призводить до більших ризиків інвестування в ці фірми, що означає вищі ставки доходності. В результаті зростання доходності діяльність цих емітентів опиняється під контролем інституційних інвесторів, що приводить до необхідності зростання кількості та якості інформації для їх оцінки [55]. Відомо, що інвестори переважно не купують “безіменних” акцій, якщо відсутні перспективи одержання високих ставок доходності.

Дослідження впливу ліквідності на доходність акцій Я. Аміхуда та Х. Мендельсона можна віднести як до “ефекту малих фірм”, так і “ефекту маловідомих фірм” [56]. У своїй праці автори стверджують, що інвестори, як компенсацію за інвестування в менш ліквідні акції, вимагають премію у вигляді підвищених ставок доходності. Відповідно до їхньої гіпотези існують підтвердження того, що акції таких емітентів демонструють сильну тенденцію до аномально високих ставок доходності з врахуванням поправки на ризик. Проте на практиці використовувати ці ефекти непросто, а вплив торгових витрат може звести до нуля отримання надприбутків.

Ще одне відхилення від гіпотези – надмірна реакція ринку. Ціни акцій мо-

жуть занадто сильно реагувати на повідомлення у фінансових новинах, а коректування помилок ціноутворення відбувається дуже повільно [57]. Коли надходять повідомлення про різке зростання (або значне падіння) доходів емітента, ціни акцій можуть підскочити надто високо (або впасти занадто низько), а на повернення до нормального рівня минає кілька тижнів. Це суперечить гіпотезі ефективного ринку.

Надлишкові коливання, як феномен, пов'язані із надмірною чутливістю ринку. Коливання цін акцій можуть значно перевищувати коливання їх фундаментальних значень. Вчений-економіст Р. Шіллер підтвердив, що коливання індексу S&P 500 можуть не збігатися з коливаннями дивідендів акцій, за якими розраховують індекс [58]. З часом висновки Р. Шіллера були неодноразово покритиковані прихильниками технічного аналізу. Проте його праця, окрім відкриття закономірності, що ціни закритого фондового ринку стійкіші, дозволила дослідникам дійти до спільного висновку: ціни фондового ринку керуються не тільки фундаментальними ринковими факторами [59].

Ряд досліджень наводять факти наявності певної інерції курсів акцій на коротких часових відтинках (менше одного року). Інші дослідження свідчать про те, що на більш довгострокових періодах екстремальні показники ринку цінних паперів зазвичай змінюються протилежним за знаком: акції, які останнім часом демонстрували високу доходність, потім демонструють доходність нижче середньої по ринку, тоді як доходність акцій-аутсайдерів з часом стає вище середньої по ринку. Ця аномалія була названа “законом чергування” або так званим “ефектом зміни знаків” [60; 61]. Дослідження, проведені Н. Джегадишом та Ш. Тітманом, свідчать, що акції на середньостроковому періоді часу не завжди демонструють коливання цін за “законом чергування” [62]. На сьогодні єдиної думки з цієї проблеми немає, а факти залишаються предметом дискусій.

Згідно з теорією гіпотези ефективного ринку, ціни акцій швидко реагують на нову інформацію. Проте ряд досліджень засвідчують зовсім протилежне – ціни акцій не миттєво реагують на повідомлення про зміну доходів емітентів. Ціни акцій в середньому продовжують деякий період часу знижуватися після

несподіваного повідомлення про зростання доходів (або зростати – після оголошення про зниження доходів) [63; 64].

Питання ефективності ринків завжди викликало бурхливі суперечки, враховуючи практичне значення, котре ринкова ефективність має для інвестиційного менеджменту та досліджень.

Хоча ринкову ефективність можна протестувати багатьма способами, двома найпопулярнішими тестами на ефективність є аналіз подій (вивчають реакцію ринку на інформаційні події) і портфельний аналіз (досліджують доходність портфелів, створених на основі спостережень певних характеристик). Тут інвестору необхідно виявити пильність, оскільки будь-як – навмисно або ні – може закрастись упередженість і призвести до необґрунтованих висновків, або ще гірше – до невиправданих інвестиційних стратегій.

Існують вагомі докази наявності аномалій у поведінці ринку відповідно до таких систематичних факторів впливу, як розмір емітента, мультиплікатори “ціна/прибуток” і “ціна/балансова вартість”, а також періоди часу (наприклад, ефекти січня та вихідних). Ці аномалії також можуть стати прикладом неефективності ринку. Однак професійні менеджери, які здатні використовувати цю неефективність, знають, що не так вже просто регулярно перегравати фінансові ринки. Існування аномалій і нездатність управляючих капіталом випередити ринок, з одного боку, є добрим свідченням розриву між емпіричними тестами на папері та реальним управлінням фінансовими коштами, а з іншого – підтвердженням неефективності моделей, що пов’язують між собою ризик і доходність [65, с. 195].

Технічні аналітики активно критикують теорію. Їхнє спростування гіпотези ефективного ринку побудоване на тому, що чимало інвесторів засновують свої прогнози на історичних даних про поведінку цін, доходність та інші статистичні показники, а також дані різного роду індикаторів. Оскільки гіпотеза стверджує, що ціни багато в чому відображають очікування інвесторів, то згідно з нею – історичні ціни і визначатимуть майбутні ціни.

Теорія ефективного ринку є цінною методологічною базою саме для недо-



свідчених інвесторів, якою описуються основні взаємозв'язки на ринку. Оскільки на ринках відбувається постійна переоцінка вже відомого, яка розшаровує учасників ринку на досвідчених та менш досвідчених, перші одержують можливість отримувати вище середнього рівня доходи завдяки другим. Зазвичай вони швидше і точніше реагують на ринок, а також швидко знаходять алгоритми прибуткової діяльності. Для них теорія ефективного ринку не має цінності.

Незалежно від рівня досвіду та успішності учасників ринку, вони постійно шукають моделі, які б допомогли їм передбачати майбутнє, а не тільки описували минуле або доводили, що в майбутньому отримати вище за якусь середню доходність на будь-яких інструментах (в основному на акціях) буде складно. Гіпотеза ефективного ринку точно зважує вплив нової інформації на зміну співвідношення всіх елементів, визначає ціну за ризик процентної ставки з нульовою бетою та передбачає коефіцієнт ризику активів та емітентів і, отже, – динаміку ринку. Тоді ціни миттєво будуть перетворюватись на оптимальні. Така теорія стане уособленням теорії ефективного ринку. Але чи зможе вона передбачити реакцію ринку на емоційні ситуації – такі, як “тюльпаноманія”, “бум інтернет-компаній”, “11 вересня” і т. п., тобто ситуації, що не мають доведеного фінансово-економічного обґрунтування [66 – 69]. Зміни у психології менеджменту та споживачів унаслідок таких подій змінюють економічні пріоритети та цінності суспільства, а отже, – модель повинна переналаштовуватись. Інакше вона буде здатна тільки на твердження, що в довгостроковій перспективі доцентрова тенденція призведе всі аномалії до середнього значення. Це твердження влаштовує тільки тих інвесторів, які володіють фінансовими ресурсами, не обмеженими ні в кількості, ні в часі. Оскільки такі інвестори складають лише незначний відсоток від інвестиційного співтовариства, то подібний прогноз не має практичного значення.

Згідно з гіпотезою ефективного ринку, можна зробити висновок: щоразу купуючи або продаючи будь-який актив, інвестор стає учасником гри, а не інтелекту. Якщо ринки є ефективними та публічними, то це означає, що поточні ціни завжди показують, що відбувається, тому здійснити операцію за “дешевою”

ціною просто неможливо.

Наступна теорія – “теорія випадкових блукань”, яка набула популярності у 1973 році після виходу у світ книги Б. Малкієла “A Random Walk Down Wall Street”. Ця теорія стверджує, що жодні дані про розмах та спрямованість цінових рухів як окремої акції, так і фондового ринку в цілому не можуть бути використані для прогнозування майбутніх цінових рухів цієї акції. Спочатку ця теорія, висунута М. Кендаллом в 1953 році, також припускає, що цінові коливання акцій незалежні один від одного та мають однаковий розподіл ймовірності, але при цьому в довгостроковому періоді демонструють висхідний тренд [18, с. 409].

Конкретніше: “теорія випадкових блукань” стверджує, що поведінка цін акцій випадкова та непередбачувана. Акція має рівні шанси як зрости, так і знизитись в ціні. Прихильники цієї теорії вірять у неможливість перевершити середньоринкові показники, не приймаючи на себе додатковий ризик. У своїй праці Б. Малкієл заявляє, що технічний та фундаментальний аналізи більшою мірою є марною тратою часу, оскільки з їх допомогою перевищити середньоринкові показники неможливо. Він стверджує, що довгострокова стратегія “придбання та утримання” є оптимальною, і що індивідуальним інвесторам не варто намагатися вгадати вдалі моменти входу на ринок і виходу з нього. Рішення, засновані на висновках технічного, фундаментального або будь-якого іншого аналізу, виявляться безрезультатними. Свої заяви він підтверджує статистикою показників пайових фондів, більшості з яких не вдалося перевершити такий середньоринковий індикатор, як індекс S&P 500 [70].

Хоча багато хто досі поділяє погляди Б. Малкієла, проте, за період понад тридцять років інвестиційний клімат помітно змінився. Сьогодні кожен має оперативний доступ до необхідної ринкової інформації. Теорія випадкових блукань ніколи не користувалася популярністю серед інвесторів з Уолл-Стріт, ймовірно, оскільки вона відкидала основи даної сфери – аналіз цінних паперів.

Сучасна теорія управління портфелем (портфельна теорія), що була вперше запропонована в 1952 році Г. Марковіцем, стверджує, що при включенні в

портфель великої кількості слабо корелюючих активів, його ризик знижується. При цьому ризик визначається як стандартне відхилення від очікуваного доходу [71]. При підборі акцій в портфель їх коваріантність є більш важливою мірою за індивідуальну волатильність. Практичний сенс останнього полягає в тому, що ціни акцій, які становлять портфель, повинні залежати від різних економіко-політичних чинників. Особливо добре підбирати в портфель акції, що мають від'ємну коваріантність. Тобто кожному інвестору слід визначити прийнятний для нього ступінь ризику та розподіляти свої інвестиції згідно з цією передумовою [72].

Ця теорія не прийнятна для більшості інвесторів, оскільки створити, наприклад, надзвичайно диверсифікований портфель із сотень акцій можливо, але не практично. Цінність диверсифікації не підтверджується кризами, оскільки останніми роками окреслилась “кризова” динаміка, коли некорелюючі активи під час криз корелюють. Урешті–решт навіть міжнародна диверсифікація не дає ефекту, оскільки в періоди, коли нові ринки відсутні, всі ринки корелюють, як це було наприкінці XIX і XX сторіч. Так, дослідження В. Гоцмана, Л. Лінгфенга та Р. Роувенхорста свідчать, що, зважаючи на зростання волатильності індивідуальних акцій відповідно до коливань ринку, для зниження ризикованості портфеля необхідна диверсифікація більшої кількості акцій, ніж це було потрібно на момент формулювання теорії диверсифікації [73].

Наприклад, У. Гецман та А. Кумар, проаналізувавши поведінку 40 тисяч індивідуальних інвестиційних рахунків за період 1991 – 1996 років у США, встановили, що більшість інвесторів не диверсифіковані [74].

Цінова модель ринку капіталу (далі – CAPM) – це теорія ціноутворення ризикових фінансових активів в умовах ринкової рівноваги (англійська аббревіатура CAPM скорочення від Capital Asset Pricing Model). Ця модель описує взаємозв'язок між ризиком та очікуваною доходністю ризикових активів. Згідно з CAPM, очікувана доходність цінного паперу або портфеля дорівнює доходності безризикового активу плюс премія за ризик. Якщо ж очікувана доходність не перевищує або не рівна необхідній доходності, то від такої інвестиції слід

відмовитися [75]. Вперше її запропонував У. Шарп, який одержав Нобелівську премію з економіки за 1990 рік.

Г. Марковіц вважав, що портфель повинен характеризуватися очікуваним рівнем доходності, статистичною дисперсією та кореляцією між парами активів, що входять в портфель. Оскільки врахувати таку кількість взаємозв'язків не можливо, У. Шарп, учень Г. Марковіца, спростив завдання, замінивши кореляцію між активами на кореляцію кожного активу із середньоринковим показником в цілому. Теорія оцінки активів на ринках капіталу розподіляє доходність акцій на три складники: безризикова доходність, премія за вкладення в ринок акцій (за ринковий ризик) і премія за вкладення в конкретну акцію (за специфічний ризик). Систематичний ризик позначається грецькою буквою  $\beta$ .  $\beta$ - коефіцієнт – це відношення волатильності акцій до волатильності ринку. Оскільки від цього ризику не можна застрахуватися шляхом диверсифікації, він називається недиверсифікованим. CAPM обчислюється за формулою, яку ще називають рівняння “очікувана доходність – коефіцієнт  $\beta$ ”:

$$E(r_D) = r_f + \beta_D[E(r_m) - r_f] \quad (1.1)$$

де:  $E(r_D)$  – очікувана доходність активу;

$\beta_D$  – коефіцієнт бета активу;

$r_f$  – безризикова доходність;

$E(r_m)$  – доходність ринку [18, с. 364].

Від специфічного ризику даної акції можна застрахуватися шляхом диверсифікації, тобто підбору в портфель акцій з різними рівнями стандартного відхилення цін. Оскільки за таким принципом доходність кожної акції можна представити комбінацією безризикового активу та іншої акції, прихильники CAPM вважають за краще інвестувати до індексних фондів таких класів активів, а не в окремі акції [76].

Модель CAPM, як і теорія ефективних ринків, а також теорія інвестицій Модильяні-Міллера (автори всіх трьох теорій стали лауреатами Нобелівської премії) – це припущення досконалого ринку, раціональних інвесторів, абсолютного доступу до інформації та відсутність витрат на торгівлю.

Вважається, що CAPM краща на практиці, ніж теорія диверсифікації, оскільки вона визнає неможливість застрахуватися від ринку в цілому. Отримано також практичне підтвердження, що активи з низькою  $\beta$  заробляють менше на підйомі і втрачають менше на падінні, ніж активи з високою  $\beta$ .

Отже, у практичному застосуванні моделі CAPM одним з каменів спотикання залишається визначення ринкового портфеля. У теорії – це портфель, що складається зі всіх активів, які обертаються на ринку. На практиці сформувавши такий портфель вкрай важко. Тому як показник доходності ринкового портфеля використовується який-небудь репрезентативний фондовий індекс. Наприклад, для ринку США це буде індекс S&P500, для українського ринку – ПФТС, російського – РТС. Проте навіть розробник CAPM У. Шарп визнає, що такий підхід може спричинити серйозні проблеми, пов'язані зі спотворенням розрахунку необхідної доходності для всіх інвестиційних інструментів та неможливістю взагалі здійснити емпіричну перевірку CAPM [77]. Насправді ринкова вартість одного класу активів значно менше ринкової вартості всіх активів, що обертаються на ринку.

Ще один недолік CAPM – складність її тестування. Вона починається з лінійного взаємозв'язку між системним ризиком та доходністю ринкового портфеля (індекс типу ПФТС), але більшість портфельів містять не тільки акції. Тим більше, твердження, що “зростання ризикованої акції повинне відповідати зростанню доходності”, не підтверджується при тестуванні. Використання  $\beta$ -коефіцієнта ускладнюється тим, що він часто змінюється залежно від періоду часу (річне і тижневе значення однієї акції не співпадає), а ще його застосування для короткострокових інвестицій є проблематичним.

П. Фернандес у своєму дослідженні вивчив  $\beta$  3813 емітентів за період 60 місяців. Максимальне значення  $\beta$  кожної акції в середньому в 15,7 разів перевершувало його мінімальне значення. Максимальне  $\beta$  кожної індустрії також перевищувало в середньому у 2,7 рази вище його мінімальне  $\beta$  [78].

К. Даніель та С. Тітман запропонували характеристичну модель, в якій доходність визначається відповідно до категорії емітента, акції якого зростають

або недооцінені. Вони зробили висновок, що зайва впевненість інвесторів може призвести до інерційних тенденцій особливо в тих акціях, яким потрібна інтерпретація неясної інформації, що особливо характерно для емітентів акцій яких зростають [79]. Автори розглядають високе співвідношення бухгалтерської до ринкової вартості як свідчення поганого економічного стану емітента акцій, а низьке співвідношення – доброго. Це унеможливило припущення про ризикованість емітента цінних паперів, що принципово відрізняється від підходу CAPM, де припускають ризик та ігнорують співвідношення бухгалтерської та ринкової вартості. Тести цієї моделі в період з 1973 по 1993 роки підтвердили її перевагу перед CAPM, проте остання показала кращі результати за період з 1929 по 1997 роки [80].

Незважаючи на ряд недоліків, CAPM одержала визнання серед науковців та практиків. З цього можна зробити висновок, що CAPM не є ідеальною моделлю, проте її логіка проста і доступна, а всі складніші (арбітражна, багатофакторна) моделі ціноутворення акцій виходять з ключового постулату про різницю між систематичним та специфічним ризиком. Модель CAPM на сьогодні найзручніша база для формування взаємозв'язку між ризиком та доходністю акцій, а вдосконалення цієї моделі є актуальною темою для дослідження.

Дж. Стігліц відзначає, що фінансова теорія виходить з припущення про повну доступність інформації та раціонального прийняття рішень. Однак він вважає, що ці припущення не витримують перевірки практикою [81].

С. Гросман та Дж. Стігліц у своїх дослідженнях стверджували, що ідеально інформаційний ефективний ринок неможливий [82]. Якщо ж ринок ефективний, то прибуток на основі зібраної інформації рівний нулю, і в цьому випадку немає жодних причин торгувати, – то ринок підійде до колапсу. В іншому випадку – ступінь ефективності ринку визначається учасниками торгів на базі доступної інформації. Отже, ринкова рівновага досягається лише тоді, коли достатньо можливостей для досягнення прибутку, якого досить для покриття торгових витрат та одержання інформації. Прибуток, одержаний старанними інвесторами, можна розглядати як економічну ренту, що зростає внаслідок бажання взяти

участь в процесі інвестування. Ф. Блек дає провокаційну відповідь: цю ренту забезпечують “шумові трейдери”, індивідуальні інвестори, що торгують на основі інформації, яку вважають правильною, хоча насправді вона є “шумом” [83]. Завжди існують інвестори, які торгують з інших причин, що відрізняються від усвідомлення ринку, і ці інвестори готові переплачувати за можливість негайного виконання їх транзакцій.

На основі вищенаведених нами теорій вчені та економісти розробили інструментарій для аналізу ринків. Вони вимірюють “дисперсію” і “статистику  $\beta$ ” різних цінних паперів та класифікують інвестиційні портфелі за ступенем ризику. Згідно з теорією, можна сформувати ефективний портфель цінних паперів для одержання певної доходності із заданим рівнем ризику. Однак, теорія має недоліки, які в останні два десятиріччя виразились бумами та крахами.

Так, з погляду класичної фінансової теорії, біржового краху у серпні 1998 року не повинно було статись. Відповідно до стандартних моделей економічної теорії, послідовність подій краху 1998 року була надзвичайно малоїмовірною, практично неможливою. Проте протягом серпня 1998 року відбулось три подібних обвали фондових ринків, ймовірність настання таких подій важко було уявити. Можливість настання шансу подій оцінювалась як 1 до 500 мільярдів. Іншими прикладами ринкових крахів є: 1997 рік – зниження індексу Доу-Джонса протягом дня на 7,7% (ймовірність – одна п’ятдесятимільярдна), липень 2002 року – різке зниження індексу протягом семи торгових днів (ймовірність – один раз із чотирьох трильйонів), 19 жовтня 1987 року (знаменитий “чорний понеділок”) – індекс впав на 29,2% (ймовірність – менш ніж 1 із  $10^{50}$ ) [67, с. 35]. Банкрутство інвестиційного банку Lehman Brothers 15 вересня 2008 року запустило глобальний обвал фінансових ринків. Так, 3 жовтня 2008 року, коли палата представників конгресу США з другої спроби прийняла “план Полсона”, індекс S&P 500 впав на 30%; індекс MSCI World, що демонструє динаміку на ринках розвинутих країн, впав на 32,3%; індекс ринків, що розвиваються, MSCI Emerging Markets, – на 40,5% [84].

Отже, те, що здається неймовірним, реально відбувається на фінансових

ринках. Вищенаведені факти свідчать, що більшість вчених-економістів ХХ сторіччя недостатньо у своїх працях враховували ймовірність біржових крахів та значно недооцінювали ризики в умовах вільної та глобальної ринкової економіки. За останнє сторіччя фінансові теоретики розробили складний математичний апарат для оцінки ризику та аналізу цінних паперів, а починаючи із 1970-х цей апарат став невід'ємною частиною складних стратегій інвестування та торгівлі цінними паперами у більшості інвестиційних фінансових установ. Але часті фінансові потрясіння останніх двадцяти років доводять, що існує актуальна проблема удосконалення та доповнення теорії фінансових ринків.

Дійсно, справжні причини коливань фондових ринків часто бувають незрозумілими. Найважливіша інформація часто відсутня, її можуть приховувати або навмисно спотворювати, що і відбулося в історії з корпоративними скандалами Enron та Parmalat [85; 86].

На противагу наведеним теоріям, існує альтернативний погляд на будову глобальної фінансової системи, функціонування фондових ринків та коливання курсів акцій зокрема. Так, Б. Мандельброт вважає, що зміни цін насправді не є незалежними одні від одних. На його думку, “в дійсності є інший, фрактальний вигляд статистичного зв'язку, або “довготривала пам'ять”. По-друге, цінові коливання дуже далекі від кривої Гауса. Це твердження не збігається із ортодоксальними поглядами. Якщо теорія “випадкового блукання” правильна, то ми змогли б проаналізувати на комп'ютері будь-яку вибірку послідовних даних про зміни ринкової ціни та впевнитись, що вони приблизно підкоряються нормальному розподілу. Проте насправді крива Гауса дуже віддалено описує фактичні дані. Так, представлені графічно щоденні коливання індексу Доу-Джонса за 1916 – 2003 роки дуже далекі від простої кривої Гауса. Згідно з теорією протягом цього періоду можливими були лише 58 днів, коли індекс Доу-Джонса зміщувався більш як на 3,4%; насправді ж таких днів набралось 1001 [67, с. 43 – 44].

Біржовий крах 19 жовтня 1987 року був несподіваним. За один день індекс Доу-Джонса впав на 29,2%. Ретельно сформовані інвестиційні портфелі зазнали



збитків. Не спрацювала портфельна страховка на основі опціонів. Більше того – вона навіть погіршила ситуацію, оскільки фондові менеджери поспішили додатково застрахуватися і це призвело до ще більшого падіння. Теоретики говорили, що таке падіння просто не могло статись, що відбулась надзвичайно рідкісна, абсолютно унікальна подія. Проте наступні фінансові крахи 1990 – 2000-х років лише підтвердили недосконалість теорії.

Почався пошук нових ідей, що триває й по нині. Нові покоління економістів та фінансистів все ще вивчають старі, хоча і покращені в іншій формі, моделі.

Виявляється, що якби фондовий індекс або цінні папери не розглядалися, ціни лише деколи рухались відповідно до прогнозованого нормального розподілу. Ю. Фама побудував на цих дослідженнях свою докторську дисертацію. Він вивчив не в цілому фондовий індекс, а окремо акції всіх тридцяти включених до індексу Доу-Джонса “блакитних фішок”. В результаті виявив ту ж саму закономірність: значні коливання цін траплялись набагато частіше, ніж це дозволяє стандартна модель. Зокрема, коливання, що перевищують п’ять стандартних відхилень від середнього значення, відбувались в дві тисячі раз частіше, ніж очікувалось [87 – 89]. За гаусовськими правилами такі події повинні ставатись тільки раз в сім тисяч років, але в дійсності, як свідчать дані, ми переживаємо раз на три-чотири роки.

На противагу ортодоксальній теорії з’являється модель біржових крахів Д. Сорнетте та фрактальна теорія ринку.

Теорія Д. Сорнетте – це логічно побудована із трьох частин доктрина. На першому етапі досліджуються фінансові ринки, які наближаються до свого колапсу. У другій частині науковець моделює різноманітні крахи, серед яких найбільше виділяються так звані фінансові “бульбашки”. За допомогою комп’ютерних програм здійснюється симуляція виявлених ознак краху та відбувається перевірка відповідності ознак, що викликають крах штучно змодельованого на комп’ютері фінансового ринку. У третій частині дослідження Д. Сорнетте описує власний досвід у передбаченні реальних колапсів фінансових ринків [68]. Автор вважає, що праця Д. Сорнетте є професійною та

фундаментальною. Однак варто зазначити, що ключовими недоліками є недостатня увага взаємозв'язкам між фондовим ринком та економічним станом країни, галузями економіки. Як наслідок, моделі фондових ринків абсолютно не пов'язані із реальною економікою країни.

Теорія фрактального ринку запропонована Е. Петерсом на основі досліджень Б. Мандельброта. Автор теорії вважає, що вона є першою спробою розібратися в глобальній структурі ринків. З часом його гіпотеза, безсумнівно, буде видозмінена та вдосконалена, якщо вона витримає ретельну перевірку інвестиційного співтовариства.

Фрактальний аналіз ринку використовує в своїх дослідженнях так звані самоподібні розподіли ймовірності, що називаються стійкими розподілами Леві, у поєднанні з  $R/S$  – аналізом для вивчення та класифікації довгострокової поведінки ринків [69, с. 258].

Фрактальна теорія особливим чином пояснює функціонування фондових ринків. Згідно з цією концепцією, стабільність ринку значною мірою є питанням ліквідності. Ліквідність доступна, коли ринок складається з багатьох інвесторів з багатьма різними інвестиційними горизонтами. Тому якщо надходить інформація, яка викликає серйозне зниження ціни в короткому інвестиційному горизонті, то на ринок прийдуть довгострокові інвестори, щоб здійснити купівлю, оскільки вони не оцінюють інформацію так високо. Проте, коли ринок втрачає цю структуру, і всі інвестори мають один і той же інвестиційний горизонт, ринок стає нестабільним, оскільки відсутня ліквідність. Існує відмінність у поняттях ліквідність і обсяг торгівлі. Це, навпаки, балансування попиту і пропозиції. Втрата довгострокових інвесторів примушує весь ринок торгувати, ґрунтуючись на одній і тій же інформаційній множині, яка насамперед є технічною з огляду на поведінку учасників.

Згідно з цією теорією, ринкова стабільність залежить від різноманітності інвестиційних горизонтів учасників. Стабільний ринок – це той ринок, на якому багато інвесторів з різними інвестиційними горизонтами торгують одночасно. Фондовий ринок стійкий, тому що різні горизонти оцінюють інформаційний потік

по-різному і можуть забезпечити ліквідність, якщо відбувається крах або панічне вилучення коштів в одному з інших інвестиційних горизонтів. Кожен інвестиційний горизонт також є випадковою функцією з кінцевою дисперсією, залежною від попередньої дисперсії. Оскільки ризик в кожному інвестиційному горизонті повинен бути однаковим, то при внесенні поправки на масштаб форма частотного розподілу прибутків однакова.

Фрактальна теорія пропонує нам модель, яка може пояснити такі особливості, як біржові крахи. Навіть якщо події, такі як ринкові обвали, виявляються непередбачуваними, вони не неочікувані. Навпаки, вони – частина системи. Випадкові події повинні відбуватися, щоб стимулювати нововведення. Тому цикли повинні існувати, а відповідно і періоди підйому та спаду.

Для дослідників став звичним пошук таких аномалій, де можна отримати прибуток при незначному ризику. Великий ринок усуватиме такі аномалії, як тільки вони стають загальновідомими. Фрактальна теорія ринку не шукає аномалій, завдяки якій небагато інвесторів можуть отримати прибуток. Основний її зміст можна висловити наступним чином: оскільки інформація на різних частотах обробляється по-різному, тренди і цикли будуть на всіх інвестиційних горизонтах. Одні будуть стохастичними, другі будуть нелінійними, інші детермінованими. В усіх випадках точна структура трендів змінюється в часі. Вона передбачувана, але вона ніколи не буде абсолютно передбачувана, і саме це зберігає ринки стійкими. Ця концепція пропонує нам новий спосіб розуміння того, як функціонують ринки та економіка. Проте немає ніяких гарантій того, що завдяки цьому стане легше прогнозувати ціни на цінні папери та одержувати прибутки. Це дає змогу інвесторам адекватніше розробляти інвестиційні стратегії та оцінити ризики.

Особливістю фрактального аналізу є те, що одні й ті ж фактори ризику та формули можуть застосовуватись як до одного дня, так і до одного року, однієї години, одного місяця. Змінною є величина, а не пропорції. Тобто ризики торгівлі протягом одного дня більше подібні ризикам тижневої, місячної або річної торгівлі. Проте величина коливання ціни самоповторюється у часовому масштабі.

Фрактальний аналіз побудований на гіпотезі гнучкості часу. Мультифрактальна модель характеризує ринки як деформацію часу, яка збільшується або зменшується залежно від обставин. Ця концепція відповідає нашому суб'єктивному сприйняттю. Час не протікає рівномірно та строго в одному напрямку, як відмітки на лінійці. Нам це добре відомо із щоденного життєвого досвіду. У напружені дні ми дуже активні і час проходить непомітно, а у спокійні – навпаки. Аналогічно поводять себе і ринки.

Розподіл коливання цін на фінансовому ринку повторюється в масштабі. Аналогічно як пропорція між мільярдерами та мільйонерами у запропонованій В. Парето формулі доходів, так і пропорція між великими і дрібними коливаннями у ряді фінансових цін має постійну структуру. Цим пояснюються бурхливіші стрибки цін, ніж можна було очікувати при відсутності такої структури. У випадку В. Парето формула самоповторення в масштабі означає, що ймовірність заробити більше десяти мільярдів, якщо вже зароблено більше одного мільярда, така ж, як ймовірність заробити більше десяти мільйонів при умові, що вже зароблено більше одного мільйона.

Розглянувши теоретичні основи функціонування фондового ринку та концептуальні підходи до оцінки цінних паперів, автор вважає, що варто з'ясувати, які методики аналізу цінних паперів та інвестиційні стратегії застосовують на практиці інвестори.

## **1.2 Порівняльний аналіз стратегій інвестування в цінні папери**

Аналіз багатьох літературних джерел [90 – 101] дає можливість розглянути основні принципи інвестиційної стратегії та методики вибору цінних паперів інвесторами фондового ринку. Серед практиків інвестування в цінні папери варто відзначити праці: У. Баффета, У. Бернстайна, Дж. Богла, М. Габеллі, Б. Грехема, А. Бернхарда, Ф. Карре, Г. Клуза, П. Лінча, Е. Лефевра, Дж. Муди, Т. Роу Прайса,

Р. Претчтера, Дж. Роджерса, Д. Сороса, Дж. Темплтона, В. Гарпа, Р. Уїтні, Ф. Фішера, М. Цвейга.

Доцільно здійснити порівняльний аналіз стратегій інвестування в акції таких інвесторів: У. Баффета, Б. Грехема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона та Ф. Фішера.

Інвестиційна стратегія Б. Грехема одержала назву інвестування на основі реальної вартості. Він купував акції, на які інші інвестори не звертали уваги. Це могли бути акції невеликих маловідомих емітентів або, навпаки, акції великих та фінансово потужних фірм, що знизилися в ціні. Для захисту від можливих збитків Б. Грехем широко використовував принцип диверсифікації інвестиційного портфеля: він утримував акції більше як 100 різних емітентів [96, с. 99].

Принципи інвестиційної стратегії Б. Грехема можна представити так:

- обирайте не цінні папери, а емітента (при відборі акцій треба обирати насамперед бізнес, тобто діяти так, немов надалі плануєш управляти бізнесом);
- купуйте акції за ціною, що гарантує відсутність збитків (для запобігання можливих збитків від падіння курсу Б. Грехем рекомендував купувати акції за ціною із безпечним запасом, тобто нижче реальної вартості на певний відсоток);
- купувати акції відомих емітентів у момент падіння курсу;
- будьте готові діяти в умовах хаотичного коливання фондового ринку;
- інвестуйте незалежно від стану фондового ринку періодично та рівномірно.

Методика вибору недооцінених акцій складається із трьох етапів.

Етап 1. Збір інформації. Перевага надавалась традиційним джерелам інформації (фінансові звіти емітентів, галузеві огляди, спеціалізовані видання з фінансового ринку та фінансової звітності).

Етап 2. Оцінка інформації.

Перш ніж розпочати аналіз і відбір акції для купівлі, Б. Грехем ставив ряд запитань:

- чи зростають прибутки емітента акцій вищими темпами порівняно із середньогалузевими ?
- чи може емітент продемонструвати стійкі темпи зростання обсягів продажу та прибутку протягом досить довгого періоду ?
- яка рентабельність продажів та чи достатня доходність власного капіталу ?
- чи можливо розраховувати на нормальний рівень поточної заборгованості емітента ?
- наскільки регулярно виплачувались дивіденди в минулому і виплачуються сьогодні ?
- чи можна вважати курс акцій низьким порівняно з прибутком на акцію або власним капіталом на акцію ?

Послідовники підходу Б. Грехема згодом розширили цей перелік питань.

Опишемо порядок проведення аналізу, виділивши окремі підпункти в етапі оцінки:

1. Вивчення фінансових звітів та галузевих оглядів.
2. Аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів.

Першочерговим завданням оцінки фінансової звітності є виявлення фінансової стійкості та прибутковості емітента акцій, що здійснювалось Б. Грехемом за даними балансу. Варто зазначити, що на сьогодні, окрім прибутковості, інвестори особливу увагу приділяють спроможності емітента акцій генерувати грошові потоки.

Для точної та адекватної оцінки Б. Грехем активно використовував фінансові коефіцієнти. Аналіз фінансових коефіцієнтів проводиться за даними фінансової звітності емітента акцій за кілька попередніх років з метою одержання кількісної оцінки про ступінь інвестиційної привабливості емітента акцій як об'єкта інвестування. Для цього також необхідно врахувати її конкурентоздатність, фінансові ресурси та рентабельність.

В аналізі він першочергово застосовував два основних коефіцієнти для з'ясування основного питання, на якому ґрунтується його підхід – це визначення,

наскільки курс акції емітента акцій відповідає її реальній вартості. Цими коефіцієнтами були “ціна/прибуток (P/E)” та коефіцієнт котирування акцій.

Особливістю коефіцієнта P/E є його високе значення, зумовлене відсутністю або незначною сумою прибутку, що викликає необхідність залучення до аналізу додаткових коефіцієнтів, зокрема коефіцієнт “ціна/продажі (P/S)”. Для порівняльного аналізу доходності акцій, він застосовував показник, обернений до коефіцієнта “ціна/прибуток” – “прибуток на акцію/ціна акції (EPS)”.

Б. Грехем використовував його для порівняння акцій різних емітентів, інших цінних паперів, процентних ставок за депозитами, державними облігаціями як варіантів об’єктів інвестування.

Окрім базових коефіцієнтів, під час аналізу також застосовувався ще цілий ряд показників, які наведені в додатку А.

Б. Грехем вважав, що ефективним є порівняння значень коефіцієнтів “ціна/прибуток”, “ціна/продажі”, “ціна/власний капітал” із середніми по галузі або середніми по фондовому ринку.

Стосовно виплати дивідендів, то його рекомендацією є купувати акції емітентів, які довший час виплачують постійно зростаючі дивіденди. Проте, виплати дивідендів можуть бути випадковими, особливо це характерно для вітчизняних емітентів акцій. Українські емітенти акцій в основному реінвестують нерозподілений прибуток у розвиток з метою зростання. Тому у більшості має місце лише доходність від зростання ринкового курсу акцій.

### Етап 3. Прийняття рішення.

Б. Грехем не купував цінні папери, не переконавшись, що зібрав повну та достовірну інформацію про емітента. Також він мав упевнитись, що емітент відповідає його критеріям. Він вважав, що потрібні досить вагомі причини для того, щоб продати або купити акції, а також пропонував розробити політику купівлі-продажу цінних паперів, враховуючи очікуваний рівень прибутку від угоди та приблизну оцінку тривалості володіння цінними паперами. Як правило, він утримував акції протягом двох років.

Схожий підхід до аналізу акцій, запропонований Ф. Фішером, який полягає

у пошуку недооцінених активів або акцій зростання за допомогою “методу чуток” та п’ятнадцяти пунктів. Ця методика аналізу є в навчальному плані інвестиційного класу вищої школи бізнесу Стенфордського університету. Мультимільярдер–фінансист У. Баффет вважає Ф. Фішера одним із своїх вчителів, а також, що його праця “Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings” стала однією із основних при створенні власної інвестиційної філософії [92, с. 8].

Розглянемо детальніше підхід, почавши із “методу чуток”. Він полягає у тому, що необхідно ознайомитись з думкою осіб, пов’язаних із діяльністю емітента акцій, які становлять інтерес для інвестора.

Чого слід уникати за Ф. Фішером:

- вступати у контакт із будь-ким з адміністрації емітента акцій;
- витратити багато часу на аналіз річних звітів емітента акцій минулих років;
- розпитувати всіх знайомих брокерів про акції емітента.

Він вважає, що потрібно глянути на баланс емітента акцій з метою визначення фінансового стану та загального характеру капіталізації. Лише після цього, скориставшись “методом чуток”, треба провести опитування в кількох підприємствах (установах) галузі, задати грамотні, наперед підготовлені питання про сильні та слабкі сторони конкурентів, обов’язково поспілкуватись із цілим рядом респондентів.

Особливістю такого спілкування є вміння переконати співбесідника в тому, що ця інформація ніколи не буде розкрита. Підсумовуючи одержану інформацію із різних джерел, необхідно перевірити узгодженість її між собою.

Завершальним етапом методу має стати встановлення контакту з керівництвом емітента акцій для повного узагальнення даних, але лише за умови остаточного вибору акцій як об’єкту інвестування [97, с. 42].

Метою “методу чуток” є збір інформації для перевірки акцій за допомогою “п’ятнадцяти пунктів”, до яких інвестору слід виявити інтерес. Емітент акцій може стати “золотим дном” для інвестицій, навіть якщо вона не повністю



відповідає усім пунктам, хоча вона й не підійде під визначення вдалого об'єкта для інвестування. Деякі із пунктів стосуються питання корпоративної політики, інші характеризують ефективність реалізації політики. Частина пунктів стосується питань, на які простіше відповісти, використовуючи інформацію, одержану із джерел поза підприємством (установою), в інших випадках краще провести пряме опитування персоналу емітента акцій. Перелік п'ятнадцяти пунктів зазначений у додатку Б.1. Додатковими принципами в аналізі акцій, окрім “методу чуток” та п'ятнадцяти пунктів, є ще десять пунктів так званих “не” для інвесторів (додаток Б.2).

Основою правильного вибору акцій для інвестування Ф. Фішер вважає одержання максимальної доходності при найменшому ризику. Проте він не є прихильником відбору акцій, які можуть опиратися на математичні розрахунки. Бухгалтерські та статистичні дослідження, які сприймаються як основа успішного інвестування, навіть при умові досить ретельного аналізу, можуть вказати лише на кілька вигідних угод, зазначає Ф. Фішер. Деякі з них дійсно стануть вартими того, але в інших статистичний аналіз не зможе виявити реальних проблем емітента акцій і тому через кілька років виявиться, що акції фактично продавались за завищеною ціною. Емітент, акції якого варто купувати інвестору, – це суб'єкт господарювання, в якого бізнесом управляють компетентні менеджери.

Наведемо етапи пошуку акцій зростання за методом Ф. Фішера.

Етап 1. Збір інформації. Читання спеціалізованих журналів, вивчення фінансової звітності та оглядів фондового ринку. Рішення приймається на основі результатів розмови із спеціалістами та топ-менеджерами емітента акцій.

Етап. 2 Аналіз інформації. Процес передбачає аналіз стану емітента акцій відповідно до п'ятнадцяти пунктів.

У цілому цей етап аналізу можна розбити на дві групи показників: фінансові та нефінансові.

У фінансових показниках Ф. Фішер особливе значення надає вивченню приміток до фінансових звітів, де розкриваються джерела надзвичайних доходів

або фактори надзвичайних витрат, зміни в обліковій політиці та інші суттєві обставини. Показники рентабельності він вважає недостатньою основою для інвестування, його більше цікавлять питання стабільності високої рентабельності в майбутньому та шляхи її підтримки на рівні. На його думку, більше уваги варто приділяти рентабельності продажів на відміну від рентабельності господарської діяльності в цілому.

Він вважає, що інвестори надають надто велике значення коефіцієнтам “ціна/прибуток” та “ціна/обсяг продаж”, але все ж таки аналізує їх, проте не переоцінюючи їхнього значення [96, с. 176].

Ф. Фішер не надає великого значення виплаченим дивідендам. Його більше цікавить реінвестування, чи можна на цій основі очікувати зростання курсу акцій емітента в майбутньому. Він стверджує, що не варто інвестувати в емітента, який постійно змінює свою дивідендну політику. Увагу треба звертати на акції із відносно низькими дивідендними доходами.

До нефінансових відносяться:

- успіх реалізації корпоративної стратегії;
- надійність та досвід управлінської команди емітента акцій;
- доступність топ-менеджерів для акціонерів та суспільства;
- інноваційність менеджменту;
- здатність емітента акцій залучати та утримувати здібний та енергійний персонал;
- якість продуктів з точки зору споживачів;
- ступінь задоволення споживачів;
- впізнаваність та сприйняття бренду емітента акцій;
- надійність та строк служби продуктів;
- тривалість циклу розробки та впровадження нових продуктів, ефективність нових розробок;
- ефективність маркетингової та рекламної стратегії.

Якщо Ф. Фішеру не вдається одержати доступ до осіб, що володіють необхідною інформацією, або якщо вони відмовляються відкрито обговорювати

його запитання, то він вважає за краще більше не досліджувати такого емітента.

У випадку зібрання достатньої інформації для п'ятнадцяти пунктів за допомогою “методу чуток”, він переходить до наступного кроку – адміністрація емітента акцій.

Етап 3. Прийняття рішення. На основі зібраної інформації у нього вже є уявлення про бізнес та його проблеми, що дає можливість сформулювати основні запитання для топ-менеджера. Питань може виникнути багато: прохання пояснити статті фінансової звітності, сформулювати маркетингову та збутову стратегію, прокоментувати заходи контролю витрат або особливості конкуренції в галузі. Залежно від бізнесу вони можуть значно відрізнятись.

Як зауважує Ф. Фішер, завжди потрібно пам'ятати, що навіть досконале знання правил та розуміння поширених помилок не може допомогти тим потенційним інвесторам, які не володіють терпінням та самодисципліною.

Безумовно, методи та прийоми аналізу цінних паперів, які використовує Ф. Фішер, не можна вважати догмою. Деякі з них відійшли у минуле, а на їх місце прийшли сучасні комп'ютеризовані методи. Водночас для вітчизняного фондового ринку, де більшість емітентів непрозорі для інвесторів, методи Ф. Фішера можуть стати якраз доречними.

У. Баффет реально оцінює свою компетентність в тих чи інших галузях економіки, тому він інвестує тільки в цінні папери емітентів, бізнес яких йому зрозумілий. Цей бізнес повинен базуватись на чомусь реальному та необхідному людям. Якщо в той час на ринку немає акцій, які відповідають цим вимогам, то У. Баффет утримує капітал в грошових засобах та очікує, поки не з'явиться щонебудь цікавіше. Він вважає, що ключовим питанням інвестування є розуміння різниці між ціною активу та дійсною вартістю, яку одержуєш при купівлі [95, с. 21].

У. Баффет приймає рішення про покупку цінних паперів, зважаючи на те, чи є зміст одержати контроль над цим бізнесом на довгий термін. Він шукає емітентів акцій, які довгий час демонструють хороші фінансові результати, ефективний менеджмент, мають багато конкурентних переваг та випускають

високоякісні продукти широкого вжитку під популярною торговою маркою. Іншими словами, емітентів акцій, що генерують стабільний грошовий потік та здатні реінвестувати його у власне зростання. У такому випадку можна сподіватись, що рівень доходності акціонерного капіталу буде високий та виправдає очікування акціонерів. Перед тим, як укласти угоду, У. Баффет запитує себе: “Чи дійсно це надійний бізнес? І чи можливо вважати ціну акцій розумною?” [96, с. 27].

Постулати інвестиційної стратегії:

1. Інвестуйте в добре відомого споживачам та фондовому ринку емітента акцій, що випускає потрібні людям товари.
2. Інвестуйте в емітента акцій з ефективним менеджментом.
3. Купуйте акції нестабільних, але перспективних емітентів.
4. Купуйте акції в період загальної кризи фондового ринку.

Він розробив власну концепцію безпечного інвестування, базою якого є методика Б. Грехема.

У перші роки своєї кар’єри У. Баффет відтворював інвестиційну стратегію Б. Грехема, тобто формував диверсифікований портфель акцій, придбаних за заниженими цінами. З часом він виробив власну стратегію, проте використовує основні принципи свого вчителя та з незмінною повагою відгукується про його науковий внесок в теорію інвестування. Його власна стратегія відрізняється вужчою спрямованістю: купівлі підлягають акції першокласних емітентів з ефективним менеджментом, нехай навіть за вищим курсом. У більшості випадків Б. Грехем продавав цінні папери через кілька років після придбання. У. Баффет інвестує на значно довший строк, оскільки впевнений у неможливості протягом кількох років одержати всю потенційну вигоду від купівлі. Окрім цього, він багато запозичив у Ф. Фішера – що стосується оцінки ефективності менеджменту та діяльності емітента акцій. Частково у нього У. Баффет запозичив критерії оцінки менеджерів, політики управління та процедур, продуктів та послуг емітента акцій. Тому, поєднуючи принципи інвестування Б. Грехема та вибір крупних зростаючих емітентів Ф. Фішера, У. Баффет створив власну оригінальну

стратегію інвестування. Він склав правила інвестування від У. Баффета, які наведені в додатку В.1.

Розглянемо етапи інвестиційного процесу.

Етап 1. Збір інформації. Перегляд основних ділових видань, матеріалів з історії емітента акцій, фінансової звітності, електронних ділових видань, співбесіда із менеджерами, представниками емітентів-конкурентів та з іншими пов'язаними особами, ознайомлення як споживач з продуктами емітента акцій.

Етап 2. Оцінка інформації. У. Баффет підходить до оцінки емітента акцій за завчасно встановленими критеріями. Потім вивчає динаміку курсу акцій, щоб вирішити, наскільки він інвестиційно привабливий. Ближче до придбання акцій емітента він задає собі ряд сформованих питань стосовно його бізнесу.

Емітент може не задовольняти всі критерії, але повинен мати великий потенціал розвитку та продаватися за прийнятною ціною (додаток В.2).

Етап 3. Прийняття рішення. Перед прийняттям рішення У. Баффет обов'язково здійснює порівняльну оцінку передбачуваних варіантів інвестування, а також з вигодами від вкладення в нерухомість, казначейські цінні папери та інші активи. Після купівлі акцій він продовжує періодично оцінювати їх на відповідність інвестиційним критеріям. Хоча спочатку У. Баффет купує акції на довготривалий період (не менше 10 років), а ще краще назавжди. Проте це не означає, що він не може продати їх раніше з метою вивільнення грошових коштів для вигідніших інвестицій, а інколи і у випадку, коли емітент перестав відповідати його інвестиційним критеріям.

Наступна методика для аналізу – це підхід Т. Роу Прайса.

Етап 1. Збір інформації. Вивчає спеціалізовані ділові видання, економічні огляди, фінансову звітність, електронні ділові видання, електронні бази даних, макроекономічні показники держави. В діловій пресі Т. Роу Прайс насамперед звертав увагу на повідомлення про нові продукти та технології, зміни в поведінці споживачів, тенденції розвитку бізнесу, політичні та економічні події, які можуть впливати на бізнес.

Етап 2. Оцінка інформації. Аналіз емітента акцій базується на критеріях

інвестування Т. Роу Прайса (додаток Г).

Т. Роу Прайс наголошує на тому, що основними факторами впливу на курс акції є поточний прибуток, виплачувані дивіденди, загальна економічна ситуація, інфляція або дефляція, а також психологія інвесторів [96, с. 223].

Він зазначає, що не варто звертати увагу та купувати акції із надмірно високим коефіцієнтом “ціна/прибуток”, а краще дочекатись падіння курсу акцій емітента, що вас цікавить. Проте якщо врахувати високу волатильність сучасних фондових ринків, то продаж акцій із різноманітними значеннями цього коефіцієнта не викликає особливого здивування.

При аналізі Т. Роу Прайса в емітента акцій найбільше цікавили такі аспекти:

- ефективний менеджмент;
- надійна система фінансового контролю;
- висока рентабельність діяльності.

Основну увагу він приділяв рентабельності операційної діяльності за останніх п’ять років. Особливо зважав на доходність власного капіталу [96, с. 59]:

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток після сплати податків}}{\text{Власний капітал}}. \quad (1.2)$$

Окрім звичного ROE, Т. Роу Прайс розраховує доходність інвестованого капіталу – ROI за формулою [96, с. 229]:

$$ROI = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Довгостроковий капітал}}. \quad (1.3)$$

Доходність активів ROA – ще один із показників доходності [96, с. 230]:

$$ROA = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Загальна сума активів}}. \quad (1.4)$$

Щодо дивідендів, то Т. Роу Прайс віддавав перевагу емітента акцій з перспективою їх росту. Він зазначав, що за допомогою дивідендів інвестор може частково або повністю компенсувати падіння курсу акцій.

Важливе місце займає аналіз обсягів продажу емітента акцій як у вартісній, так і натуральній формі, що дає можливість визначити фазу життєвого циклу емітента акцій. Головне питання – яким способом емітент акцій нарощує обсяг продажів: зростання кількості проданих продуктів чи підвищення цін на них, або

обома способами. На думку Т. Роу Прайса, реально зниження темпів росту продажів разом зі зниженням прибутку є ознакою сповільнення темпів розвитку емітента акцій, що призведе до знецінення акцій.

Етап 3. Прийняття рішення. Завершуючи аналіз потенційних об'єктів, Т. Роу Прайс найбільше звертав увагу на динаміку прибутку та обсягів продажу, показники рентабельності продажів, доходності акціонерного та інвестиційного капіталу.

Дж. Темплтона вважають Христофором Колумбом у сфері глобального інвестування. Він сміливо вкладав кошти в економіку країн, що розвиваються, вивчав їхні ринки та відкрив нові горизонти для інвесторів. У 1954 році Дж. Темплтон заснував свій перший інвестиційний фонд, який оперував на глобальному ринку.

Тези інвестиційної стратегії Дж. Темплтона: передбачливість, терпеливість та вміння йти проти течії. Проте основа його методики аналізу – концепція Б. Грехема в пошуку недооцінених акцій. Курс лекцій Б. Грехема з аналізу цінних паперів прослухав ще на початку його кар'єри. Пізніше, застосовуючи цей підхід в глобальному масштабі, Дж. Темплтон назвав процедуру відбору цінних паперів порівняльним аналізом. На його думку, запорукою успіху інвестора є вміння йти проти течії, тобто продавати, коли всі купують, і купувати, коли всі продають.

Етап 1. Збір інформації. Процедура вибору недооцінених акцій розпочиналась з аналізу бази даних більше як 15000 емітентів. Дж. Темплтон вивчав фінансову звітність емітента акцій, порівнював її з показниками конкурентів, здійснював оцінку політики держави до обраної галузі, виявляв фактори, що можуть послужити каталізаторами її розвитку, привернути увагу інвесторів. Зокрема, такими факторами можуть бути: відкриття нових ринків збуту, розробка нових продуктів, вдосконалення структури управління і т.п. Особливо зважав на аналіз показника “ціна/прибуток” із середніми значеннями за останні п'ять років.

Етап 2. Оцінка інформації. Аналіз здійснював на основі власних 15 принципів інвестування:

1. Виявляйте реальну доходність інвестицій.
2. Інвестуйте, а не спекулюйте.
3. Проявляйте гнучкість.
4. Купуйте дешево і не йдіть на “повідку” у ринку.
5. Купуйте акції першокласних емітентів.
6. Інвестуйте в реальну вартість.
7. Диверсифікуйте інвестиційний портфель.
8. Аналізуйте і ще раз аналізуйте.
9. Постійно аналізуйте свій інвестиційний портфель.
10. Не панікуйте.
11. Виправляйте свої помилки.
12. Молитва допомагає в бізнесі.
13. Скромність прикрашає людину.
14. Безплатний сир буває тільки в мишоловці.
15. Вірте в майбутнє.

Етап 3. Прийняття рішення. Цінні папери купував тільки у випадку відповідності 15 принципам. Він утримував акції протягом приблизно п’яти років. Дж. Темплтон вважав, що кращий момент продажу акцій – це виявлення інших акцій, здатних принести як мінімум на 50% більше доходу, ніж існуючі, беручи до уваги витрати [96, с. 293 – 317]. Результати аналізу методик узагальнено у табл. 1.1.

Як свідчить практика інвестори фондового ринку до сьогодні у прийнятті інвестиційних рішень (щодо вкладень у цінні папери) на перше місце ставлять методику аналізу Б. Грехема. Його підхід у пошуку недооцінених активів при певній адаптації до сучасних умов фондових ринків абсолютно не втратив своєї цінності, розвинувся та вдосконалився. Тому цю методику відбору недооцінених акцій можна назвати фундаментальною для аналізу цінних паперів.

Надзвичайно неординарною та цікавою є методика Ф. Фішера. Він вважає, що більше значення варто приділяти кваліфікації персоналу, якості продуктів та обґрунтованості політики емітента акцій, ніж її колишнім результатам. Ця



специфічна стратегія інвестування буде корисна для всіх типів інвесторів, але більшою мірою концепція збору інформації відповідає цілям агресивних інвесторів.

Таблиця 1.1

### Методики відбору цінних паперів на фондовому ринку деякими інвесторами

Автор	Етап 1. Збір інформації	Етап 2. Оцінка інформації	Етап 3. Прийняття рішення	Особливості підходу
<b>Б. Грехем</b>	фінансові звіти емітентів; галузеві огляди, спеціалізовані видання з фінансового ринку	вивчення фінансових звітів та галузевих оглядів; аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів	купівля цінних паперів лише, переконавшись, що зібрав повну та достовірну інформацію про емітента; відповідність критеріям	рекомендував купувати акції за ціною з безпечним запасом; утримував цінні папери впродовж двох років
<b>Ф. Фішер</b>	спеціалізовані журнали; фінансова звітність та огляди фондового ринку; розмови із спеціалістами та топ-менеджерами емітента акцій	аналізу двох груп показників: фінансові та не фінансові; не надає великого значення коефіцієнтам “ціна/прибуток” та “ціна/обсяг продаж”	рішення у випадку зібрання достатньої інформації для п’ятнадцяти пунктів та “методу чуток”; позитивні результати співбесіди із топ-менеджерами	надає більше значення кваліфікації персоналу, чим її минулим результатам; не є прихильником відбору акцій, що може опиратися на строгі математичні розрахунки
<b>У. Баффет</b>	основні ділові видання; фінансова звітність; електронні ділові видання; співбесіда із менеджерами та представниками емітентів-конкурентів; ознайомлення із продуктами емітента акцій	аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів; аналіз ефективності менеджменту; вивчення динаміки курсу акцій, щоб вирішити, наскільки він привабливий	перед прийняттям рішення обов’язково проводить порівняльну оцінку передбачуваних варіантів інвестування з вигодами від вкладення в нерухомість, казначейські цінні папери і т.п.	купує акції на довготривалий період (не менше 10 років)
<b>Т. Роу Прайс</b>	спеціалізовані ділові видання, економічні огляди, фінансова звітність; електронні ділові видання, електронні бази даних; макроекономічні показники держави	аналіз ефективності менеджменту; аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів; особливу увагу приділяє коефіцієнтам ROE, ROI, ROA	приймаючи рішення, звертає найбільшу увагу на динаміку прибутку та зростання обсягів продажу	основними факторами впливу на курс акції вважає поточний прибуток, виплачувані дивіденди, загальну економічну ситуацію, а також психологію інвесторів
<b>Дж. Темплтон</b>	фінансова звітність емітента акцій; економічний розвиток та стан держави	порівняння фінансових коефіцієнтів із показниками конкурентів; особлива увага приділялась аналізу показника “ціна/прибуток”	рішення щодо інвестування приймає тоді, коли більшість критеріїв відповідають вимогам	основа його методики аналізу – концепція Б. Грехема в пошуку недооцінених акцій

Джерело: [92; 93; 95; 96; 97].

За Ф. Фішером, успіх застосування методики збору інформації, насамперед,

залежить від того, чи є у інвестора поінформовані особи. Проте важливо бути обережним під час оцінювання одержаної інформації та володіти достатньою підготовкою, знаннями для її правильної інтерпретації.

Варто зазначити, що доступ до топ-менеджерів емітентів, якщо і не є особливою справою для професійних інвесторів, проте може бути проблемою для дрібних приватних інвесторів. Іншою формою доступу до інформації може бути розмова по телефону, але за умови високого рівня володіння інформацією про стан емітента акцій та формулювання продуманих питань. Якщо не вдається зустрітися із топ-менеджером, можна спробувати зв'язатись із начальниками департаментів або відділів, проте їх компетентність та інформованість може бути різною і значно нижчою від топ-менеджера.

Ключовим недоліком підходу Ф. Фішера є складність зі сторони точно оцінити якість менеджменту емітента цінних паперів. На практиці, під час вибору об'єкта для інвестування, здається, що топ-менеджери володіють неординарною винахідливістю, діловим чуттям та вміють впровадити ефективні процедури прийняття управлінських рішень. Проте з часом вони не можуть втілити це в життя.

Отже, ступінь успішності використання підходу Ф. Фішера для кожного інвестора буде залежати від двох речей: по-перше, від вміння застосовувати на практиці ці правила, і, по-друге, звичайно, від удачі.

Отож основою методик аналізу цінних паперів У. Баффета, Т. Роу Прайса та Дж. Темплтона є часткове або комбіноване запозичення підходів до аналізу Б. Грехема та Ф. Фішера із певними особливостями аналізу, які притаманні кожному інвесторові.

Підсумовуючи, варто зауважити, що всі інвестори використовують фундаментальний підхід в аналізі цінних паперів. По суті фундаментальний аналіз є основоположним підходом у визначенні інвестиційної привабливості цінних паперів, і зокрема акцій.

### 1.3 Фундаментальний аналіз у прийнятті інвестиційних рішень

Термін “аналіз” широко використовують практично у всіх сферах науки. В економічній літературі слово “аналіз” трапляється у багатьох словосполученнях: “економічний аналіз”, “фінансовий аналіз”, “аналіз фінансово-господарської діяльності підприємства”, “технічний аналіз” і “фундаментальний аналіз”.

Автор розглядає фундаментальний аналіз як самостійний підхід, що застосовується аналітиками та інвесторами на ринку цінних паперів в процесі ухвалення інвестиційних рішень.

Завдання цієї сфери фінансових знань – аналіз окремих цінних паперів, спрямований на оцінку результатів вкладання у них грошей.

Основоположниками західної теорії фундаментального аналізу прийнято вважати Б. Грехема та Д. Додда, які в 1934 році в США опублікували книгу “Аналіз цінних паперів”. У цій праці вперше було введено поняття “фундаментальний аналіз” і дано йому визначення як інструмента для прогнозу майбутніх біржових цін на акції. При цьому предметом дослідження фундаментального аналізу, на думку авторів, є “фінансові показники, доходи та дивіденди емітента акцій, а також стан економіки” [90, с. 21].

М. Томсетт дає визначення фундаментальному аналізу як процесу “дослідження стану економіки, галузі та фінансового стану емітента акцій з метою визначення ринкової вартості акцій емітента акцій” [102, с. 85].

Більшість економістів та аналітиків використовують термін “фундаментальний аналіз” як один із методів оцінки ринкової вартості акцій емітентів, що котируються на ринку, для того, щоб визначити майбутній потенціал їхнього зростання. Такий підхід, нарівні з технічним аналізом, широко використовують в західній практиці. Вчені-економісти У. Шарп, Г. Александер та Дж. Бейлі у своїй праці “Інвестиції” пишуть: “Фундаментальний аналіз виходить з того, що “істинна” (або внутрішня) вартість будь-якого фінансового активу рівна приведеній вартості всіх готівкових грошових потоків, які власник активу

розраховує отримати в майбутньому” [77, с. 11]. Тобто йдеться про оцінку вартості акцій емітента на основі аналізу їхньої здатності приносити прибуток.

Постулатом фундаментального аналізу акцій є те, що акції успішних емітентів зростають в ціні, тоді як вартість акцій збиткових акціонерних товариств знижується [103, с. 186]. Що більше доходів від бізнесу, співвласником якого є акціонер, тим дорожче повинна коштувати частка (акції) в цьому бізнесі. І, навпаки, якщо акціонерне товариство безперервно зазнає збитків, якщо росте його заборгованість перед кредиторами, то вартість такого емітента зменшуватиметься.

Необхідною умовою ефективного застосування цього методу для оцінки вартості акцій є інформаційна відкритість та прозорість економіки в цілому і емітентів зокрема [104, с. 748]. Тому правомірно зазначити, що в основі фундаментального аналізу акцій є процес збору та обробки інформації для визначення вартості акції. Сутність процесу полягає у виділенні та оцінці кожного чинника, що впливає на попит та пропозицію на ринку акцій. При цьому оцінюють гнучкість попиту та пропозиції, стан економіки країни, виявляють зовнішні фактори, визначають попит і пропозицію на конкретний актив, наприклад, ціни на нафту, політичні події у світі, війни, девальвацію однієї валюти щодо іншої, загальний рівень цін, доступність кредиту [105, с. 73].

Особливістю фундаментального аналізу є його орієнтація на певне коло користувачів, а саме інвесторів, які досліджують діяльність емітента з погляду визначення ризиків, доходності та ліквідності інвестицій у нього.

Специфіка методів фундаментального аналізу полягає у застосуванні підходів, які використовують загалом в економічному та фінансовому аналізі емітента акцій.

Отже, фундаментальний аналіз застосовують у сфері ринку цінних паперів, а його мета – визначення ефективності інвестицій на основі оцінки ризику, доходності та ліквідності майбутніх вкладень.

Отож виникає актуальна проблема дослідження можливостей та ефективності застосування фундаментального аналізу в умовах вітчизняного фондового ринку з метою ухвалення успішних інвестиційних рішень та форму-

вання ефективного портфеля акцій.

Питання фундаментального аналізу впродовж останніх років часто піднімається на сторінках монографій, навчальних посібників та публікацій, що присвячені ринку цінних паперів. Обговорення багатьох питань, висловлення власних думок в цій сфері на сторінках книг та статей у вузькому колі аналітиків, трейдерів або вчених-економістів відбувається безперервно, але часто це обговорення не має чітко визначеного предмету.

На думку К. Царіхіна: “Фундаментальний аналіз – це аналіз фундаментальних (тобто визначних, суттєвих) чинників, що впливають на курс цінних паперів” [106, с. 23]. О. Сохацька вважає, що “фундаментальний аналіз – це аналіз, що ґрунтується на фундаментальних уявленнях про взаємодію попиту й пропозиції та основних показниках внутрішньої вартості активів” [107, с. 173].

К. Криничанський дає таке трактування: “Фундаментальний аналіз – це орієнтований на прийняття інвестиційних рішень аналіз ринку цінних паперів, спрямований на прогнозування основних параметрів ринку та базується на дослідженні факторів (макро – та мікроекономічних, політичних, природних і т. п.), що впливають на динаміку ринку” [108, с. 1].

Відбуваються обговорення та дискусії щодо дефініції “фундаментальний аналіз”. Вчені та практики тлумачать можливість застосування фундаментального підходу до аналізу цінних паперів, подекуди змішуючи його з елементами технічного аналізу або недоречно їх протиставляють. Тому необхідно уточнити сутність поняття “фундаментальний аналіз”.

Під поняттям “фундаментальний аналіз” слід розуміти процес дослідження ключових факторів, що впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень.

Основний об’єкт аналізу – фінансовий інструмент, цінний папір, що обертається на організованому ринку.

Мета фундаментального аналізу – визначення справедливої вартості цінного паперу та подальший моніторинг для ухвалення відповідних інвестиційних

рішень. Порівнюючи одержану оцінку з поточним станом ринку, роблять висновок, наскільки переоцінений чи недооцінений цей товар [24, с. 113].

Проведене автором попереднє дослідження літературних джерел [18; 19; 21; 65; 90; 93; 95; 109; 110] показало, що практично всі “фундаментальні” підходи до аналізу цінних паперів є припущеннями про існування на ринку цінних паперів феномену подвійності “ціна – вартість”, протиставляючи поняттю реальності поточної ринкової ціни акції поняття її “внутрішньої (дійсної) вартості”, первісної щодо ринкової ціни.

Фундаментальний аналітик або інвестор свідомо, інтуїтивно або машинально припускає, що ціна акції чутлива до певного набору факторів (пов’язана через внутрішню вартість), які мають різну силу впливу, різний період розкриття, різну тривалість, може бути випадковою або не прогнозованою.

Враховуючи або не враховуючи зворотний зв’язок між акціями та емітентом, інвестора цікавить поточна оцінка різниці між внутрішньою вартістю та ринковою ціною акції. Проте зауважимо, що доходність емітентів та ринкова ціна їх акцій певною мірою обумовлені зовнішніми факторами, і насамперед загальним станом економіки та фондового ринку.

Джерелом очікуваної доходності звичайних акцій є зростання курсу акцій, а не дивідендні виплати. Реальним стимулом інвестування є різниця цін у момент купівлі та продажу акцій. Оскільки надійний прогноз довгострокового майбутнього цін на акції неможливий, важливо не переплатити під час їх купівлі. У цьому зміст відомої приказки: “Ціна – кращий друг аналітика”. Низька ціна купівлі повинна бути головним фактором безпеки інвестиційних вкладень.

Прогноз майбутнього руху цін звичайних акцій починають з аналізу минулих коливань показників їх цін та доходності. При тлумаченні минулої динаміки цін та доходності варто уникати спокуси механічно екстраполювати їх на майбутнє. Потрібно також врахувати вплив існуючих і виникаючих змін, тобто сили соціальних, політичних та економічних змін, що здатні вплинути на рівень та мінливість доходності звичайних акцій.

Навіть стратегічний інвестор навряд чи може ігнорувати динаміку цін акцій

та керуватися тим, що довгострокове зростання може покрити будь-які витрати. Звідси можна зробити два важливі висновки:

1. Визначаючи інвестиційні можливості конкретних цінних паперів, вкрай важливо оцінити рівень цін фондового ринку.

2. Проста екстраполяція даних за минулі періоди не дозволяє передбачати амплітуду та характер майбутніх змін цін на фондових ринках.

Останнім етапом оцінки акцій є вибір рівня капіталізації доходів або дивідендів. Загалом термін “рівень капіталізації” означає фактор, який використовують для визначення поточної вартості, прогнозованих нормальних доходів (мультиплікатор), або прогнозованого потоку дивідендів (ставка дисконтування). Зрештою, інвестори думають про дохід, який вони одержать після купівлі і продажу акцій. Тому велика частина інвестиційних досліджень мають на меті аналіз і оцінку окремих цінних паперів.

Західні дослідники виділяють два основоположних підходи у проведенні фундаментального аналізу [111, с. 252]. Традиційний аналіз стандартно передбачає підхід “зверху – вниз”, починаючи із загальноекономічного аналізу, потім переходить до аналізу стану галузі, і на кінець – до фундаментального аналізу стану емітента акцій. Існує й інший підхід, за якого інвестор здійснює аналіз “знизу – вгору”, розпочинає з мікрорівня, переходить до аналізу галузі та завершує аналіз економічною ситуацією країни та світової економіки [77, с. 814]. Обидва підходи є можливими і не виключають один одного.

Існують три загальні концепції, або підходи, до аналізу й оцінки звичайних акцій.

Перший і найстаріший підхід полягає в оцінюванні майбутньої ринкової ефективності. Точніше, це не оцінюючий підхід, оскільки тут не здійснюється оцінка акцій поза ринком. Тому ми називаємо цей підхід передбаченням. Другий і третій підходи є оцінкою внутрішньої та відносної вартості.

У разі реалізації концепції передбачення інвестор отримує довгий перелік акцій, які “переграють” ринок наступних 6 – 12 місяців. Цей підхід базується на припущенні, що поточна ринкова ціна цілком адекватно віддзеркалює нинішню

ситуацію для акцій, включаючи й загальну думку (консенсус) про їхнє майбутнє. Проте ймовірно, що ціна через рік буде іншою, ніж сьогодні, або буде цілком адекватно показувати загальні умови та очікування для такого випуску акцій. Такий прогноз цін є досить ризикованим і є опосередкованим щодо професійного аналізу.

Аналітик цінних паперів повинен передбачати нову ситуацію і за допомогою детального дослідження позицій та перспектив емітента акцій в майбутньому повинен оцінити: позитивно чи негативно позначиться ця ситуація на ціні акцій. Таке тлумачення функцій аналізу передбачає, що проникливість і майстерність аналітика в справі аналізу публічно доступної інформації дозволяють точніше спрогнозувати майбутнє емітента акцій, ніж це можна зробити на основі поточної ринкової ціни. За такого підходу аналітик не прагне точно оцінити, скільки коштує акція насправді.

Використовуючи другий підхід, що різко контрастує із першим, аналітик намагається оцінювати акції незалежно від їх ринкової ціни. Оцінка внутрішньої вартості – це спроба визначити, скільки акції коштують насправді, тобто ту ціну, за якою вони продавалися б, якби нормальний ринок зміг їх правильно оцінити.

У незалежності цінності акцій багато назв, з яких найчастіше використовують категорію “внутрішня вартість”. Застосовують і наступні назви: “нормальна вартість”, “інвестиційна вартість”, “розумна вартість”, “справедлива вартість” та “оцінна вартість” [90, с. 50].

Третій підхід спрямований не на внутрішню, а на відносну вартість. За такого підходу аналітики не приймають ідею повної незалежності внутрішньої вартості від поточного рівня цін на акції, а натомість прагнуть визначити відносну вартість акції в межах терміну ринкового рівня цін, які існують. Наприклад, можна задати рівень капіталізації для конкретного випуску щодо рівня капіталізації доходів або дивідендів будь-якої обраної групи акцій, наприклад, український фондовий індекс ПФТС відносно поточного рівня капіталізації для групи галузевих акцій або порівняної групи акцій зростання, до яких можна зарахувати оцінені акції.



Обираючи та обробляючи матеріали, потрібно враховувати не тільки їх значення і надійність, але й доступність та вигідність. Проте нерідко буває і так, що доводиться задовольнятися недостатньою інформацією, оскільки на отримання додаткової інформації доведеться витратити надмірні, не виправдані проблемою зусилля. Так буває із деякими аспектами повного аналізу емітента акцій, коли йдеться про короткострокові та нестійкі фактори (наприклад, переваги географічного положення або сприятливі умови праці).

Для зручності прийнято розділяти фактори, що використовуються в аналізі на кількісні та якісні. Кількісний аналіз спирається на статистику, тобто на всі корисні дані, які містяться в звітах про прибутки і збитки, балансові звіти і звіти про рух грошових коштів, а також різноманітні дані про виробництво, ціни на продукцію, витрати, потужності, невиконані замовлення і пенсійні зобов'язання. Ці показники прийнято об'єднувати в такі групи: 1) капіталізація; 2) прибуток і дивіденди; 3) активи і пасиви; 4) виробнича статистика.

До складу якісних факторів входять: природа бізнесу; відносне положення емітента акцій в галузі та гострота ринкової конкуренції, фізичні, географічні та виробничі характеристики емітента акцій; особливості управління і, нарешті, прогноз перспектив для емітента акцій та галузі в цілому. Щоб краще уявляти ситуацію, аналітик повинен звертатися до широкого кола джерел.

Отож, кількісні фактори характеризують конкретного емітента точніше, ніж якісні. Потрібну інформацію про минуле легше одержати, і вона придатніша для певних висновків. Фінансові результати є стислим віддзеркаленням таких якісних характеристик, як ділові здібності керівництва. Цей погляд не применшує значення якісних характеристик, а тільки вказує на те, що їх детальне вивчення є виправданим з погляду додаткового розуміння обставин, важливих для оцінки емітента акцій. Таке вивчення повинне допомогти аналітикові утриматися від того, щоб не переплутати сподівання з фактами.

Найретельніше досліджують такі якісні характеристики: природа бізнесу, особливості управління та перспективи отримання прибутку. Ці характеристики дуже важливі, і їх найважче оцінити.

Фундаментальний аналіз розпочинається не з емітента акцій, а з середовища, в якому відбувається його діяльність. Під час прогнозування біржових курсів в такому середовищі виникає ряд невизначеностей та проблем. Фундаментальний аналіз дозволяє подолати їх за допомогою використання системного підходу. Він охоплює три взаємопов'язаних сфери. Порядок проведення фундаментального аналізу акцій показані на рис. 1.2.



**Рис. 1.2. Структура фундаментального аналізу [110, с. 234]**

Загальноекономічний аналіз або макроекономічний аналіз, який має глобальний аспект, варто розпочинати з аналізу міжнародних факторів, що впливатимуть на діяльність фірми. Далі наведено характеристику ключових показників, які застосовують для оцінки економіки в цілому [18, с. 570]. Тому аналіз перспектив розвитку підприємства-емітента за схемою “від загального до конкретного” повинен розпочатись із стану світової економіки. При цьому варто розглянути оцінки міжнародних фінансових організацій щодо перспектив розвитку національних економік, здійснити порівняльну оцінку ключових показників: ВВП країн, динаміку фондового ринку, рівня процентних ставок, грошово-кредитної політики провідних країн світу, обсягів світової торгівлі, коливання валютних курсів, свопів на кредитний дефолт.

Наступним етапом є аналіз основних економічних показників. Серед ключових макроекономічних індикаторів слід виділити: ВВП, індекс обсягів промислового виробництва, індекс обсягів продукції сільського господарства, індекс споживчих цін (індекс інфляції), індекс цін виробників промислової продукції, рівень безробіття, дефіцит (профіцит) Державного бюджету у відсотках до ВВП, облікова ставка національного банку, доходи та витрати населення, пла-

тіжний баланс країни.

Переходячи від аналізу макроекономічних факторів до галузевого аналізу, інвестор повинен виявити найперспективніші галузі, здатні ефективно функціонувати в умовах макроекономічного середовища.

Основне завдання галузевого аналізу – визначення ступеня інвестиційної привабливості галузей, продукція яких має конкурентні переваги і здатна в майбутньому завойовувати ринкову нішу, або на той час користуватиметься підвищеним попитом, що забезпечить стратегічному інвесторові майбутні грошові надходження. Галузевий аналіз важливий також для оцінки конкурентоздатності середовища, в котрому працює емітент.

Основними напрямками аналізу галузевих факторів є:

- конкуренція;
- поточна циклічність;
- етап життєвого циклу;
- стан галузі.

На першому етапі інвесторові необхідно вивчити ринкові властивості продуктів та послуг, які пропонує досліджувана галузь, а також виявити інші галузі економіки, котрі виробляють аналогічні або взаємозамінні види продукції. Під час проведення галузевого аналізу також необхідно дослідити такі галузеві фактори, як: життєвий цикл продукту, характерний для певної галузі, умови конкуренції, тривалість виробничого циклу, виробничий потенціал виробників та платоспроможність покупців, заплановані капітальні інвестиції в галузі. Оцінюють також рівень державного регулювання галузі та інше.

Д. Френч запропонував основний перелік факторів, досліджуваних під час здійснення галузевого аналізу, який представлений у додатку Д.

Вчений-економіст М. Портер, який є визнаним фахівцем з питань галузевого аналізу, вважає ключовою проблемою взаємозв'язку між структурою галузі, конкурентною стратегією та прибутковістю. Він виділяє такі п'ять факторів конкуренції в галузі:

1. Загроза появи в галузі нових конкурентів.

2. Конкуренція серед конкурентів, які вже існують.
3. Ціновий тиск з боку товарів-замінників.
4. Ринковий тиск з боку постачальників.
5. Ринковий тиск з боку покупців [18, с. 599].

Детальна характеристика кожного із факторів наведена в додатку Е.

Питання про роль галузевих досліджень у прийнятті інвестиційних рішень є дискусійним. Однак, підхід до інвестування в звичайні акції полягає в тому, що спочатку обирають найперспективнішу галузь або галузі, а потім відбирають акції недооцінених емітентів.

Але навіть якщо перспективи галузі виглядають досить привабливими, це ще не аргумент, що варто неодмінно купувати такі акції. Добре відомі приклади емітентів, які роками рухалися в напрямі, зворотному до загальногалузевого руху. Тому не варто переоцінювати роль галузевих тенденцій при виборі конкретних акцій. Навіть якщо у галузі в цілому чудові перспективи на майбутнє, не всім галузевим емітентам гарантовано процвітання. Так само як в застійних галузях не всі підприємства приречені на занепад [90, с. 132].

При всій відмінності думок про роль галузевих оцінок при інвестуванні в звичайні акції зрозуміло, що ефективність емітента акцій не може бути повністю або надовго ізольована від економічного клімату в галузях, що складають основу її діяльності. При оцінці конкретних емітентів дуже важливо враховувати загальногалузеву інформацію.

Переоцінка ролі сприятливості або несприятливості галузі тоді, коли емітент має високі або низькі доходи, є небезпечною, оскільки причина і результат будуть враховані як два фактори оцінки, а не один, як це є насправді. Враховуючи націленість досліджень на майбутнє, усталені особливості й тенденції збережуться й надалі.

Центральним моментом галузевого аналізу є порівняння галузей. Це означає, що галузеву ефективність потрібно оцінювати порівняно з іншими галузями. Подібні галузеві дослідження дозволяють краще зрозуміти фактори, які впливають на галузі, краще оцінити їхню ефективність, що, насамперед, дозволяє

точніше передбачати майбутнє.

Існують суттєві джерела впливу на бізнес, про які не можна дізнатися із фінансових звітів або галузевого аналізу. Наприклад, виробники сигарет, подібно як і виробники міцних спиртних напоїв, зіткнулися з тим, що суспільство вітає підвищення акцизних податків на їх продукцію. В результаті попит скорочується як через зростання роздрібних цін, так і через обмеження на рекламу. Акції емітентів цих галузей постійно недооцінюються ринком. У цьому випадку керівництво вдається до диверсифікації бізнесу або відбувається реорганізація в багатогалузеві концерни.

Зміни політики та практики державного регулювання можуть рішуче змінювати конкурентну ситуацію та величину витрат. Наприклад для емітентів акцій таких галузей як: банківська, теле- і радіомовлення, фармацевтична, охорона здоров'я, страхування, комунальні послуги, телекомунікації, кредитні організації. Надійна оцінка поточної і майбутньої здатності одержувати прибуток неможлива без обґрунтованих якісних оцінок майбутнього становища у державному регулюванні.

На розвиток державного регулювання впливають не лише економічні, але й політичні чинники. Захист ринків і галузей, заохочення ядерної енергетики, сфери фінансових послуг і захист сільськогосподарських цін – всі ці напрями політики дуже спірні у рамках чистої економічної логіки, але виявляються реалізованими через важко прогнозований регіональний і політичний тиск. Аналітикові цінних паперів доводиться враховувати вплив таких факторів [90, с. 134 – 135].

Різноманітні нефінансові фактори легко можуть відвернути аналітика від вивчення вимірних показників, таких як обсяг продажів та різних факторів забезпечення прибутку. Набагато важливіше те, як керівництво підприємства намагається це вирішити. Навряд чи аналітикові коли-небудь стануть відомі подробиці того, як ухвалюють важливі рішення, але він може багато що зрозуміти, уважно спостерігаючи за тим, як підприємство вибудовує стосунки зі своїми працівниками, клієнтами, громадськими й державними організаціями, із засобами інформації, аналітиками й акціонерами. Відсутність інтуїції, гнучкості

та зневага до оточення, в якому працює емітент, є майже гарантованими ознаками помилковості мотивів. Якщо цим керуються провідні менеджери, то в майбутньому проблем не уникнути.

Багато хто з аналітиків вважають, що важливіше знайти добре кероване підприємство, ніж емітента, курс акцій якого зростає. Достовірна інформація про управління досить мізерна. Існує дуже мало об'єктивних тестів менеджерських здібностей, але більшість з них не наукові. Переважно інвесторові доводиться покладатись на репутацію, яка може виявитися цілком незаслуженою. Найпереконливішим свідченням високих професійних якостей керівництва є постійно вищі, ніж у інших, результати, але це повертає нас до кількісних оцінок.

Фондовий ринок схильний двічі враховувати фактор ефективного менеджменту емітента цінних паперів. Ціна акцій відображає високі доходи, які є результатом кваліфікованого управління. Аналітик окремо додає оцінки за “мудре управління”. Нерідко це призводить до завищення оцінок.

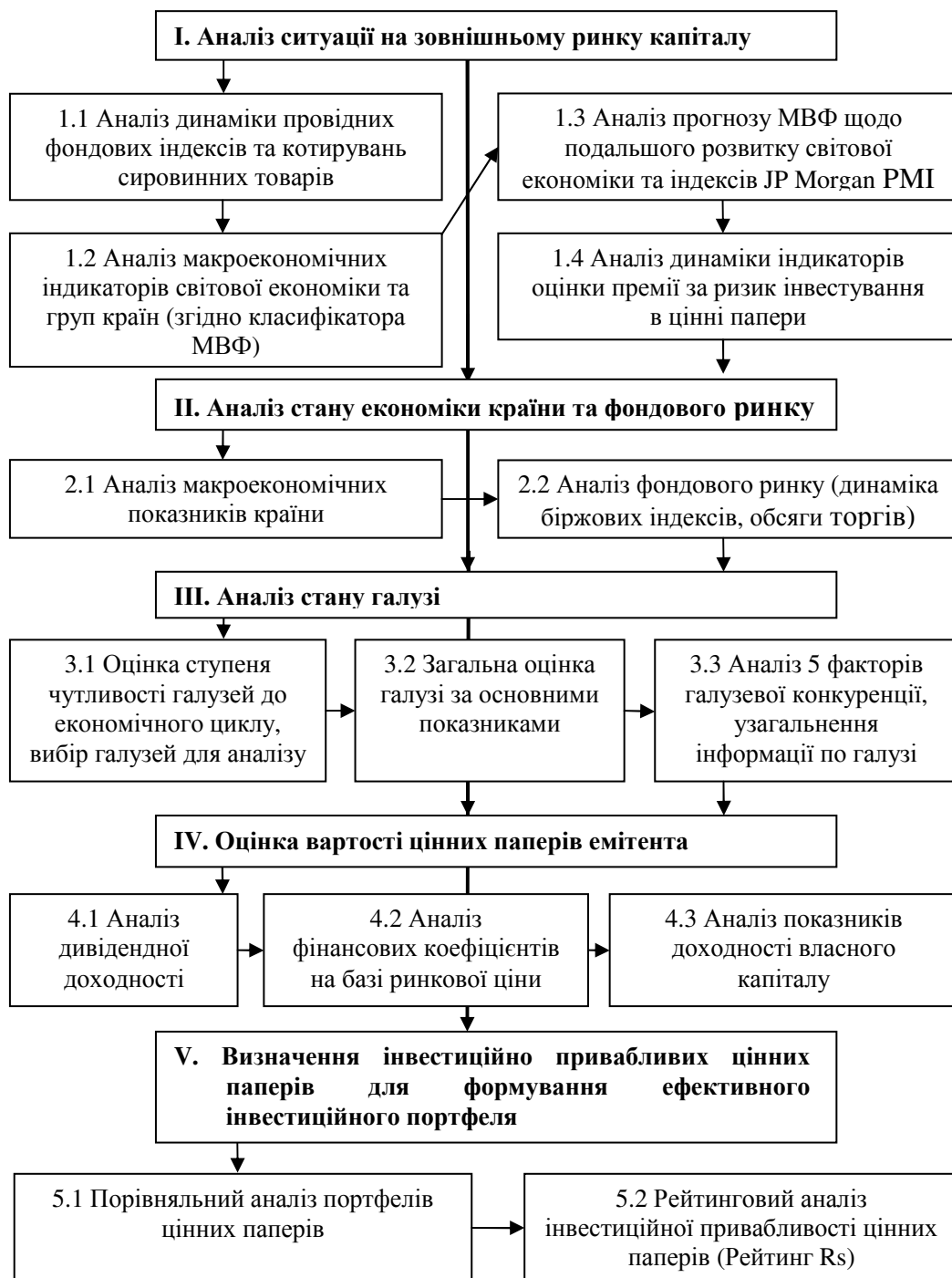
Динаміка прибутку є ключовим фактором аналізу та оцінки звичайних акцій. Зростання прибутку свідчить про хороші перспективи, і його варто враховувати. Відображення на графіку обсягів продажів, прибутку та інших фінансових показників емітента або галузі доповнюють розрахунком показників абсолютної і відносної динаміки, побудовою трендів.

Важливо відзначити, що застосування методу екстраполяції для прогнозування прибутків справляє враження чогось ґрунтовного і визначеного, і це здатне ввести в оману. Екстраполяцію можна використовувати лише як грубу оцінку того, що може трапитися в майбутньому. Навіть не можна допускати, щоб екстраполяція трендових ліній, яку можна продовжити до безкінечності, спотворювала б розуміння несприятливості фінансових умов у минулому та сьогодні.

Відзначимо, що основна ідея фундаментального аналізу – аналіз цінних паперів, – це насамперед вимірювання запасу надійності облігацій або цін звичайних акцій. Результатом такого підходу є вибір методів оцінки, а не передбачення. Під час аналізу та оцінки емітентів варто надавати значення непід-

владним вимірюванню якісним факторам.

На рис. 1.3 запропоновано етапи аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів на основі фундаментального аналізу. У наступних розділах детально розкривається кожен з етапів аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів на прикладі акцій 9 емітентів, що котируються на вітчизняній фондовій біржі ПФТС.



**Рис. 1.3. Етапи аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів**

У підсумку відзначимо, що оцінки майбутніх значень фінансових показників базуються на очікуваннях та розрахунках. Очікування надійні тоді, коли минулі досягнення емітента є досить ґрунтовними. В цьому випадку підхід аналітика діаметрально протилежний підходу спекулянта, який готовий до будь-якої невизначеності, і для якого минуле ніяк не пов'язане з майбутнім. Для аналітиків майбутнє – це ризик, який потрібно враховувати та за можливості нейтралізувати його. Тому аналітик повинен робити ставку на перспективу і відбирати емітентів цінних паперів, для яких перспективи кращі, ніж для ринку.

Концепція запасу міцності Б. Грехема є найфундаментальнішою кількісною концепцією аналізу цінних паперів. У випадку звичайних акцій запас міцності визначається тим, наскільки обчислена внутрішня вартість емітента більша, ніж її поточна ринкова ціна. Щоправда, коли вкладаєш гроші в першокласні або провідні звичайні акції, такого розриву між ціною і вартістю зазвичай не буває. У цих випадках запас міцності забезпечують такі якісні фактори, як панівне положення емітента у своїй галузі і на своїх ринках, а також очікуване зростання прибутку. Тому під час оцінювання звичайних акцій аналітикові доводиться ретельно враховувати як кількісні, так і якісні фактори.

## **Висновки до розділу 1**

У процесі дослідження теоретико-організаційних основ аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів зроблено такі найважливіші висновки та узагальнення:

1. Узагальнено погляди вчених стосовно трактування поняття “інвестиційна привабливість”, яка розглядається як інтегральна характеристика переваг та недоліків об’єкта інвестування, що дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об’єкт з позиції взаємозв’язку між доходністю та ризиками інвестування в цінні папери.

2. Інвестиційна привабливість цінного паперу для інвестора полягає в очікуванні отримати від вкладення прийнятний рівень доходності при



максимальному зниженні ризиків. В цілому для оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування цін на його акції існує два ключових підходи – фундаментальний аналіз та технічний аналіз. У світовій економічній думці існує ряд теорій та моделей, які описують функціонування фондових ринків з позицій ризику і доходності інвестування для визначення справедливої ринкової вартості окремого цінного паперу.

3. Критичний аналіз гіпотези ефективного ринку, теорії випадкових блукань та портфельної теорії дав змогу виявити їхні переваги та недоліки. Незважаючи на критику та ряд аномалій, гіпотеза ефективного ринку є основоположною теорією у світовій економічній думці, прийнятою для пояснення взаємодії інформації та цін на фондовому ринку. На противагу класичним теоріям існують альтернативні – модель біржових крахів Д. Сорнетте та фрактальна теорія ринку. Однак вони в основному акцентовані питанням виявлення біржових крахів, а не аналізу цінних паперів з метою пошуку недооцінених активів.

4. Визначено, що цінова модель ринку капіталу (САРМ) на сьогодні є найефективнішою моделлю, яка вказує на взаємозв'язок між ризиком та доходністю акцій. Вважається, що модель краща на практиці, ніж теорія диверсифікації, оскільки вона визнає неможливість застрахуватися від фондового ринку в цілому. Встановлено, що  $\beta$ -коефіцієнт із моделі САРМ є зручною основою для встановлення ступеня взаємозв'язку між систематичним ризиком та доходністю цінного паперу.

5. Порівняльний аналіз стратегій інвестування в акції У. Баффета, Б. Грехема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона та Ф. Фішера констатував, що до сьогодні інвестори фондового ринку у прийнятті інвестиційних рішень стосовно вкладень у цінні папери на перше місце ставлять методику аналізу Б. Грехема. Його підхід у пошуку недооцінених активів при певній адаптації до сучасних умов фондових ринків абсолютно не втратив своєї цінності. Концепція Б. Грехема є базовою та водночас цінною методикою для учасників ринку цінних паперів, які розробляють стратегію інвестування в цінні папери та здійснюють управління інвестиційним портфелем. Встановлено, що серед досліджених інвестиційних

стратегій, усі інвестори для прийняття інвестиційних рішень застосовують фундаментальний аналіз цінних паперів.

6. Уточнено трактування сутності поняття “фундаментальний аналіз”, що розглядається як процес дослідження ключових факторів, які впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень.

7. З'ясовано, що ключовий принцип фундаментального аналізу базується на тому, що істинна цінність цінного паперу емітента може бути зіставлена з його фінансовими характеристиками. Будь-яке відхилення від цієї істинної цінності стає сигналом, що акції такого емітента переоцінені або недооцінені. Визначено, що аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів, який заснований на принципах фундаментального аналізу, повинен володіти чітким дедуктивним спрямуванням дослідження – від глобальних оцінок через макрорівень до розгляду на макрорівні цінних паперів окремого емітента. Загалом його структура охоплює три взаємопов'язаних сфери: загальноекономічний аналіз, який має глобальний аспект; галузевий аналіз; аналіз стану та діяльності окремого емітента.

Основні наукові результати даного розділу висвітлено у працях [114; 115; 116; 117; 118].

## РОЗДІЛ 2

### МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

#### 2.1 Аналіз ситуації на зовнішньому ринку капіталу

У 2008 році світова економіка зазнала найгірших з 1930-х років фінансових потрясінь. Фінансова криза, яка розпочалася у серпні 2007 року з краху ринку іпотечних позик США, у першій половині 2008 року поглибилася і набула ознак глибокої рецесії світової економіки.

Причини глобальної кризи криються у високих темпах економічного зростання та низьких процентних ставках, котрі призвели до надмірного оптимізму та прийняття ризиків, що спричинило збої у ряді сфер: ринкова дисципліна, фінансове регулювання, макроекономічна політика та глобальний нагляд. У цей період глобальна фінансова система стрімко зростала, створюючи нові інструменти, котрі, як вважалось, забезпечують вищу доходність при меншому ризикові. Цьому сприяла загальноприйнята перевага “спрощеного варіанту” регулювання. З цього припущення можна зробити висновок, що дисципліна фінансового ринку дозволить викоринити необачну поведінку, – і фінансові інновації будуть сприяти розподілу ризику, а не його концентрації.

Обидва припущення виявились помилковими або щонайменше необґрунтованими. Це призвело до неприйняттого накопичення зовнішніх дисбалансів, значно завищених цін на активи в країнах з розвинутою економікою та країнах з ринками, що формуються, особливо на ринках нерухомості, різкого зростання цін на біржові товари та неймовірного підвищення рівнів левериджу та ризику в основних фінансових системах – як в банківській, так і за її межами [119, с. 9].

Іпотечна криза в США призвела до багатомільярдних втрат інвестиційних фондів та інших фінансових організацій. Найбільших збитків зазнали: Bear

Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Freddie Mac, Fannie Mae, AIG, BNP Paribas, Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, HBOS та інші [120, с. 840].

Світову економіку захлиснула хвиля списань проблемних активів. Багато фінансових інститутів світу раптом відчули гостру нестачу капіталів. Одночасно зі збільшенням частки токсичних активів у кредитному портфелі банки почали списувати мільярди доларів, тим самим зводячи до нуля свої резерви. У такий спосіб вони втратили всі можливості гарантувати свої борги хоча би якимось чином. Фінансовий ринок опинився у стані тотальної недовіри. Перебуваючи в шоковому стані від такого розвитку подій, інвестори засумнівалися в надійності своїх вкладень і майже синхронно почали розпродавати свої цінні папери. Саме в такий спосіб інвестори почали продавати і закордонні активи, у тому числі й українські. Так, інвестиції в нашу економіку, здавалося б, не пов'язану з банківською системою США, стали жертвою світової фінансової кризи.

Банки втратили довіру до ринку і припинили кредитувати не тільки клієнтів, але й один одного. В таких умовах багато комерційних банків, що розраховували покрити свої проблемні активи позиковими коштами, зіткнулися з нерозв'язною проблемою, про яку ще кілька місяців раніше важко було навіть уявити. На фінансовому ринку стало неможливо позичити кошти.

Загалом органи фінансового регулювання виявились невідповідними до виявлення концентрації ризиків та збитків, що були викликані бумом фінансових новацій. Ні ринкова дисципліна, ані регулювання не змогли стримати наростання ризиків протягом кількох років, зумовлених швидким процесом інновацій та зростаючим левериджем. У дослідженні під категорією “леверидж” слід розуміти співвідношення інвестованого капіталу в цінні папери з фіксованим доходом (облігації, привілейовані акції) до вкладень у цінні папери з нефіксованим доходом (звичайні акції).

У сфері макроекономічної політики директивні органи більшості країн світу достатньо не врахували наростання макроекономічних дисбалансів, котрі сприяли посиленню системних ризиків у фінансовій сфері та на ринках житла. Не було налагоджено дієве співробітництво з питань політики на міжнародному рівні, що

поглиблювало ризики, пов'язані із нездатністю виявити підсилення факторів вразливості та трансграничні зв'язки. Центральні банки приділяли основну увагу інфляції, а не ризикам, пов'язаним з високими цінами на активи та високим левериджем. Зі свого боку органи фінансового нагляду були стурбовані проблемами офіційного банківського сектору, а не ризиками, що накопичилися в тіньовій фінансовій системі.

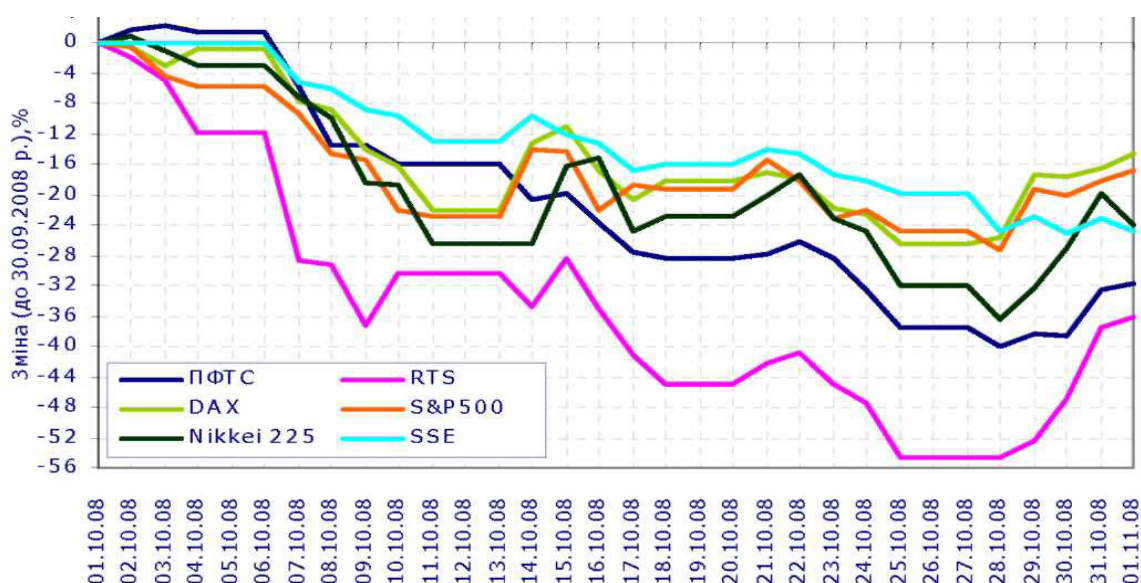
Дії Федеральної резервної системи (далі – ФРС) США зі стабілізації ринку не давали ефекту. 15 вересня 2008 року інвестиційний банк Lehman Brothers оголосив про своє банкрутство, а фондовий ринок США розпочав нестримний “обвал”. Другий інвестиційний банк Merrill Lynch був терміново проданий Bank of America – це був єдиний спосіб уникнути банкрутства. А в цей час найбільша страхова установа у світі AIG оголосила про те, що після виплат всіх страхових зобов'язань (донедавна лідер із перестраховування ризикових кредитів) теж перебуває на межі дефолту [121].

Фондовий ринок США зазнав значного спаду в середу 17 вересня 2008 року на побоюваннях колапсу найбільших фінансових установ. Американські фондові індекси знизилися більш ніж на 4% за підсумками торгів. Так, індекс Standard&Poor's 500 знизився до мінімальної позначки з травня 2005 року. Ринок втратив за тиждень близько 3,6 трлн дол. США вартості в результаті найзначнішого в історії банкрутства – Lehman Brothers. Котирування акцій Goldman Sachs Group Inc. і Morgan Stanley, останніх незалежних брокерських установ, які залишилися на Уолл-стріт, знизилися на 14% і 24% відповідно. Цінні папери AIG впали в ціні на 45 % – до 2,05 дол. США [122].

Тотальне зниження фондових індексів на світових фондових ринках, що розпочалося у середині вересня 2008 року, у жовтні набуло ще більших масштабів. Негативна макроекономічна та корпоративна статистика, очікування інвесторів на рецесію світової економіки чинили значний тиск на світові фондові ринки.

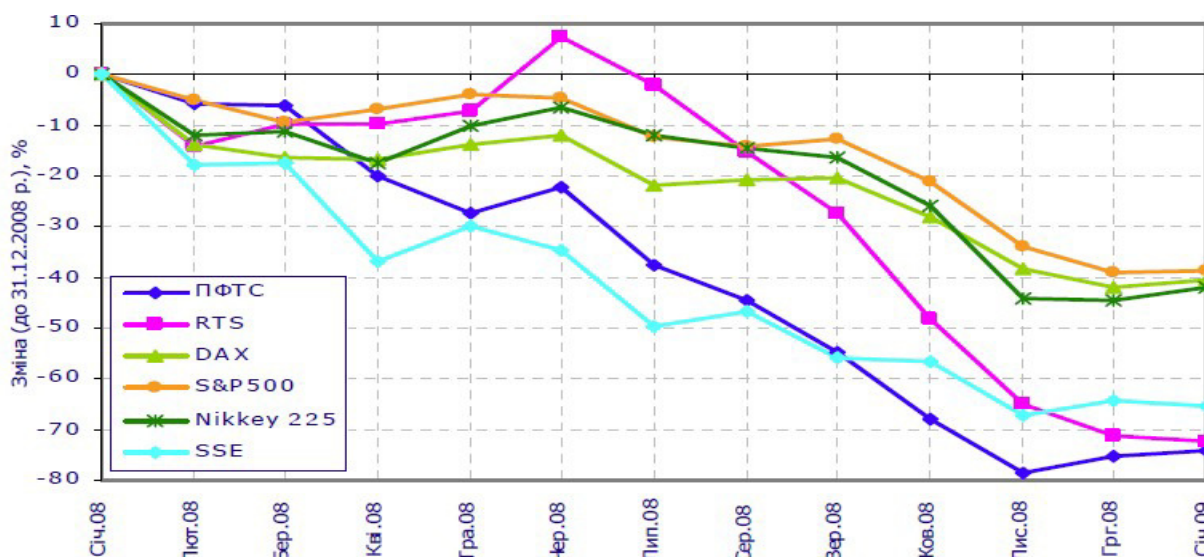
Заходи, вжиті керівництвами країн щодо стимулювання економік та запобігання поширенню фінансової кризи, не змогли втримати фондові ринки від

падіння – провідні світові фондові індекси знизилися в середньому на 18%: DJI (-13,95%), S&P500 (-16,83%), Nasdaq (-17,35%), DAX (-14,46%), Nikkei 225 (-23,83%), SSE (-24,63%), RTS (-36,18%).



**Рис. 2.1.** Динаміка фондових індексів у жовтні 2008 року [123, с. 2]

Динаміка фондових індексів України, Росії, Німеччини, США, Японії та Китаю протягом 2005 – 2010 років (додаток Ж) є дуже волатильною. Наприклад, аналізуючи помісячну динаміку індексів у 2007 році, можна зробити висновок про стрімке зростання фондових ринків України, Росії та Китаю.

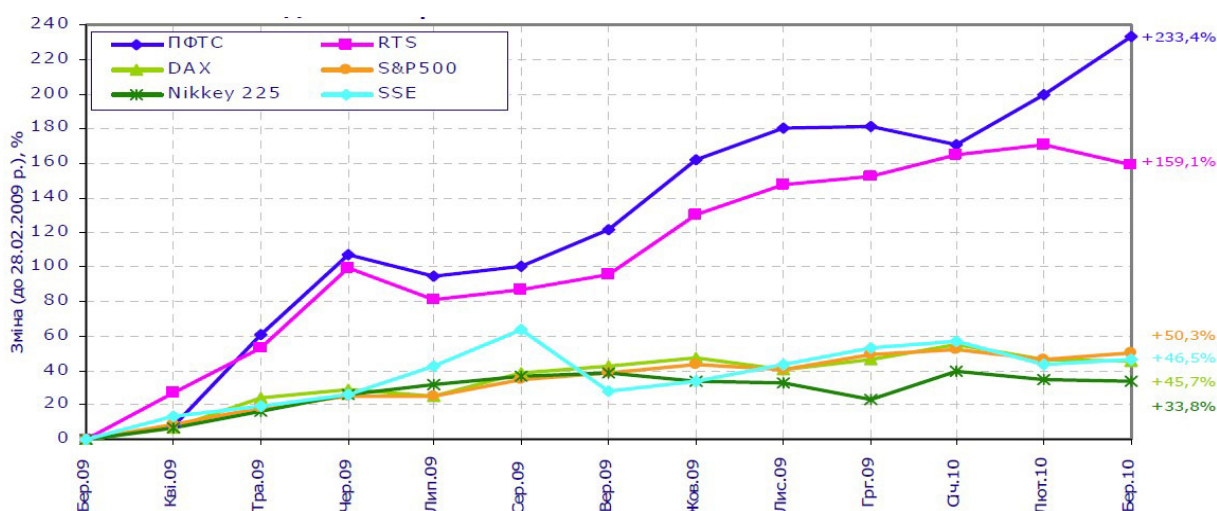


**Рис. 2.2.** Динаміка фондових індексів деяких країн за 2008 рік [127, с. 2]

Помірне зростання спостерігалось на фондових біржах розвинутих країн. Однак, починаючи із другого півріччя 2008 року відбувалось стрімке падіння усіх

індексів. У цілому за підсумками 2008 року, на відміну від попередніх років, фондові індекси показали значну від’ємну динаміку. Фактично, станом на початок 2009 року негативна динаміка фондових індексів країн, що розвиваються (ПФТС, РТС, SSE) та розвинутих країн (DAX, Nikkey 225, S&P 500), знаходиться у двох різних діапазонах: перший – від “мінус” 60% до “мінус” 80%, другий – від “мінус” 45% до “мінус” 35% (рис. 2.2.).

Після того, як у березні 2009 року було пройдено пік спаду, індекси ПФТС та РТС зросли на 233,4% та 159,1% відповідно. Індекси країн з розвинутою економікою та Китаю продемонстрували ріст в діапазоні 33 – 50%.



**Рис. 2.3. Динаміка фондових індексів деяких країн з березня 2009 по березень 2010 року [128, с. 3]**

Ця динаміка демонструє високий рівень ризику інвестування у фондові ринки України та Росії на відміну від більш розвинутих ринків. Динамічні зростання та зниження фондових індексів ПФТС та РТС свідчать про можливість одержання як надприбутків, так і значних збитків. Тому з погляду доходності український фондовий ринок володіє високою інвестиційною привабливістю. Однак динаміка вітчизняного фондового ринку не є адекватним відображенням реального стану економіки України.

Країни з розвинутою економікою значно більше постраждали від проблем на фінансових ринках та погіршення ситуації на ринках житла. Країни Європи з ринками, що формуються, та країни Співдружності Незалежних Держав, які значною мірою поклались на притік капіталу для підтримки економічного

росту, понесли серйозні збитки на ранньому етапі під впливом фінансових факторів. Країни, економіки яких сильно залежали від експорту продукції переробної промисловості (країни Східної Азії, Японія, Німеччина та Бразилія), зазнали великих втрат від зниження попиту на експортних ринках. Країни Африки, Латинської Америки та Близького Сходу постраждали від падіння цін на біржові товари, зниження попиту на експорт та скорочення грошових переказів і притоку іноземного капіталу.

Згідно з оцінками МВФ, станом на липень 2009 року, світ за час кризи зазнав збитків більше, ніж на 10 трлн. дол. США. Багаті країни на підтримку своїх фінансових інститутів виділили в загальному 9,2 трлн. дол. США, “нові економіки” направили на такі цілі сумарно 1,6 трлн. дол. США. З цих коштів біля 1,9 трлн. пішли на безпосередні виплати, а решту – на гарантії та позики [129].

Кон'юнктура на світових ринках сировини характеризувалась загальним зростанням цін основних товарних груп до нових історичних максимумів у I півріччі 2008 року. Однак різке зниження біржових цін в третьому кварталі 2008 поклала кінець буму на біржові товари. Індекс цін на біржові товари, що укладається МВФ, знизився майже на 55 процентів у другій половині 2008 року. Тому у II півріччі під тиском скорочення світового попиту розпочалося зниження цін до рівня 2006 року і нижче, включаючи метали, що є основою експорту України (додаток 3.1). Зокрема ціни на сталь знизились через падіння цін на витратні матеріали (енергоносії, металобрухт) та скорочення попиту (передусім з боку автомобілебудування та будівельної галузі). Таке різке зниження цін на біржові товари в основному було викликано несприятливими наслідками зниження попиту та ділової активності в глобальному масштабі. Зокрема однією з головних причин зниження цін на біржові товари був різкий спад ділової активності в середині 2008 року в країнах з ринками, що формуються, та країнах, що розвиваються, оскільки частка цих країн переважно впливала на значний приріст попиту в період буму. В основному ціни стабілізувались наприкінці 2008 року, нижньою точкою став лютий 2009 року.

Найбільше криза вплинула на біржові товари, тісно пов'язані з вироб-



ництвом продукції середньо- та довгострокового споживання. Тоді як ціни на біржові товари, попит на які не такий еластичний за доходом, для прикладу продукти харчування, знижувались значно менше.

Таблиця 2.1

**Індекси реальних цін на біржові товари (середні за 1990 – 1999 рр. = 100)**

	Грудень 2009 р.	Пік, березень 2008 р.	Нижня точка, лютий 2009 р.	Середнє 2000 – 2009 рр.
Індекси цін на біржові товари	172,1	230,6	123,2	133,6
Непаливні товари	106,2	131,4	85,2	89,0
Продукти харчування	97,4	122,7	88,9	82,6
Напої	120,1	110,7	99,6	77,6
Виробничі ресурси	114,2	143,7	79,4	97,6
Сільськогосподарська сировина	73,8	77,7	58,9	75,2
Метали	162,3	222,3	103,9	124,3
Паливо	271,9	380,9	180,7	201,1
Нафта	283,5	392,6	161,5	203,3

Джерело: складено автором за [118, с. 31].

У 2010 році у світі суттєво зросли ціни на сировинні ресурси. Так, індекс цін на сировинні ресурси, за винятком енергоносіїв, наблизився до свого максимуму 2008 року, а середньорічне значення ціни на нафту становило близько 80 доларів США за барель. Світові ціни на сталь зросли приблизно на 20% у грудні 2010 до грудня 2009 року, а в середньому за рік – на 22,4% [131, с. 13]. Світові ціни на продовольство у грудні 2010 року досягли рекордних значень із 1990 року (додаток 3.2).

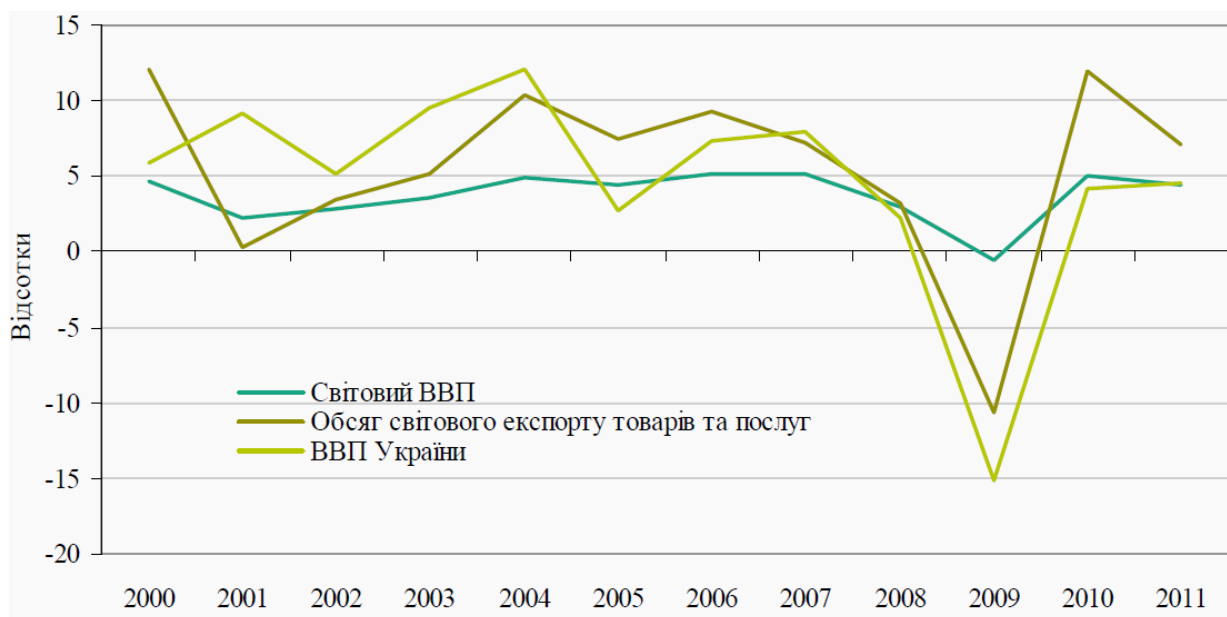
Економічна рецесія в розвинутих країнах позначилася на ринках, що розвиваються або формуються, через уповільнення світової торгівлі, вплив приватного капіталу, скорочення інвестування. За оцінкою Інституту міжнародних фінансів, обсяг надходжень приватних коштів до нових ринкових економік скоротився майже наполовину – до 466 млрд. дол. США у 2008 р. з історично рекордного обсягу 929 млрд. дол. США у 2007 році. Серед додаткових факторів, що посилювали рецесію, були соціальна напруженість, спекуляції на валютному ринку і ринку капіталів. Скорочення світового попиту і зростання вартості фінансування торговельних операцій призвело до зниження обсягів світової торгівлі товарами та послугами з 7,2% у 2007 році до 4,1% у 2008

році [130, с. 39].

Після глибокої рецесії в 2009 році у світовій економіці розпочалися позитивні тенденції щодо відновлення економічної активності разом із зростанням довіри споживачів та ділових кіл до фінансових установ. Вирішальне значення для стабілізації мало масштабне державне втручання, яке забезпечило підтримку попиту і знизило системний ризик на фінансових ринках. Проте світова економіка скоротилась у 2009 році на 0,6%. При цьому рецесія у провідних економіках становила -3,2%, зокрема, ВВП США скоротився на 2,4%. Від'ємний внесок цієї групи країн у світовий ВВП частково компенсувався динамічними темпами зростання нових ринкових економік, зокрема, ВВП Китаю зріс на 8,7%. При цьому країни з числа основних торговельних партнерів України, а саме в європейському регіоні та СНД, за темпами падіння випереджали інші країни. Скорочення обсягів світової торгівлі на 10,7% у 2009 році відбулося вперше за період із 1982 року. Разом з тим підвищення обсягів світової торгівлі на 5,6% за 4 квартал 2009 року є найвищим темпом за період із 1991 року [132, с. 36].

У 2010 році продовжувалось післякризове відновлення світової економіки, світових товарних та фінансових ринків після найглибшої рецесії останніх років. Зростання світової економіки прискорилося до рівня близько 4%, а обсяг світової торгівлі зріс на 12,4% (рис. 2.4). Цьому сприяли масштабні заходи урядів провідних країн світу і міжнародних фінансових організацій зі стабілізації фінансового сектору та підтримки національних економік. Для досягнення стабільності на фінансовому ринку, відновлення кредитування, стимулювання зростання економіки уряди різних країн спільно або незалежно від центральних банків розпочали запровадження національних програм стабілізації. Головними джерелами фінансування стали державні бюджети та цільові фонди країн і у значно меншій пропорції кошти центральних банків. Ключовий принцип реалізації таких програм – детальне узгодження економічної політики уряду і заходів центральних банків щодо політики валютного курсу, відсоткових ставок, а також збільшення обсягів ліквідних коштів у фінансовій системі, посилення пруденційного регулювання у фінансовій сфері, рекапіталізація банківської

системи, стимулювання кредитування, гарантування збереження власності, зокрема депозитів і закладеного майна.



**Рис. 2.4. Економічне зростання в Україні та світі і світовий експорт (зміна до попереднього року, 2000-2011 роки – оцінка МВФ) [131, с. 11]**

Однак економічна динаміка була нерівномірною за країнами та регіонами. Збільшився розрив у темпах зростання економічно розвинутих країн та нових ринкових економік. Так, серед провідних економік світу ВВП США зріс у 2010 році на 2,9%, країн Євросони – близько 2%. Країни з новими ринковими економіками динамічно розвивалися – ВВП Китаю зріс до 10,3% у 2010 році, Росії – до 4,0%.

Протягом 2009 року в більшості регіонів світу інфляційний тиск швидко спадав, а збільшення вільних потужностей в економіці стримувало тенденції росту цін. В країнах з ринком, що формується, рівень інфляції значно знизився, хоча в деяких випадках ослаблення валют стримувало цю понижувальну тенденцію. Однак глобальне подорожчання продовольства, сировини та енергоносіїв у 2010 році прискорило інфляцію у світовому масштабі до 3,7 з 2,5% у 2009 році. У країнах, що розвиваються, додатковий інфляційний тиск чинив приплив капіталу. Також здійснювало тиск на ціни (особливо для країн із фіксованими режимами обмінного курсу) знецінення долара США на світових ринках.

## Міжнародна економіка: США, Росія та країни Євросони

Показники	Зміна у річному обчисленні, %						
	2008	2009			2010		
		червень	листопад	рік	червень	листопад	грудень
<b>США</b>							
Індекс споживчих цін	3,8	-1,4	1,8	-0,4	1,1	1,1	1,5
Індекс цін виробників	-1,8 <sup>1</sup>	-4,4	2,2	4,3 <sup>1</sup>	2,8	3,5	4,0
ВВП (кв/кв) <sup>2</sup>	0,4	-4,1	-	-2,6	3,0	-	2,8 <sup>3</sup>
2	-11,4 <sup>1</sup>	-15,5	-5,1	-2,0 <sup>1</sup>	8,2	5,4	5,9 <sup>3</sup>
Роздрібні продажі <sup>2 8</sup>	3,6	-8,8	1,9	-6,2	4,8	7,5	7,9 <sup>3</sup>
Рівень безробіття <sup>2 4</sup>	5,8	9,5	10,0	9,3	9,5	9,8	9,4
Грошова маса (M2) <sup>2</sup>	9,5 <sup>1</sup>	10,1	6,6	4,5 <sup>1</sup>	1,8	3,2	3,4 <sup>3</sup>
<b>Країни євросони</b>							
Індекс споживчих цін <sup>5</sup>	3,7	-0,1	0,5	1,0	1,4	1,9	2,2 <sup>3</sup>
Індекс цін виробників	1,2 <sup>1</sup>	-6,5	-4,4	-5,1	3,6	4,5	-
ВВП (кв/кв) <sup>2</sup>	0,6	-4,8	-	-4,0	1,9	-	-
Промислове виробництво <sup>7</sup>	-12,4 <sup>1</sup>	-17,0	-7,0	-14,9	8,4	7,4	-
Роздрібні продажі	2,8	-2,1	-2,1	-2,3	0,0	0,1	-
Рівень безробіття <sup>2 4</sup>	7,6	9,5	9,5	9,4	10,0	10,1	-
Грошова маса (M2) <sup>2</sup>	7,5 <sup>1</sup>	3,6	-0,3	-0,3 <sup>1</sup>	0,2	2,1	1,7
<b>Росія</b>							
Індекс споживчих цін	14,1	11,9	9,1	11,7	5,8	8,1	8,8
Індекс цін виробників	-7,0 <sup>1</sup>	-9,4	6,5	-4,3	9,8	10,6	16,7
ВВП (кв/кв)	5,6	-11,0	-	-7,9	5,2	-	4,0 <sup>9</sup>
Промислове виробництво <sup>7</sup>	2,1	-12,1	-7,5	-10,8	9,7	6,7	6,3 <sup>3</sup>
Роздрібні продажі	13,5	-6,5	-6,4	-5,5	5,8	4,6	3,4 <sup>3</sup>
Рівень безробіття <sup>4</sup>	6,3	8,3	8,1	8,4	6,8	6,7	7,2 <sup>3</sup>
Грошова маса (M2)	1,7 <sup>1</sup>	-7,6	7,5	16,3 <sup>1</sup>	30,6	30,3	28,5

Примітки:

1. У обчисленні грудень до грудня попереднього року.
2. Із урахуванням сезонного чинника.
3. Попередня оцінка.
4. У відсотках до економічно активного населення.
5. Гармонізований індекс споживчих цін.
6. За даними вибіркового обстеження населення з проблем зайнятості, проведеного Росстатом.
7. За винятком будівництва.
8. Роздрібні продажі та громадське харчування.
9. За рік. Перша оцінка.

Джерело: [132, с. 7; 133, с. 8].

Як видно з табл. 2.2, у 2009 році спостерігалось зниження обсягів роздрібної торгівлі в річному обчисленні (в Євросоні – на 2,3%, США – на 6,2%, Росії – на 5,5%). Зберігалась тенденція до зниження рівня інфляції порівняно з попереднім 2008 роком. У США споживчі ціни знизились у річному обчисленні на 0,4%. У країнах Євросони інфляція знизилася на 2,7% та становила 1,0% за підсумками 2009 року. У Росії інфляція теж знизилася з 14,1% у 2008 до 11,7% у 2009 році.

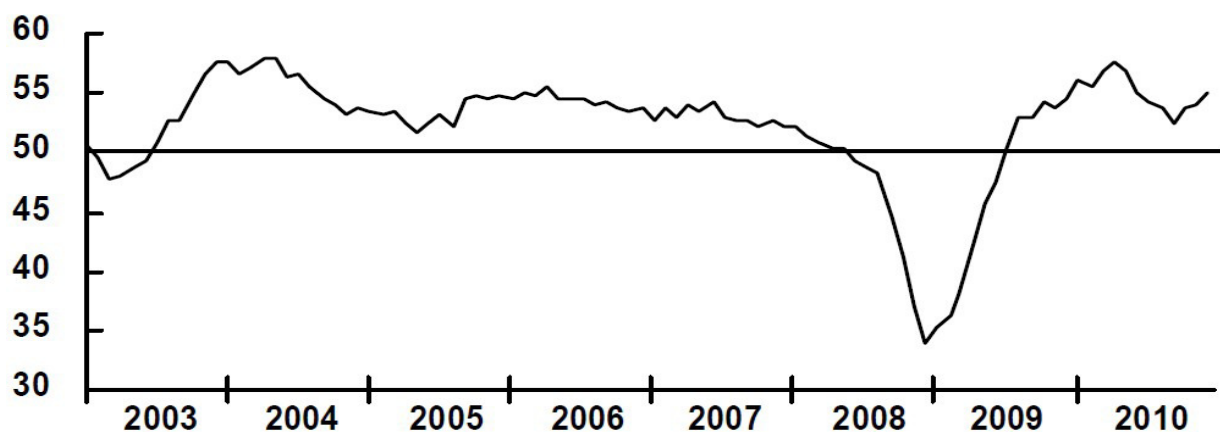
Загалом погіршення відбувалось за всіма показниками протягом 2009 року.

У провідних країнах світу зростання середньорічної інфляції в 2010 році прискорилося: у США – до 1,6% (з -0,4% у 2009 році), у країнах Єврозони – до 1,6% (з 0,3% відповідно). А інфляція країн Єврозони вперше перевищила цільовий орієнтир Європейського центрального банку (далі – ЄЦБ) – 2%. Одночасно базові індекси інфляції США і країн Єврозони у річному вимірі утримувалися на низькому рівні – близько 1%. Інфляція в Китаї та Росії відповідно зросла на 4,6 та 8,8% у грудні 2010 року в річному вимірі [131, с. 12]. Однак найбільшою проблемою залишається безробіття, яке за підсумками 2010 року залишається на високому рівні у більшості країн світу: США – 9,6%, Єврозона – 10,0%, Англія – 7,8%, Канада – 8,0%, Туреччина – 11,9%, Польща 9,0%.

Щодо перспектив подальшого розвитку світової економіки, то згідно з прогнозами ріст світового ВВП в 2011 році складе 4,4%, а в 2012 році 4,5% [135, с. 2]. Детальніші прогнози реального ВВП, споживчих цін, сальдо рахунку поточних операцій та безробіття у країнах з розвинутою економікою, країнах Азії, країнах Європи, СНД, країнах Західної півкулі, країнах Близького Сходу та Північної Африки, країнах Африки на південь від Сахари наведено у додатках И.1. – И.7 відповідно. Загальний огляд прогнозів згідно видання МВФ “Перспективи розвитку світової економіки” за квітень 2011 року наведено в додатку К.

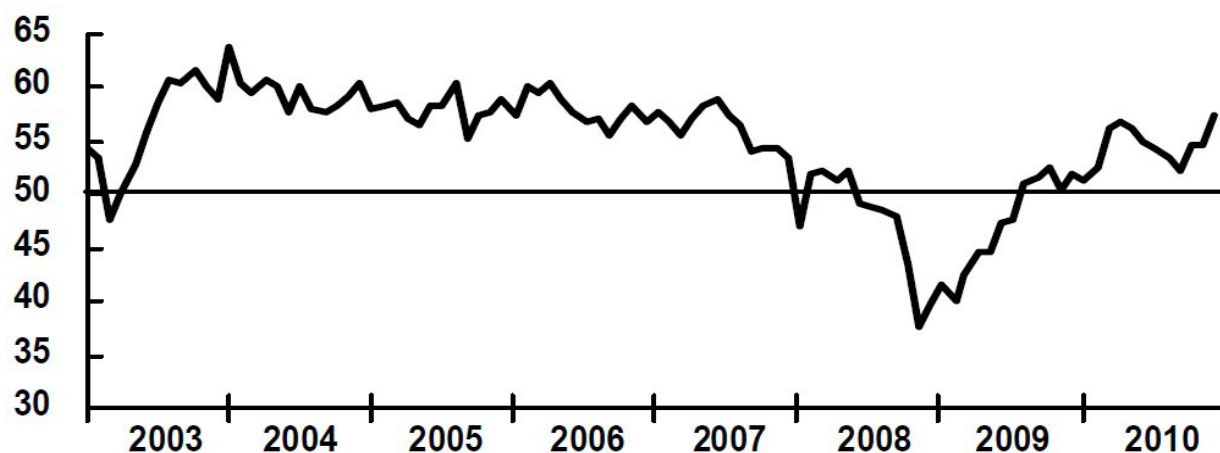
Інформація про стан та прогнози розвитку світової економіки є важливим індикатором для інвесторів, зокрема темпи росту світового ВВП і світової торгівлі. Проте інвесторів також цікавить, в якій стадії бізнес-циклу знаходиться світова економіка, зокрема – чого можна очікувати в майбутньому. Динаміку світового бізнесу циклу демонструє індекс JP Morgan Global PMI, який розраховується на основі статистичних звітів країн світу по виробництву та сфері послуг. Індекс JP Morgan Global Manufacturing PMI показує ситуацію у світовому виробництві товарів в цілому.

Другий індекс JP Morgan Global Services PMI є індикатором стану ділової активності у сфері послуг світової економіки.



**Рис. 2.5. Індекс JP Morgan Global Manufacturing PMI у 2003 – 2010 роках**  
[136, с. 1]

З рисунків 2.5 та 2.6 видно, що обидва індекси за підсумками 2010 року вказують на прискорення темпів росту світового виробництва та сфери послуг. Такий прогноз щодо підвищення ділової активності у світовій економіці безумовно спричинить зростання попиту на товари, особливо на паливо та сировинні товари. Це насамперед призведе до зацікавленості інвесторів вкладати кошти у виробництво та сферу послуг країн із ринками, що формуються, та в країни з ринками, що розвиваються. Відповідно відбудеться приплив капіталу на фондові біржі цих країн, що спричинить зростання фондових індексів на цих фінансових ринках.

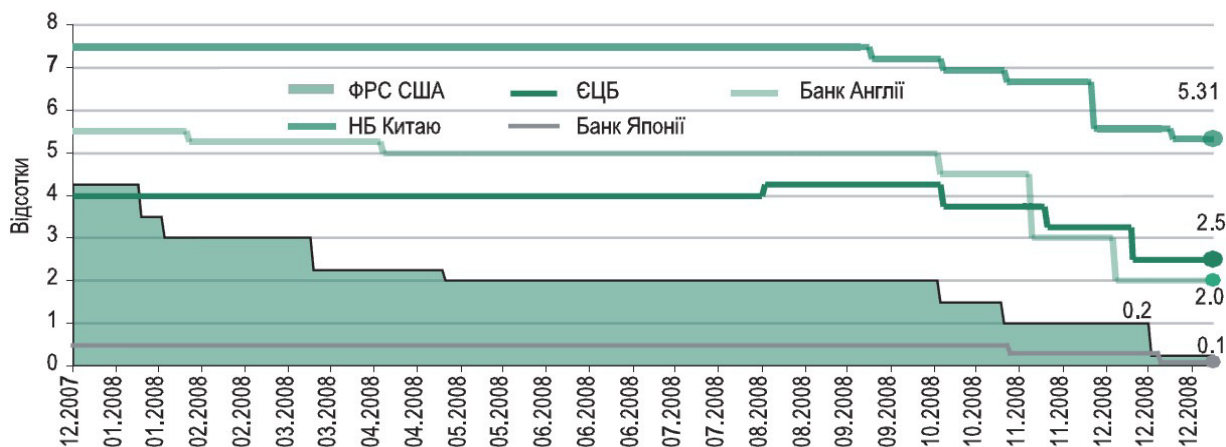


**Рис. 2.6. Індекс JP Morgan Global Services PMI у 2003 – 2010 роках**  
[137, с. 1]

Особливу роль в інвестиційному аналізі світової економіки відіграють відсоткові ставки центральних банків провідних економік світу – США,

Єврозони, Англії. Підвищення відсоткових ставок в США негативно впливає на фондові ринки розвинутих країн. Консервативні інвестори починають купувати облігації ФРС США, відмовившись від облігацій та акцій ризикованих, але більш доходних фондових ринків країн, що розвиваються. Тому при зростанні відсоткової ставки відбудеться відтік капіталу з фондових ринків країн, що розвиваються. А при низьких рівнях відсоткових ставок у високо розвинутих країнах ринки країн, що розвиваються, стають інвестиційно привабливими для середньо- та довгострокових вкладень капіталу.

Проте, наприклад, протягом 2008 року було змінено відсоткові ставки центральних банків з метою усунення загрози неплатоспроможності за зовнішніми платежами та з проблем обслуговування зовнішньої заборгованості за умов можливої девальвації національної валюти, високих поточних і прогнозних значень інфляції. В основному економічно розвинуті країни знижували відсоткові ставки рефінансування центральних банків: ФРС США – до 0 – 0,25%, Європейський центральний банк (далі – ЄЦБ) – до 2,5%, Банк Англії – до 2,0%; при цьому ставки залишалися вище, ніж очікувана інфляція, а в деяких країнах – вище, ніж поточна.



**Рис. 2.7. Базові відсоткові ставки центральних банків економічно розвинених країн у 2008 році [129, с. 42]**

Інші країни, переважно з новою ринковою економікою, вдавалися до підвищення центральними банками відсоткових ставок з рефінансування банків: Румунія – на 2,75% з початку 2008 року, Росія – на 3,00%, Білорусь – на 4,00%, Індонезія – на 1,25%, Ісландія – на 4,25%.

Повільне відновлення провідних світових економік протягом 2009 – 2010 років обумовило рішення центральних банків США та Єврозони залишити незмінними базові процентні ставки у найближчий час. А експансивна монетарна політика провідних центральних банків загрожувала посиленням інфляційних тенденцій. Так, ФРС США, ЄЦБ, Банк Англії утримували відсоткові ставки незмінними на рекордно низькому рівні 0 – 0,25%, 1,0 та 0,5% річних відповідно. У листопаді 2010 року ФРС США запровадила другий цикл програми кількісного стимулювання, що передбачає придбання довгострокових державних облігацій США. Центральні банки країн з новими ринковими економіками помірно посилювали монетарну політику.

Таблиця 2.3

**Динаміка базових відсоткових ставок центральних банків провідних та нових ринкових економік у 2008 – 2010 роках, %**

Центральні банки	Кінець	Кінець	2010 рік (на кінець кварталів)			
	2008 року	2009 року	I	II	III	IV
<b>Провідні економіки</b>						
Середня для Великої Сімки	1,25	0,40	–*	0,45	0,55	0,54
ФРС	діапазон 0 – 0,25					
ЄЦБ	2,50	1,00	–	–	–	–
Англія	2,00	0,50	–	–	–	–
Японія	0,10	0,10	–	–	–	0,05
Швейцарія	0,50	0,25	–	–	–	–
<b>Нові ринкові економіки</b>						
Польща	5,00	3,50	–	–	–	–
Угорщина	10,00	6,25	5,50	5,25	–	5,75
Чехія	2,25	1,00	–	0,75	–	–
Росія	13,00	8,75	8,25	7,75	–	–
Туреччина	15,00	6,50	–	–	6,25	1,50
Китай	5,31	5,31	–	–	5,56	5,81

Примітка. Незмінна ставка.

Джерело: [131, с. 13].

У той же час бурхливий розвиток економіки Китаю, загрожуючи “перегрівом”, обумовив підвищення базової процентної ставки у жовтні 2010 року з 5,31 до 5,56% річних (додаток Л) вперше після світової кризи 2007–2008 років. Крім того, задля посилення управління ліквідністю та контролю за грошово-кредитною пропозицією, Народний банк Китаю у листопаді 2010 року вирішив



збільшити норми резервування для депозитних фінансових установ на 0,5%.

У 2010 році поширеною практикою центральних банків стало використання нормативу резервних вимог як засобу вилучення надлишкової ліквідності. Цей інструмент регулювання застосовували центральні банки країн Азії та деяких інших держав. Водночас від'ємні реальні відсоткові ставки у більшості нових ринкових економік вказують на стимулюючу орієнтацію.

Загалом наслідки глобальної економічної кризи почали особливо різко впливати на українську економіку з осені 2008 року. Насамперед відбувалось погіршення оцінки інвестиційної привабливості України міжнародною спільнотою. В Україні серед нових ринкових економік спостерігалися найвищі темпи зростання премії за ризик та найбільше зниження індексу фондового ринку. Премія за ризик є важливим критерієм зовнішньої оцінки макроекономічної ситуації в країні. Вона відповідає спреду прибутковості єврооблігацій країн щодо базових активів США, зокрема індексу EMBI+спред. Для України цей показник поступово зменшувався з кінця 2004 року і досяг історично мінімального рівня близько 90 базових пунктів (далі – б.п.) у червні 2007 року. Це був один з найнижчих показників для нових ринкових економік. Такий позитивний результат досягнуто завдяки динамічному зростанню економіки, порівняно низьким темпам інфляції та стабільної зовнішньоекономічної позиції.

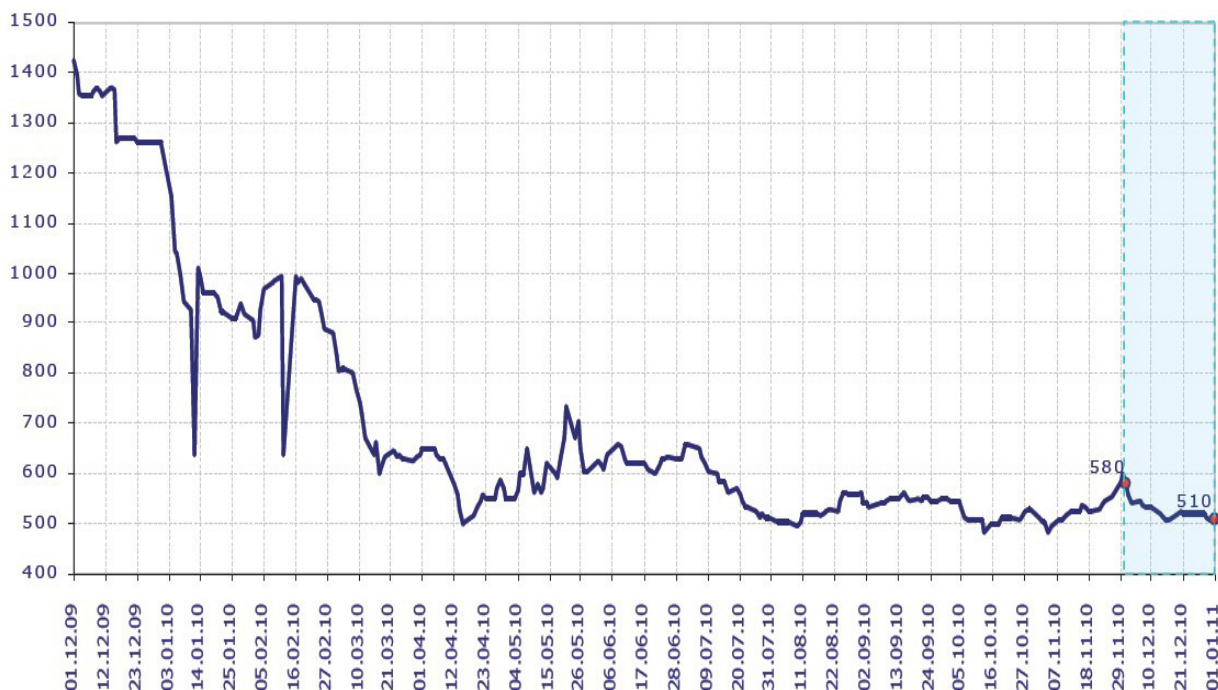
З липня 2007 року почалося зростання премії за ризик як для України, так і для інших ринкових економік. З початку 2008 року спред для України почав перевищувати середній для нових ринкових економік. Із загостренням кризи з травня 2008 року премія за ризик для України різко зросла (до близько 550 б. п. на початок вересня 2008 року) і значно випередила середній показник для цієї групи країн (близько 250 б. п. – додаток М.1). Спред прибутковості єврооблігацій України відносно базових активів США розширився до 2735 базових пунктів станом на кінець 2008 року (майже на 2500 базових пунктів за рік проти 451 базового пункту у середньому для цієї групи країн). Свопи на кредитний дефолт (далі – CDS) для України на 5 років зросли до історичних максимумів та становили на кінець року 3200 базових пунктів. Рівні СКД для України вказували

на значну ймовірність дефолту, що й посилювало панічні настрої інвесторів (додаток М.2). Факторами розвитку цих тенденцій стали, з одного боку, поглиблення фінансової кризи та виведення інвесторами коштів з ринку облігацій нових ринкових економік, а з іншого – розгляд українських фінансових активів як високо ризикованих у зв'язку з високою інфляцією, зростанням негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу, політичною нестабільністю, напруженістю у відносинах з Росією (з липня 2008 року). Зростання спредів супроводжувалося зниженням суверенних кредитних рейтингів України низкою рейтингових агентств (Fitch Ratings, Standard&Poor's, Moody's) у жовтні 2008 року.

В умовах кризи більшість інвесторів перестали довіряти рейтинговим агентствам, які виставляли найвищі рейтинги похідним борговим паперам, що і спричинило поточну світову кризу. А спред між індексами ЕМВІ+Україна та ЕМВІ+спред був дещо перебільшеним та сприяв подальшому розширенню ризиків, посиленню зростання рівнів доходності українських єврооблігацій. Переоцінка негативного впливу українського боргу на економічну стабільність сприяла звуженню спреда ЕМВІ+Україна протягом 2009 року. Станом на січень 2010 року він становив 784 б.п., а різниця між зазначеним показником та ЕМВІ+спред скоротилася до 480 б.п. Одночасно відбулося звуження рівня дефолтного свопу України до 912,7 б.п., тобто вперше з початку січня 2010 року до рівня нижче за дефолтний (останній раз рівень нижче 1000 б.п. був зафіксований у жовтні 2008 року) [125, с. 4]. Станом на 01.01.2011 року різниця між ЕМВІ+Україна та ЕМВІ+спред зменшилась 200 б.п. (додаток М.3), а рівень СКД України знизився до 522 б.п. (рис. 2.8) – практично вдвічі в порівнянні з початком року [138, с. 2].

Аналогічно коливанням індексу ЕМВІ+Україна, висока волатильність доходності українських євробондів також посилювалася у жовтні 2008 року відповідно до різких змін в очікуваннях учасників ринку, при цьому зростання за місяць становило в середньому 2,3 рази [123, с. 5]. З кінця 2008 року та протягом 2009 року волатильність доходностей українських суверенних євробондів дещо

зменшилася (додатки Н.1 та Н.2).



**Рис. 2.8. Свопи на суверенний дефолт на 5 років, у дол. США з 01.12.2009 по 01.01.2011 року, Україна [138, с. 10]**

Подібно до ситуації з індексом EMBI+Україна станом на кінець січня 2010 року доходність українських суверенних єврооблігацій знизилася: за короткостроковими – на 4,9%, за середньо- та довгостроковими зобов’язаннями – на 3,3% та 1,8% відповідно [125, с. 5]. На кінець грудня 2010 року доходність українських суверенних єврооблігацій зменшилась по короткострокових – на 2%, середньострокових – 0,4%, довгострокових зобов’язаннях – 1,1% (додаток Н.3).

Отже, національна економіка, що досить інтегрована у світове господарство, не залишилась осторонь світових процесів. Порушення макроекономічної стабільності на зовнішніх ринках відобразилось значним спадом економіки України та негативною динамікою на фондовому ринку.

## **2.2 Аналіз стану вітчизняної економіки та його вплив на динаміку фондового ринку**

У світовій економіці кризові явища спочатку зародились у фінансовій сфері і лише потім негативно вплинуло на діяльність реального сектору економіки. Ситуація в Україні розвивалася за протилежним сценарієм. Зволікання зі здійсненням необхідних структурних реформ в економіці, проведення впродовж останніх років економічної політики на засадах соціального популізму, нерозважлива бюджетна політика та прискорене зростання зовнішнього боргу призвело до накопичення макроекономічних ризиків до критичного рівня, які в умовах впливу світової фінансової кризи зумовили істотне погіршення динаміки економічного розвитку. Світова криза стала лише каталізатором загострення тих негативних процесів, які протягом значного часу накопичувались в економіці України.

Економічна політика впродовж останніх років, передусім, орієнтувалася на стимулювання приватного споживання, що виявлялося у суттєвому збільшенні зарплат, пенсій та інших складових доходів громадян. Така політика не лише не стимулювала продуктивність праці, а навпаки – сприяла постійному переважанню витрат над доходами в суспільстві.

В умовах зростання внутрішнього попиту не вживалося вагомих заходів щодо структурної перебудови виробництва. У сфері матеріального виробництва фактично консервувалась експортоорієнтована спрямованість розвитку промисловості без приділення належної уваги стимулюванню виробництв, що наповнюють внутрішній ринок. Це посилювало зовнішні ризики для економічного розвитку.

Порівняно високі темпи економічного розвитку у 2006 – 2007 рр. були результатом насамперед сприятливої зовнішньої кон'юнктури для українських експортерів, які однак недостатньо скористалися ситуацією для вкладення коштів у технічне переозброєння та підвищення конкурентоспроможності. Внаслідок

цього у другій половині 2008 року, коли зовнішній попит на продукцію українських підприємств через світову кризу зменшився, почали спостерігати стагнацію промислової діяльності. Далі це призвело до погіршення показників розвитку суміжних галузей і вплинуло на темпи економічного зростання. Загалом не лише фінансова, але й економічна та політична криза в Україні фактично почалася з вересня 2008 року, незважаючи на певні позитивні макроекономічні показники останніх років.

У табл. 2.4 наведено динаміку найголовніших макроекономічних індикаторів: ВВП, промислове виробництво, інфляція, рівень безробіття, стан Державного бюджету та облікової ставки Національного банку України (далі – НБУ).

Таблиця 2.4

#### Основні макроекономічні показники України 2005 – 2010 років

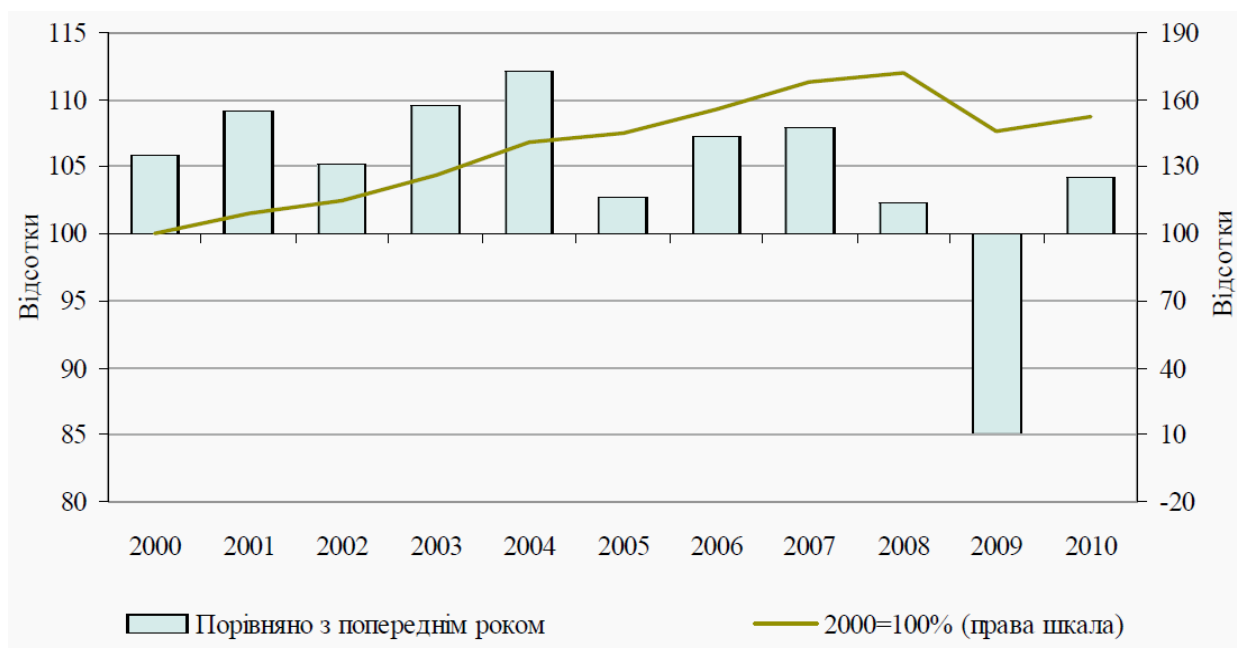
Період	ВВП, %	Індекс обсягів промисло- вого вироб- ництва, %	Індекс обсягів продукції сільського господар- ства, %	Індекс спожив - чих цін (індекс інфляції), %	Індекс цін виробників промисло- вої продукції, %	Рівень безробіття (на кінець періоду), %	дефіцит (-), профіцит (+) Державного бюджету, % до ВВП	Облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %
2005	102,7	103,1	100,1	110,3	109,5	3,1	-1,8	9,50
2006	107,3	106,2	102,5	111,6	114,1	2,7	-0,7	8,50
2007	107,9	107,6	93,5	116,6	123,3	2,3	-1,4	8,00
2008	102,3	94,8	117,1	122,3	123,0	3,0	-1,3	12,00
2009	85,2	78,1	98,2	112,3	114,3	1,9	-3,9	10,25
2010	104,2	111,2	98,5	109,1	118,7	2,0	–	7,75

Джерело: складено автором за [139, с. 46 – 49; 140; 141].

Аналізуючи дані табл. 2.4, відзначимо значне зростання ВВП, що було у 2006 та 2007 роках. Темпи зростання реального ВВП у 2008 р. становили 2,1%, що є найгіршим позитивним показником за період після відновлення у 1999 р. процесів економічного зростання (додаток П.1). За підсумками 2009 року зниження ВВП становило 14,8% (рис. 2.9). Відповідно рівень ВВП у постійних цінах на кінець 2009 року знизився до значень ВВП на кінець 2005 року (додаток П.2). Приріст реального валового внутрішнього продукту України у 2010 році становив 4,2% після його суттєвого зниження у 2009 році.

Аналогічно відбувалось зростання обсягів промислового виробництва протягом останніх років (додаток П.3). Після росту у 2005 – 2007 роках відбувся

різкий спад у 2008 – 2009 роках на 3,1% та 21,9 % відповідно. Високий зовнішній попит на продукцію українських виробників протягом 2010 року значно прискорив зростання обсягів вітчизняного промислового виробництва на 11,2%.



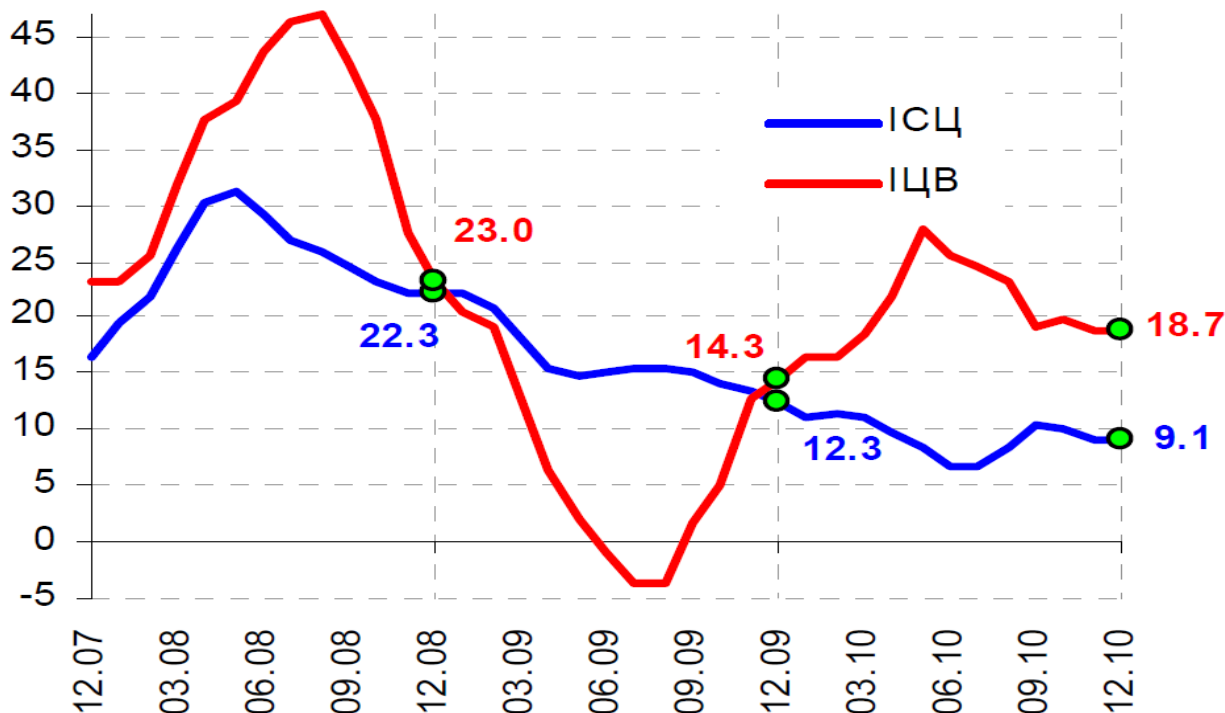
**Рис. 2.9. Реальний ВВП України у 2001 – 2010 роках, % [131, с. 15]**

Сільське господарство України демонструвало стагнацію та значний спад у 2005 – 2007 роках. Але у 2008 році відбулось значне зростання обсягів продукції сільського господарства на 17,1%, яке базувалось на різкому зростанні зібраних зернових – 53,3 млн. т., що в 1,8 рази більше, ніж у 2007 році [140]. У 2009 – 2010 роках відбувся спад виробництва на 1,2 та 1,5% відповідно (додаток П.4).

Відзначимо негативну тенденцію – постійне зниження частки виробництва продукції сільського господарства у структурі ВВП, починаючи з 2002 року (додаток П.5). Значним фактором впливу на темпи росту ВВП також є зміна умов торгівлі для експортерів та динаміка валютного курсу (додаток П.6).

За умов порівняно високих темпів зростання ВВП та невідповідності структури виробництва структурі сукупного попиту відбувалось формування дефіциту товарів та послуг на внутрішньому ринку і, відповідно, зростання споживчих цін. Так, починаючи з 2004 року, споживча інфляція жодного разу не була нижчою 10%. Якщо інфляція у 2004 – 2006 роках коливалась у межах 10,3 – 12,3%, то вже у 2007 досягнула 16,6%, а максимум офіційного знецінення гривні останніх років відбувся у 2008 – 22,3%, а її рівень вперше після 2000 року

перевищив 20%. За підсумками 2009 – 2010 років відбувся спад до 12,3 і 9,1% відповідно.



**Рис. 2.10. Інфляція у 2007 – 2010 роках, % [144, с. 3]**

Стрімкий розвиток економіки та зростання рівня споживання значно підвищував інфляційні тенденції. Варто зазначити, що на рівень інфляції 2008 року зумовлено зростанням світових цін на нафту у першій половині року, що призвело до подорожчання всіх інших товарів через вплив на їхню собівартість. Значним фактором впливу на інфляцію, на думку автора, було динамічне зростання банківської сфери та надзвичайно високі темпи розвитку кредитування 2006 – 2007 років (додаток П.7).

Особливої уваги заслуговує грошово-кредитна політика, яка регулює пропозицію грошей та є важливим складником політики впливу на попит. Регулювання рівня процентних ставок – основний інструмент центрального банку у стимулюванні інвестицій та споживчого попиту.

У 2006 – 2007 роках на грошовому ринку були найнижчі облікові ставки НБУ останніх років – 8,50% та 8,00% відповідно. Далі це спричинило бум кредитування та значне зростання попиту. Проте з 01 січня 2008 року ставка виросла до 10,00%, а з 30 квітня 2008 року до 12% [141]. Національний банк України у 2008 році почав значно стримувати кредитування та зростання рівня

ліквідності у банківській системі. Про стриманий характер грошово-кредитної політики у 2008 році свідчить помірна динаміка зростання показника монетарної бази, обсяг якої збільшився на 31,6%, а в 2007 р. – на 46% [147, с. 9]. В умовах напруженої ситуації на грошово-кредитному ринку протягом більшої частини 2008 року панувала тенденція і до уповільнення темпів зростання грошової маси. В цілому за рік грошова маса збільшилася на 30,2% порівняно з 51,7% у 2007 році. Стриманий характер грошово-кредитної політики 2009 року значно сповільнив темпи зростання монетарної бази. За результатами 2010 року її обсяг зріс на 22,7%, тоді як протягом 2009 року він зменшився на 5,5% [146, с. 6].

На інфляцію останніх років певною мірою впливала фінансово-бюджетна політика уряду. Після скорочення дефіциту Державного бюджету у 2004 – 2006 роках, у 2007 – 2009 роках знову мало місце його зростання. Держава почала більше витрачати та стимулювати попит. Зниження дефіциту у 2006 році до 0,7% до ВВП змінило тенденцію до зростання. Так, у 2007 році він становив 1,4%, у 2008 році – 1,3%, а у 2009 році вже 3,9% (див. табл. 2.4).

Урядові дії часто не відповідали цілям, що були задекларовані. Незважаючи на боротьбу з інфляцією, уряд не здійснював ключових антиінфляційних кроків, а саме підвищував бюджетні видатки. Тобто спостерігалася некоординованість політики двох органів державного управління: тоді, коли НБУ проводив монетарну політику, спрямовану на зменшення інфляційного тиску, уряд продовжував експансивну бюджетну політику, спрямовану на поточне споживання – життя в борг.

Рівень офіційного безробіття в країні протягом 2004 – 2007 років постійно зменшувався, знизившись у 2007 році до 2,3%, що на 65,71% менше, ніж у 2004 році (3,5%). У 2008 році рівень зареєстрованого безробіття в цілому по країні за рік зріс на 0,7% і на кінець року становив 3,0% населення працездатного віку [130, с. 32]. Протягом 2009 року спостерігалася стабілізація ситуації на ринку праці. З початку року рівень зареєстрованого безробіття знизився, водночас попит на робочу силу залишався низьким. В цілому рівень безробіття зменшився на 1,1% із початку року та на 1 січня 2010 року становив 1,9% населення



працездатного віку [132, с. 31]. У 2010 році тенденція до зниження рівня безробіття тривала, проте у четвертому кварталі відбулось різке зростання чисельності безробітних, і станом на 01 січня 2011 року він становив 2,0% [131, с. 25].

Проаналізуємо доходи та витрати населення, а також ситуацію із заробітною платою як факторами впливу на споживчий попит в державі.

Таблиця 2.5

### Доходи та витрати населення, заробітна плата у 2005 – 2010 роках

Період	Доходи населення реальні (з урахуванням інфляції), %	Витрати населення (без заощаджень), млн. грн.	Заощадження населення, млн. грн.	Середньомісячна номінальна заробітна плата працівників, грн.	Темпи зростання/зниження середньомісячної номінальної заробітної плати, %	Індекс реальної середньомісячної заробітної плати працівників, %
2005	123,9	335753	45651	806	136,7	120,3
2006	111,8	427858	44203	1041	129,2	118,3
2007	114,8	575510	47779	1351	129,7	112,5
2008	107,6	793630	52011	1806	133,7	106,3
2009	90,0	813909	80377	1906	105,5	90,8
2010	116,2	944657	156358	2239	117,4	–

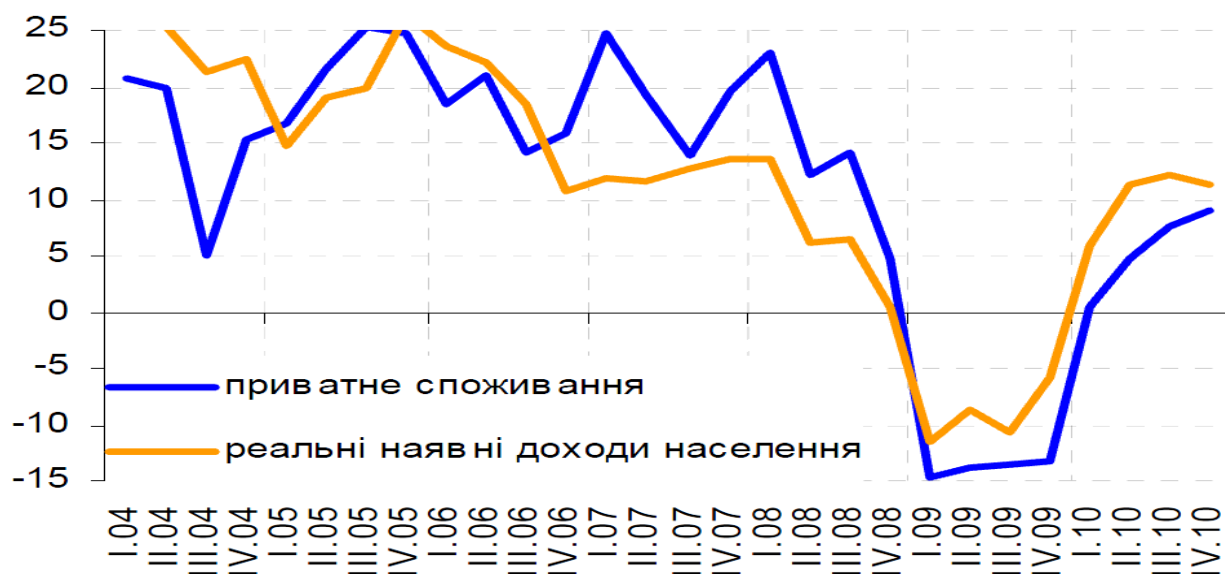
Джерело: складено автором за [139, с. 48].

Аналізуючи табл. 2,5, зауважимо, що реальні доходи населення протягом 2005 – 2008 років постійно зростали в середньому на 16,8%, а в 2009 році вперше за останні роки відбулось зниження на 10,0%. Однак витрати населення значно випереджали їх доходи, особливо у 2005 – 2007 роках. Лише у 2008 році населення почало економити у зв'язку із зростанням безробіття та настанням економічної кризи. Варто зауважити, що населення дуже різко знизило заощадження у 2006 – 2008 роках та почало практично у два рази більше витратити, ніж одержувати доходи. Така тенденція була негативною, оскільки населення споживало більше, ніж можливо виробити товарів або надати послуг. Споживання швидко зростало за рахунок кредитування, підтримувало високі темпи зростання попиту та динамічне зростання підприємств та установ, що викликало значне зростання курсу акцій на фондовому ринку та надходження інвестицій в економіку.

Досліджуючи дані табл. 2.5 щодо величини середньомісячної номінальної

зарплати, зазначимо її стабільне динамічне зростання. Фактично заробітна плата зростала кожного року в середньому на 32,3% (протягом 2005 – 2008 років). У 2009 році відбувся спад на 10%, а в 2010 році відновилося зростання, що становило 16,2%. Однак, незважаючи на досить динамічне зростання номінальної заробітної плати, реальна середньомісячна заробітна плата протягом 2005 – 2009 років постійно знижувалась.

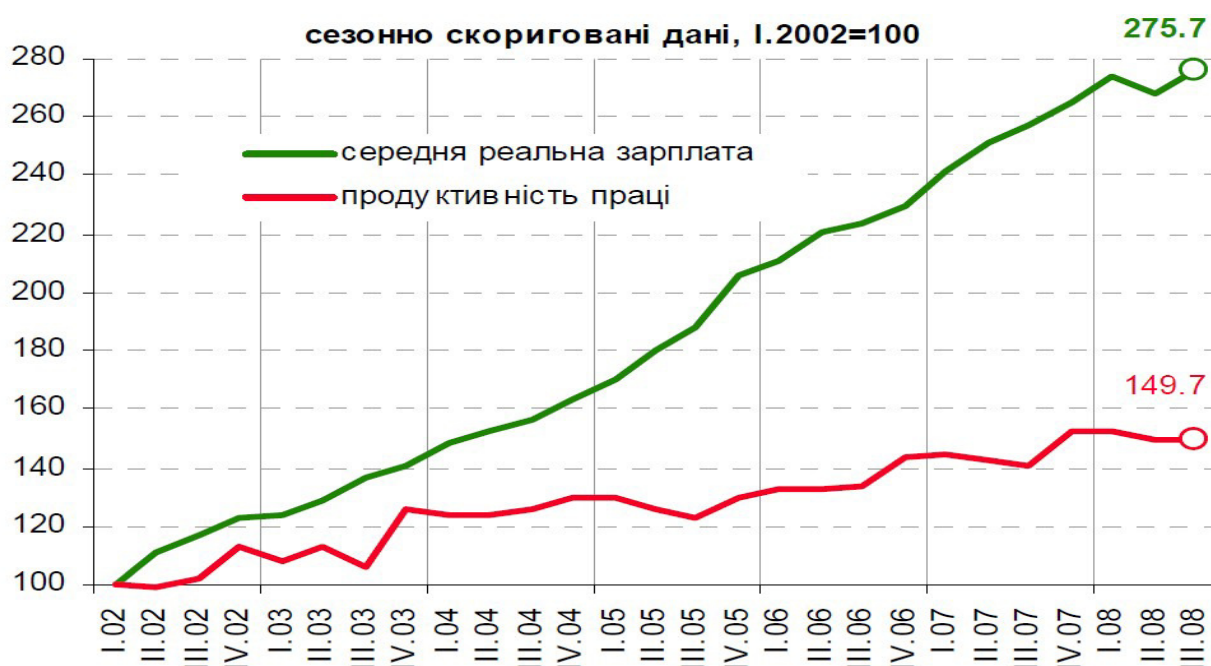
Позитивні тенденції, які почались у динаміці доходів населення у IV кварталі 2009 року, не змінили поведінки домашніх господарств щодо використання своїх доходів (рис. 2.11). Різко зросла схильність населення до заощаджень – 58,55% проти 8,86% у 2008 році. В умовах економічної невизначеності та необхідності повернення раніше отриманих позик, домашні господарства продовжували спрямовувати більшість доходів на заощадження, як для погашення заборгованості за позиками, так і на поповнення депозитних рахунків та на придбання іноземної валюти. Однак приріст доходів населення в 2010 році показав 16,2% в річному вимірі, але зауважимо на низьку базу порівняння з 2009 роком.



**Рис. 2.11. Приватне споживання та доходи населення в Україні у 2004 – 2010 роках, річна зміна, % [144, с. 14]**

В цілому за 2009 рік витрати на придбання товарів та послуг зросли лише на 2,8%, хоча у попередні чотири роки їх темпи зростання в середньому склали 33%. У 2010 році відбулось прискорене зростання витрат домогосподарств на 16,8%.

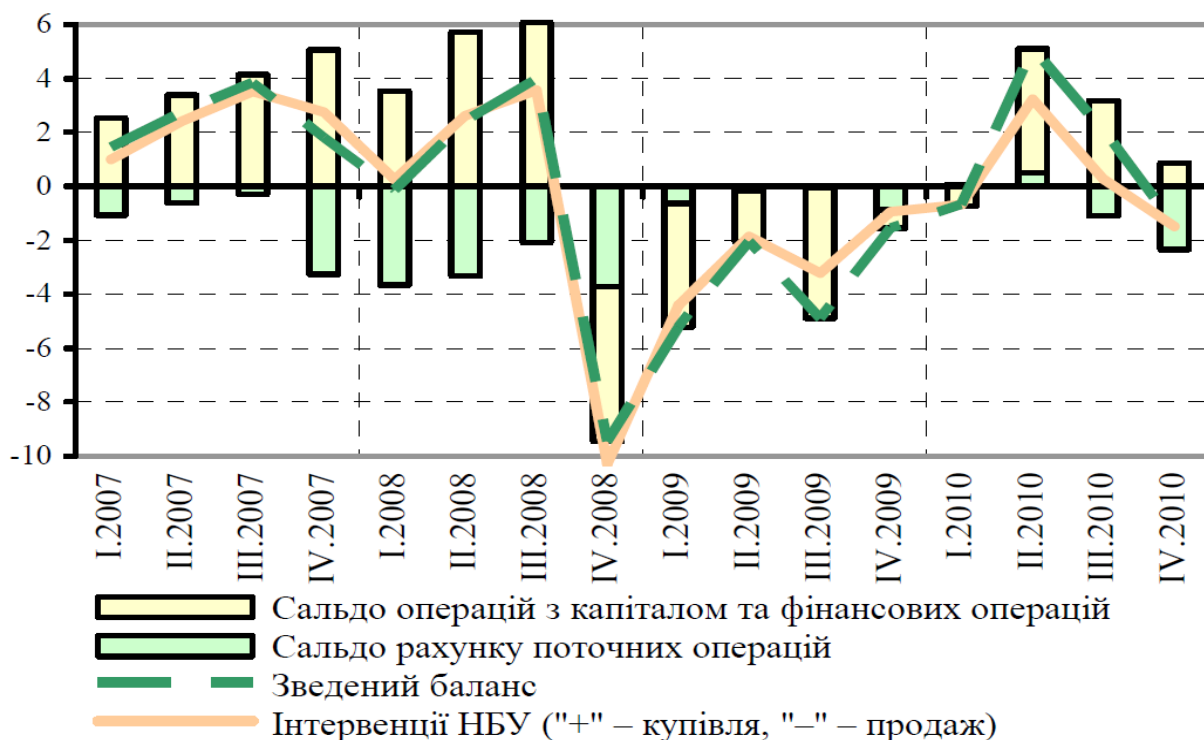
Відзначимо, що протягом 2002 – 2008 років спостерігалась постійна тенденція невідповідності підвищення зарплат відповідно до зростання продуктивності праці (рис. 2.12). На цьому фоні м'яка фіскальна політика, орієнтована в основному на поточні витрати замість капітальних, була додатковим дестабілізуючим та інфляційним фактором. У результаті підвищення оплати праці значно перевищувало зростання продуктивності праці, що суттєво посилювало інфляційний тиск та погіршувало цінову конкурентоспроможність економіки.



**Рис. 2.12. Реальна заробітна плата та продуктивність праці в Україні у 2002 – 2008 роках (сезонно скориговані дані, I.2002=100) [145, с. 6]**

Структурні дисбаланси в економіці, зокрема невідповідність політики стимулювання внутрішнього попиту структурним змінам у внутрішньому виробництві, негативно позначалися і на динаміці показників платіжного балансу, що далі впливало на стан валютного ринку. Наприклад, якщо у 2005 році сальдо поточного рахунку платіжного балансу було позитивним і становило плюс 2,53 млрд. дол. США, то в 2008 році воно становило мінус 12,76 млрд. дол. США [148, с. 13]. Для фінансування такого дефіциту поточного рахунку платіжного балансу запозичувалися значні кошти на зовнішніх ринках, що давало змогу впродовж тривалого часу мати позитивне зведене сальдо платіжного балансу.

Проте спостерігалось прискорене накопичення зовнішнього боргу України, обсяг якого вже перевищив 100 млрд. дол. США, що зробило країну надзвичайно вразливою до будь-яких зовнішніх потрясінь. Ступінь цієї вразливості ще більше посилювався внаслідок неефективного використання залучених ресурсів, значна частина яких спрямовувалась не на інвестиційні цілі, а на приватне споживання через механізми перезапозичення банками цих ресурсів фізичним особам.



**Рис. 2.13. Поточний і фінансовий рахунки платіжного балансу та інтервенції НБУ в 2007 – 2010 роках, млрд. дол. США [148, с. 3]**

За підсумками 2008 року розвиток зовнішньоекономічного сектору України зазнав значних змін. У січні-серпні продовжилась і навіть посилювалась тенденція останніх років, коли надходження за фінансовим рахунком дозволяли не тільки фінансувати дефіцит поточного рахунку, а й накопичувати резервні активи. Проте з вересня відчутно посилювався вплив світової фінансової та економічної кризи на економіку України, що і зумовило формування у IV кварталі 2008 року подвійного дефіциту платіжного балансу (рис. 2.13).

З 2006 року в Україні поточний рахунок платіжного балансу формувался з дефіцитом, що невпинно зростав. Таке збільшення від'ємного сальдо поточних операцій насамперед пов'язано з погіршенням сальдо торгівлі товарами (з 2005 по

2008 роки темпи приросту імпорту майже постійно перевищували темпи приросту експорту).

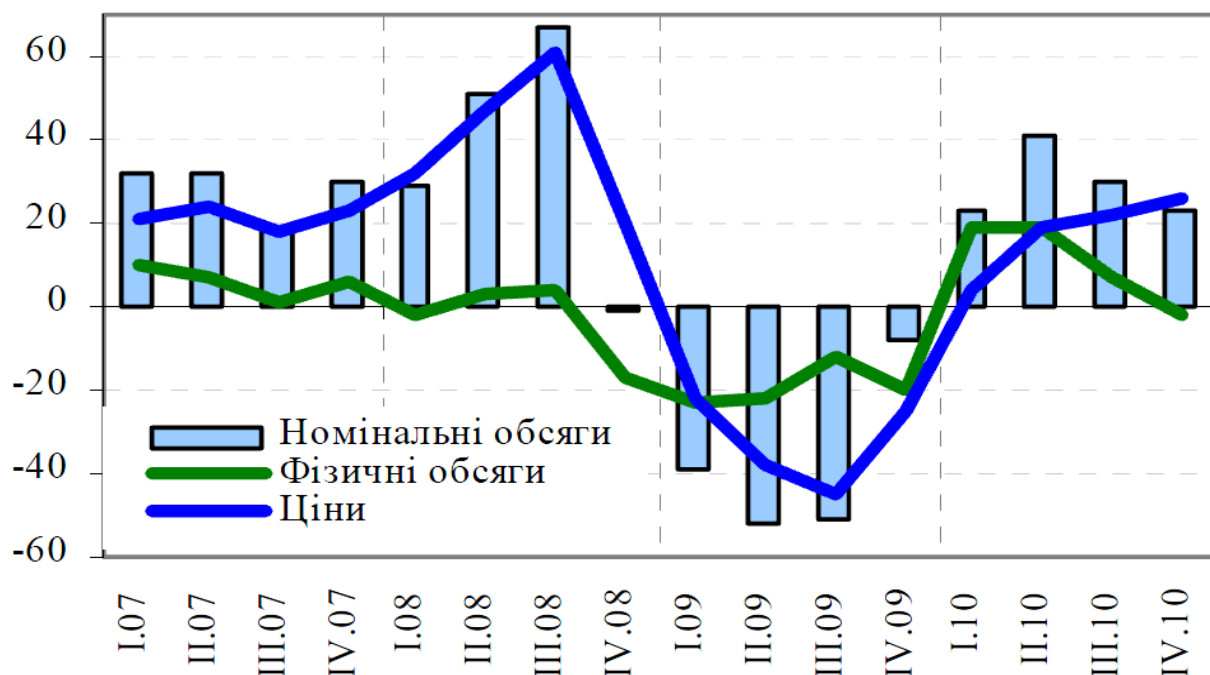
У 2009 році зниження зовнішнього попиту та світових цін унаслідок глобальної кризи зумовили суттєве зменшення надходжень від експорту товарів і послуг на 36,6%. З іншого боку, скорочення внутрішнього попиту, відсутність зовнішнього фінансування та глибока девальвація гривні визначили ще більше падіння імпорту на 43,7%. Як наслідок, у цілому за 2009 рік дефіцит поточного рахунку суттєво скоротився – до 1,8 млрд. дол. США (1,5% від ВВП). Водночас сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій платіжного балансу сформувалося від'ємним (11,9 млрд. дол. США) на відміну від додатного сальдо в попередні роки. Насамперед це було зумовлено чистим погашенням накопиченої в докризовий період зовнішньої заборгованості приватним і державним секторами економіки. Окрім того, значно нижчими, ніж в попередні роки, були обсяги надходження прямих іноземних інвестицій – 4,7 млрд. дол. США проти 9 – 10 млрд. дол. США у 2007 – 2008 роках [149, с. 3].

У 2010 році дефіцит поточного рахунку зріс до 2,9 млрд. дол. США, що становило 2,1% від ВВП. Сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій сформувалося додатним (7,9 млрд. дол. США) на відміну від від'ємного в 2009 році [148, с. 3].

Обсяги експорту України протягом 2005 – 2008 років постійно зростали. У 2008 році експорт становив 67,7 млрд. дол. США, досягнувши максимуму останніх років (рис. 2.14). Збереження досить високих темпів приросту експорту товарів насамперед було зумовлено ціновими “бульбашками” на світових товарних ринках, зокрема на продукцію чорної металургії, хімічної галузі та АПК. У 2009 році експорт товарів (40,4 млрд. дол. США), хоча і був на 40,3% меншим, ніж у попередньому році, але протягом року постійно зростав. Таке поліпшення пов'язане з поступовим відновленням зовнішнього попиту. Однак в середньому за рік фізичні обсяги експорту зменшилися на 10,2%.

У 2010 році експорт товарів зріс на 29,2% порівняно з попереднім роком та становив 52,2 млрд. дол. США. Зростання відбувалося за рахунок як цінового

зростання (на 18,1%), так і нарощування фізичних обсягів поставок (на 9,7%).



**Рис. 2.14. Експорт товарів у 2007 – 2010 роках в Україні, зміна до відповідного періоду попереднього року, % [144, с. 26]**

Наслідки фінансової кризи (стрімке падіння курсу гривні, недоступність кредитних ресурсів, зокрема для фізичних осіб, зменшення інвестиційного попиту та обсягів будівництва) призвели до різкого скорочення місячних обсягів імпорту у листопаді – грудні 2008 року, що постійно зростав із 2006 року. Різкому збільшенню імпорту 2008 року сприяли насамперед три групи товарів – нафта та нафтопродукти, автомобілі, а також механічне обладнання. У 2009 році в Україні відбулась різка корекція – було імпортовано товарів на загальну суму 45,0 млрд. дол. США, що на 46,2% менше, ніж у минулому році (рис. 2.15). За результатами 2010 року було імпортовано товарів на суму 60,9 млрд. дол. США, що на 36,2% більше, ніж у минулому році. Негативна різниця між експортом та імпортом 2010 року вказує на відновлення дисбалансів, характерних для економіки України до економічної кризи 2008 року. Автор вважає, що цей факт значно підвищує ризики порушення стабільності вітчизняної економіки та грошової одиниці, підвищує ймовірність повторення економічного шоку 2008 року.

Рівень міжнародних резервів за станом на 01 січня 2011 року становив 34,6 млрд. дол. США, що забезпечує фінансування імпорту товарів та послуг протягом

5,0 місяця майбутнього періоду [148, с. 8]. Динаміку міжнародних резервів НБУ наведено в додатку П.8.

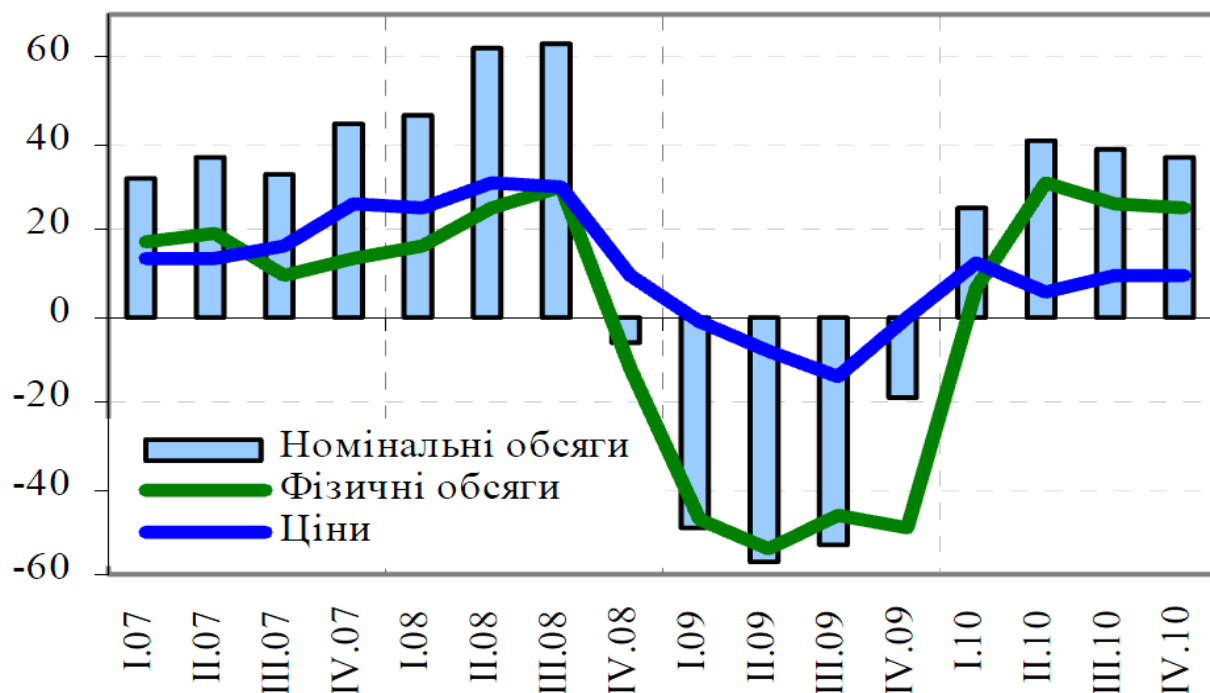


Рис. 2.15. Імпорт товарів у 2007 – 2010 роках в Україні, зміна до відповідного періоду попереднього року [144, с. 26]

Негативною є тенденція зі зростанням валового зовнішнього боргу країни, що відбувається протягом останніх років.

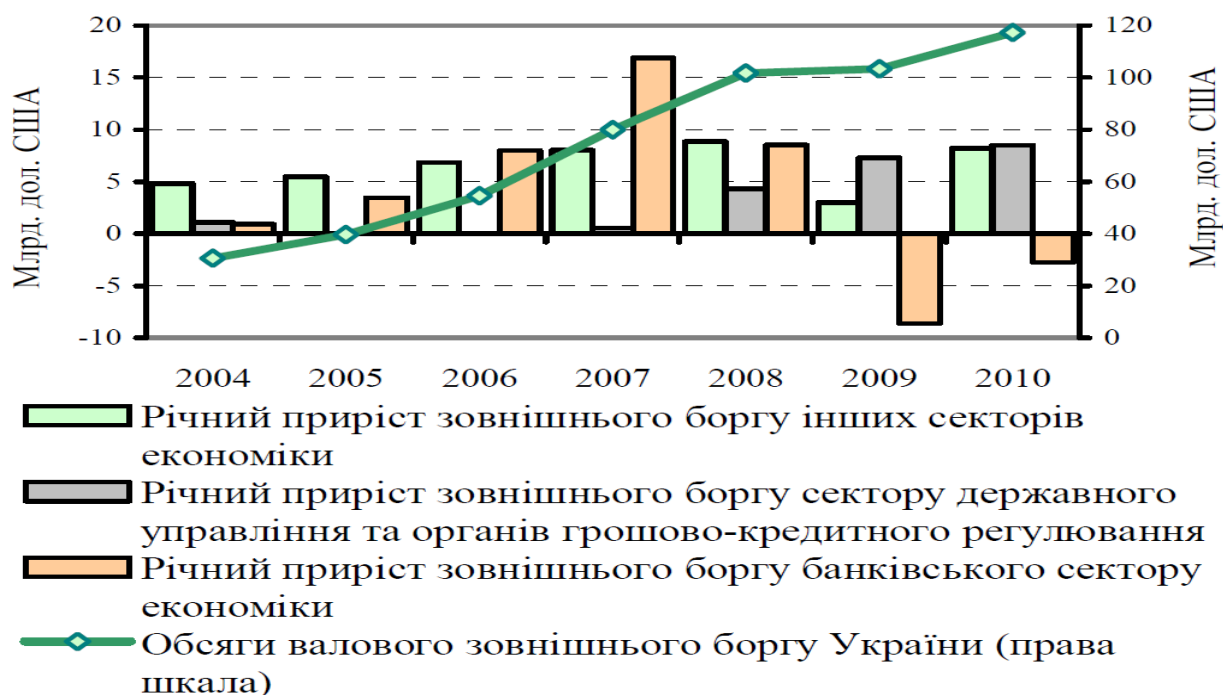
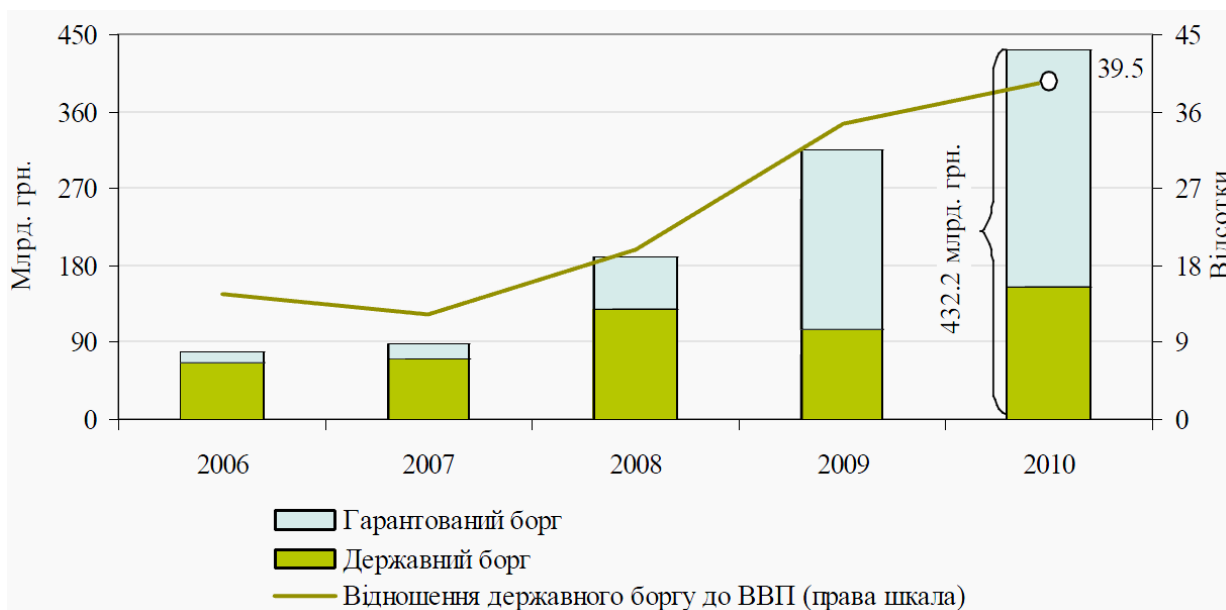


Рис. 2.16. Динаміка валового зовнішнього боргу України у 2004 – 2010 роках [148, с. 79]

Так, за підсумками 2004 року борг становив 30,6 млрд. дол. США, а у 2006 році вже 54,5 млрд. дол. США – фактично виріс в 1,78 рази за 2 роки. За підсумками 2008 року валовий зовнішній борг знову практично подвоївся, сягнувши 101,6 млрд. дол. США. У 2009 році зростання боргу значно уповільнилося, додавши у прирості лише 1,66 млрд. дол. США. На кінець 2010 року обсяг валового зовнішнього боргу сягнув 117,3 млрд. дол. США (85,7% від ВВП), збільшившись на 13,9 млрд. дол. США (на 13,5%) [148, с. 78]. Позитивною тенденцією є скорочення боргу банківського сектору перед нерезидентами на 2,7 млрд. дол. США – до 28,1 млрд. дол. США (20,5% від ВВП).

Державний та гарантований державою борг за підсумками 2010 року теж зріс до 432,2 млрд. грн. або 39,5% ВВП порівняно з 34,7% до ВВП на кінець 2009 року [131, с. 24]. З рис. 2.17 очевидно, що існує негативна тенденція останніх трьох років – постійне динамічне зростання державного боргу, яке посилює навантаження на бюджети майбутніх періодів.



**Рис. 2.17. Державний та гарантований державою борг у 2006 – 2010 роках, % [131, с. 24]**

Основною валютою зовнішніх запозичень України на 1 січня 2011 року залишається долар США, хоча його частка скоротилася до 70,4% проти 80% на початок 2009 року. Зобов'язання в євро становлять 10,7% [148 с. 80; 149, с. 82].

Світова фінансова криза відчутно позначилась на обсягах надходжень

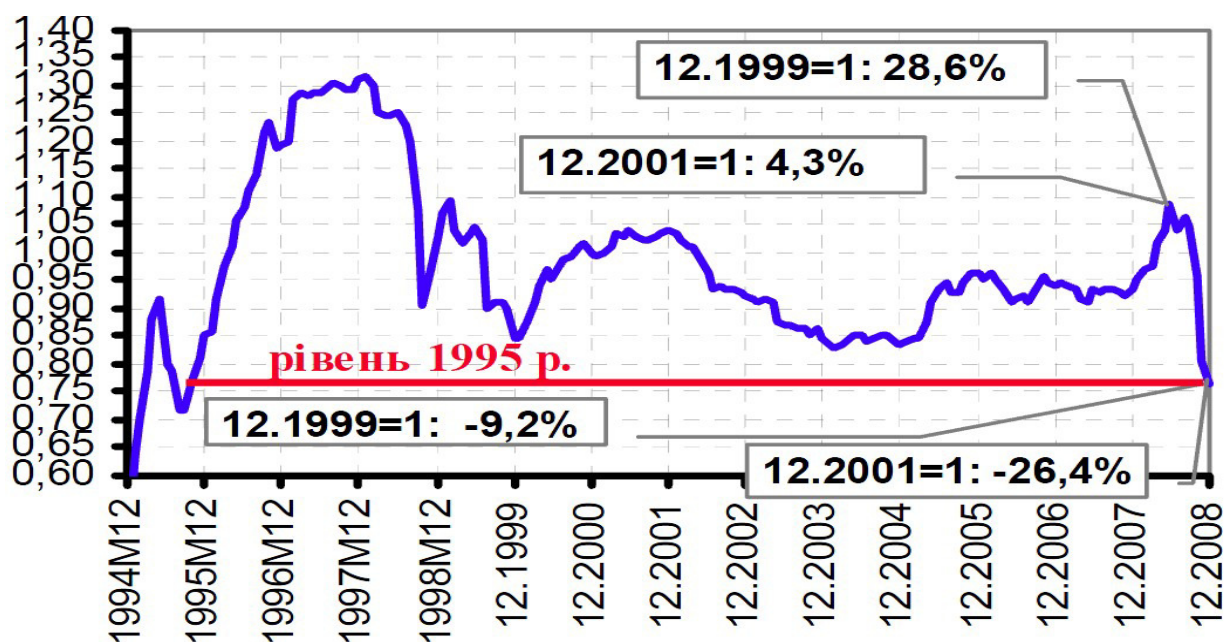


прямих іноземних інвестицій (додаток П.9). У IV кварталі 2008 року чистий приплив прямих іноземних інвестицій становив 934 млн. дол. США, що в 3,5 рази менше, ніж в середньому за три попередні квартали [130, с. 35]. Обсяг чистого притоку прямих іноземних інвестицій у 2009 році був на дуже низькому рівні – 1,2 млрд. дол. США, – насамперед внаслідок високих внутрішніх ризиків напередодні президентських виборів. Суттєву частку від притоку прямих іноземних інвестицій склали надходження, призначені на рекапіталізацію банків з іноземним капіталом [149, с. 7]. У 2010 році зростання обсягів прямих іноземних інвестицій становило 23,7% у порівнянні з 2009 роком. У цілому станом на 01 січня 2011 року накопичений обсяг інвестицій в економіку України дорівнював 58,0 млрд. дол. США, що в розрахунку на одну особу становить 1267 дол. США, збільшившись за рік на 11,9% [148, с. 6].

Погіршення ситуації на зовнішніх фінансових і товарних ринках зумовлювало скорочення пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку через зменшення обсягів їх надходжень на рахунки українських резидентів. Усе це спричинювало зменшення довіри між банками, погіршення ліквідності як окремих банків, так і банківської системи в цілому, додатковий тиск на споживчі ціни та на обмінний курс гривні. Кумулятивне укріплення реального ефективного обмінного курсу (далі – РЕОК), що було у 2005 – червні 2008 років, ще й погіршило динаміку показників зовнішньої торгівлі (додаток П.10). Різке знецінення РЕОК (до рівня 1995 року) у серпні – грудні 2008 року відновило цінову конкурентоспроможність українських виробників на високому рівні (рис. 2.18) Офіційний обмінний курс гривні до долара США знизився з початку 2008 року на 52,5% – до 7,7 грн./дол. США [145, с. 8]. Збільшилися існуючі запаси порівняно критичних рівнів цього показника. Це важливо, оскільки конкурентоспроможність експортних галузей, – особливо хімічної, погіршиться в умовах переходу України на світові ціни на газ. Водночас існують і надалі ризики як прискорення реальної ревальвації гривні через подальшу інфляцію, так і негативний вплив різких коливань РЕОК на експортерів.

Упродовж практично всього 2009 року на валютному ринку відчувався

дефіцит іноземної валюти, фундаментальним чинником якого було зниження порівняно з 2008 роком валютних надходжень як за експортними операціями, так і за зовнішніми кредитами та депозитами нерезидентів. Активні дії НБУ, що були спрямовані на стабілізацію економічної ситуації, сприяли зниженню спекулятивного попиту в країні на іноземну валюту та стабілізації обмінного курсу гривні. Як результат, протягом 2009 року офіційний курс гривні знизився щодо долара США всього на 3,7% (у 2008 році – на 52,5%), відносно євро та російського рубля – на 5,5% та 0,7% відповідно [149, с. 7].



**Рис. 2.18.** Індекс реального ефективного обмінного курсу гривні в 2000 – 2008 роках (12.2000=1) [145, с. 11]

Завдяки збільшенню обсягів надходжень іноземної валюти від нерезидентів, розширенню міжбанківського ринку, менш активному використанню резидентами власної іноземної валюти, зацікавленості нерезидентів в облігаціях внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) та підвищенню міжнародних рейтингів України в іноземній валюті у 2010 році гривня зміцнилася відносно долара США на 0,38% до 7,9617 грн./дол. США. Укріплення офіційного курсу гривні щодо євро та російського рубля становило 7,65% та 1,05 відповідно [146, с. 10]. Узагальнена статистична інформація щодо окремих показників платіжного балансу та зовнішнього боргу України наведена в додатку П.11.

На організованому фондовому ринку України, після помірного росту

2005 – 2006 років, протягом 2007 року спостерігалось стрімке зростання індексу ПФТС, що відображає коливання цін на акції найбільш інвестиційно привабливих підприємств-емітентів. Іноземний спекулятивний капітал, що шукає стабільні ринки з найвищими прибутками, перейшов із ринків розвинених країн до країн з економіками, що розвиваються, які продовжували демонструвати високі темпи зростання та прибутковості. Як наслідок, у 2007 році фондові ринки таких країн продемонстрували шалене зростання. Китай і Україна стали лідерами такого зростання (табл. 2.5). Упродовж року індекс ПФТС подолав сім стратегічних рівнів – від 500 до 1100 пунктів і за станом на 1 січня 2008 року становив 1174,02 пункта, збільшившись порівняно з початком 2007 року на 135,3%. У 2006 році цей показник становив 41%, у 2005 році – 36%. В результаті за підсумками росту фондового ринку у 2007 році Україна вийшла на друге місце у світі.

Таблиця 2.5

#### Топ 10 країн по росту фондових індексів в світі за 2007 рік

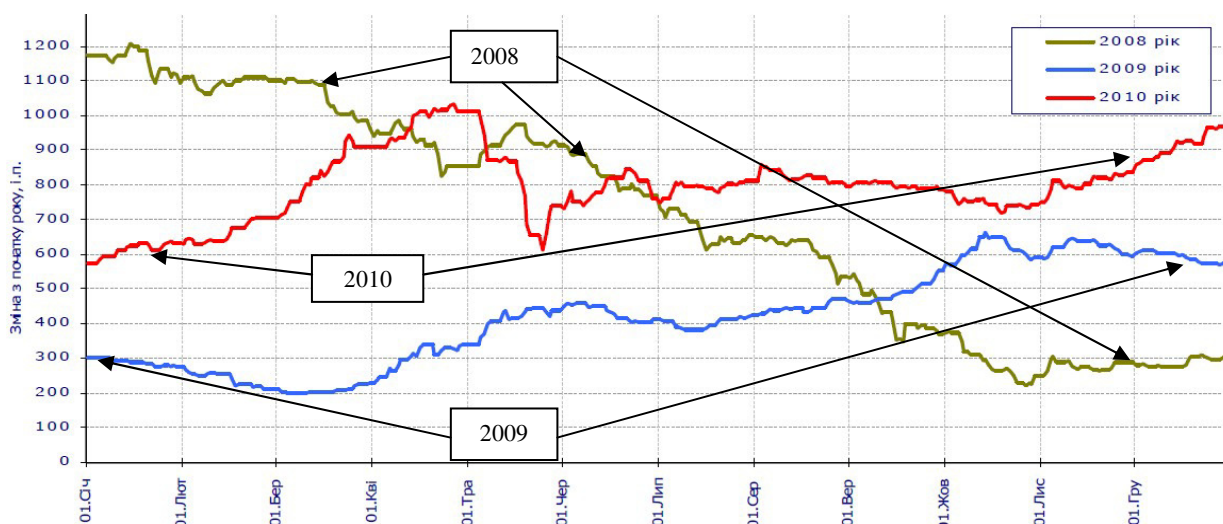
Країна	Індекс	Зміна індексу, %
Китай	China CSI 300 index	179,75
Україна	Ukrainian PFTS index	135,41
Словенія	Slovenia total market	96,90
Нігерія	Nigeria stock exchange	87,17
Бангладеш	Bangladesh DHAKA stock	86,19
Хорватія	Croatia Zagreb crobex	80,84
Бразилія	Brazil Bovespa stock index	72,44
Туреччина	Istambul ISE national 100 index	71,91
Маврикій	African Mauritius stock exchange	70,00
Індія	Bombay BSE sensex 30 index	65,23

Примітки: 1. В розрахунок взяті 90 глобальних індексів світу.

2. Результати перераховані в дол. США.

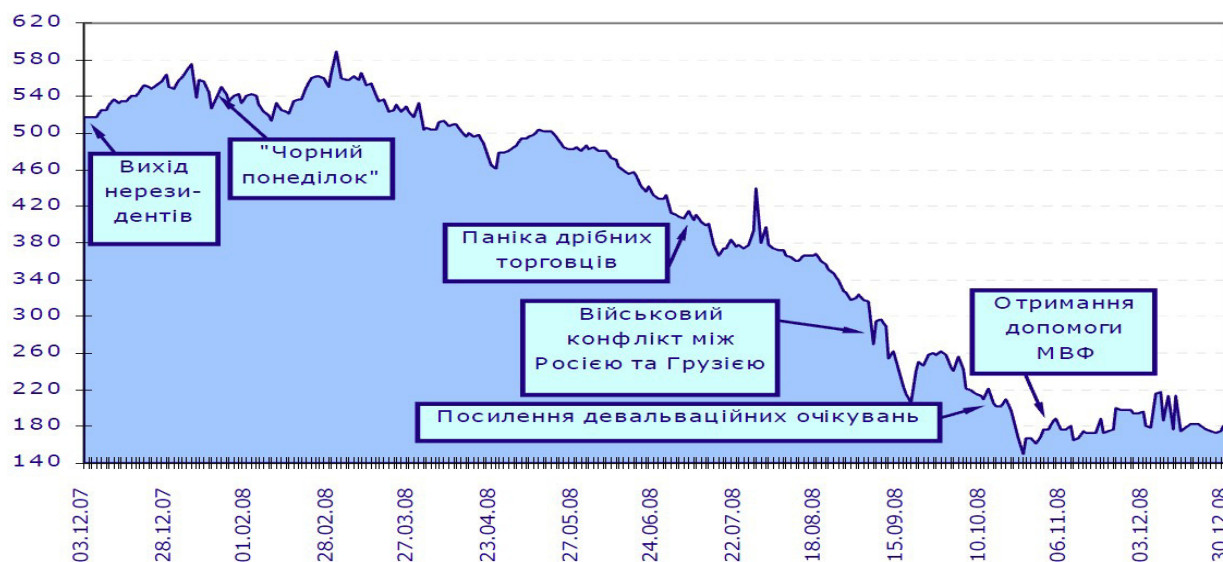
Джерело: [150, с. 48].

За результатами 2008 року індекс ПФТС знизився порівняно з початком року на 872,60 пункти або на 74,33% і на 01 січня 2009 року становив 301,42 пункти. Зниження індексу ПФТС було пов'язане з кризовими явищами на світових фінансових ринках, що призвело до зниження зацікавленості інвесторів в інвестуванні коштів у цінні папери країн з перехідною економікою, включаючи Україну.



**Рис. 2.19. Зміна індексу ПФТС у 2008 – 2010 роках [138, с. 9]**

Загалом погіршення економічної кон'юнктури в країні та несприятливі умови на світових фінансових ринках спричинили тиск на український фондовий ринок. Однак зниження індексу ПФТС відповідало тенденціям фондових індексів провідних країн світу. Ринкова капіталізація ліквідних цінних паперів (по лістингу ПФТС) станом на кінець 2008 року різко скоротилася до 181,3 млрд. грн. (у 3,2 рази) у порівнянні з піковим 2007 роком.

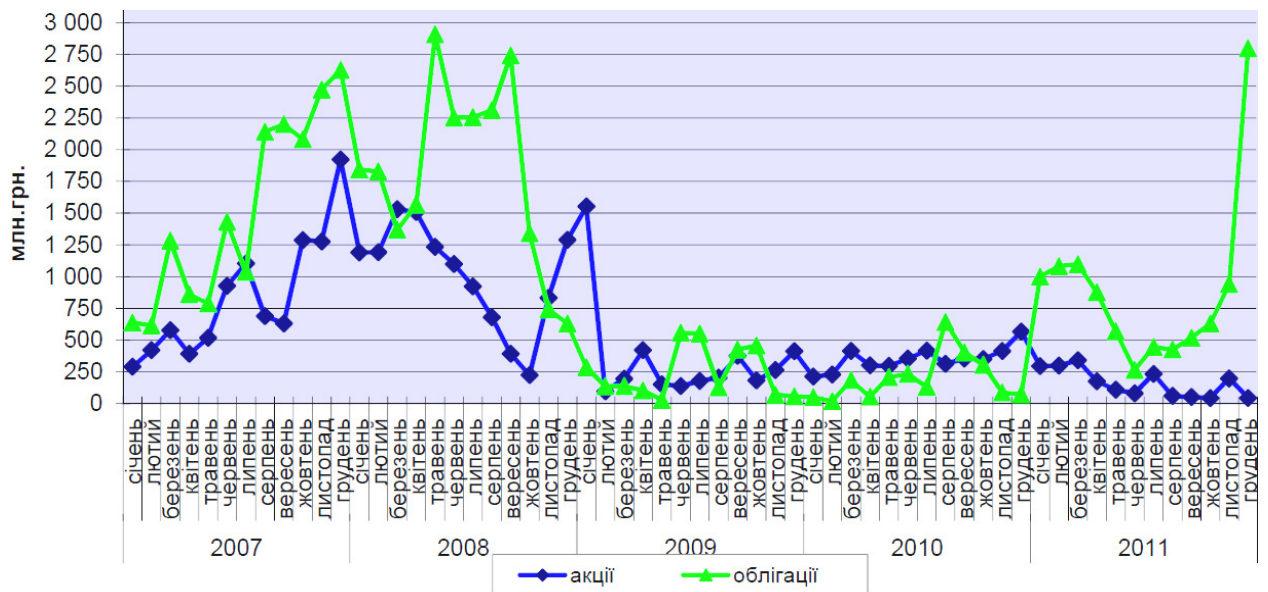


**Рис. 2.20. Капіталізація фондового ринку України за лістингом ПФТС з грудня 2007 по грудень 2008 року, млрд. грн. [127, с. 4]**

Розвиток подій на фондовому сегменті грошово-кредитного ринку 2009 року в цілому відповідав ситуації в економіці. В умовах загострення ситуації упродовж I кварталу цього року індекс ПФТС зменшився порівняно з початком року на 74,08 пункти, або на 24,58% (рис. 2.19). Натомість, починаючи з квітня,

коли почали проявлятися певні ознаки стабілізації, основні індикатори фондового ринку України демонстрували позитивну динаміку. За результатами 2009 року індекс ПФТС збільшився порівняно з початком року на 271,49 пункти, або на 90,07%, – до 572,91 пункти. Загальний обсяг торгів у 2009 році фондової біржі ПФТС зменшився в порівнянні з 2008 роком у 4,9 рази – до 7,18 млрд. грн. [151, с. 11].

За підсумками 2010 року індекс ПФТС зріс на 402,17 пункти, або на 70,2% і становив станом на 31 грудня 2010 року – 975,08 пункти. Обсяг торгів на ПФТС за підсумками 2010 року зріс більше ніж у 3,9 рази (порівняно із 2009 роком) і становив понад 61,4 млрд. грн. [146, с. 10]. Протягом 2011 року збільшився в 1,5 рази (порівняно з 2010 роком) і становив 88,86 млрд. грн. Однак обсяги торгів на фондовій біржі ПФТС 2009 – 2011 років значно знизились у порівнянні з 2007 – 2008 роками.



**Рис. 2.21. Обсяги торгів на фондовій біржі ПФТС акціями та облігаціями підприємств і місцевих органів влади в 2007 – 2011 роках [152, с. 8]**

Безумовно, світова економічна криза відчутно позначилися на подіях в економіці та на фінансовому ринку України. Втім, вважати зовнішній чинник основним неправильно. Несприятливі процеси на світових ринках насамперед показали прорахунки у проведенні економічної політики протягом останніх років.

За останні роки майже кожного року змінювався уряд України. Однак зміни уряду практично не впливали на зміст економічної політики, який полягав переважно у стимулюванні внутрішнього споживчого попиту через форсоване підвищення заробітних плат, пенсій та інших соціальних стандартів. До того ж не були проведені дуже важливі для країни структурні реформи, не відбулося реформування податкової системи, не врегульовані до економічного рівня ціни і тарифи, не вжито заходів щодо розвитку фондового ринку. В Україні не знайшлося політичної сили, яка могла б взяти на себе відповідальність за проведення непопулярних заходів.

Безперечно, підвищення соціальних стандартів має бути наріжним каменем усієї економічної політики. Однак якщо це питання розглядати без належного врахування реальних можливостей економіки, остання неодмінно відреагує на це виникненням макроекономічних диспропорцій. Тому до жовтня 2008 року економіка України розвивалася високими темпами, які, однак, характеризувалися значною волатильністю та супроводжувалися високим інфляційним тиском. Економічна ситуація, яка склалася в жовтні-грудні 2008 року, характеризувалася проявом ризиків, пов'язаних з розвитком світової фінансової кризи, зниженням темпів глобального зростання, скороченням попиту на експортну продукцію України та притоку капіталу. В цілому зовнішні шоки у поєднанні із внутрішніми дисбалансами призвели до загострення двох взаємопов'язаних груп фінансових ризиків: ризиків певних комерційних банків і підприємств та системних ризиків банківської системи, реального сектору економіки, валютного ринку.

Через поширення проблем на фінансових ринках відбулось зменшення світового попиту. Рецесія у провідних економіках світу супроводжується насамперед зниженням інвестиційного попиту, динаміки обсягів будівництва і, відповідно, призводить до зниження цін на продукцію металургії та машинобудування. Такі тенденції на світовому ринку, зважаючи на високу залежність вітчизняної економіки від експорту, частка якого у ВВП становить понад 47%, негативно позначається на динаміці розвитку експортного виробництва, а далі – на галузях, які безпосередньо й опосередковано залежать

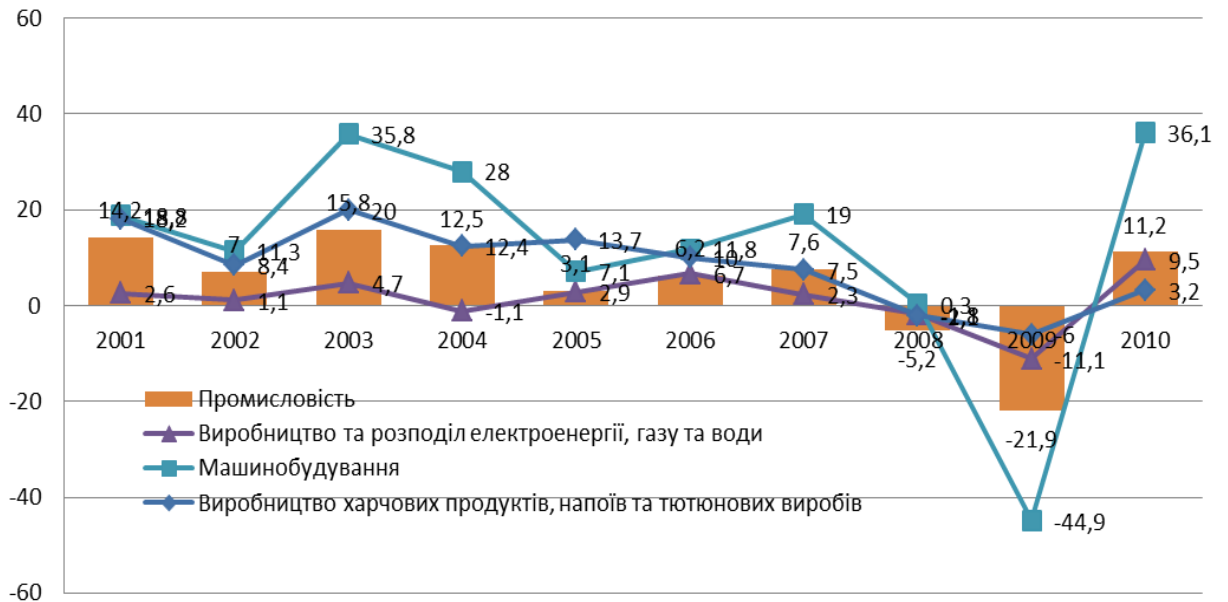
від експорту. Проте незважаючи на світову економічну кризу та різкий спад економічного розвитку України, залишаються галузі економіки, які володіють високою інвестиційною привабливістю для інвестування у їхні цінні папери.

### **2.3 Загальна оцінка галузей: структура, конкуренти та фактори впливу на інвестиційну привабливість**

Галузевий аналіз залежить від володіння інформаційною базою. Різноманітна детальна інформація на початку галузевого аналізу може відвертати увагу від загальної. Насамперед необхідно здійснити загальне вивчення галузі та критично оцінити дані, а тоді розглядати конкретні джерела. Повний перелік питань, до яких необхідно звернутися під час галузевого аналізу, зазвичай залежить від її специфіки, що дає змогу сконцентруватись на найважливішій інформації для дослідження.

Першочергове завдання – оцінити вплив макроекономічного прогнозу на стан розвитку галузі, оскільки не всі галузі однаково реагують на циклічні коливання. Для виявлення міри чутливості галузей вітчизняної економіки до економічного циклу проаналізуємо динаміку індексів виробництва окремих галузей та промисловості України у період з 2001 по 2010 роки. З рис. 2.22 видно, що найбільше піддається циклічним коливанням машинобудівна галузь, а найменше – виробництво та розподіл електроенергії, газу та води. Зауважимо, що харчова промисловість має середній рівень залежності від циклу розвитку економіки і фактично збігається із динамікою виробництва всієї промисловості країни. З огляду на динаміку індекса виробництва харчової промисловості України, цей сектор вітчизняної економіки має середній ступінь чутливості до циклічних коливань розвитку економіки. Тому галузі вітчизняної харчової промисловості володіють оптимальним співвідношенням рентабельності до ризику інвестування. Відповідно, найризикованішим є інвестування в

машинобудування, а вкладення в електроенергетику є найменш ризикованими. Проте, як видно з рис. 2.22, у роки економічного піднесення та зростання світової економіки машинобудування здатне приносити значно більші доходи у порівнянні з іншими галузями.



**Рис. 2.22.** Динаміка індексів виробництва продукції деяких секторів та в цілому промисловості України у 2001 – 2010 роках

Джерело: складено автором за [153].

Для дисертаційного дослідження автор обрав для аналізу молокопереробну та хлібопекарську галузі вітчизняної харчової промисловості. Також для порівняння інвестиційної привабливості галузей харчової промисловості обрано теплову електроенергетичну галузь.

Метою галузевого аналізу, як стверджує М. Портер, є визначення основних структурних особливостей галузі, важливих чинників їх змін та стратегічної інформації про конкурентів [113, с. 366]. Проте, характеристики структури та конкурентів в цілому є результатом аналізу початкових даних. Тому важливим є послідовність розгляду даних для аналізу. Отже, тоді значною перевагою галузевого аналізу є загальний огляд галузі. Розуміння специфіки галузі дасть можливість аналітикові визначити важливі сторони даних під час аналізу джерел та систематизувати зібрані дані.

Для початку аналізу необхідно визначитись та скласти перелік провідних



учасників галузі, річні фінансові звіти яких стануть джерелом аналізу. Перелік основних конкурентів допоможе швидко знайти інші важливі пункти для аналізу та іншу інформацію про емітента акцій. Наступний етап – розгляд п’яти факторів галузевої конкуренції (додаток Е). Отже, визначившись з алгоритмом здійснення аналізу галузі, проведемо аналіз молокопереробної галузі харчової промисловості України.

Основною продукцією молокопереробної галузі є продукти, вироблені з молочної сировини: тверді сири, плавлені сири, сухі молочні продукти та різноманітний асортимент продукції із незбираного молока.

Таблиця 2.6

**Динаміка виробництва основних молокопродуктів в Україні  
у 2006 – 2010 роках**

Вид продукції	2006		2007		2008		2009		2010	
	тис. т.	2006/2005, %	тис. т.	2007/2006, %	тис. т.	2008/2007, %	тис. т.	2009/2008, %	тис. т.	2010/2009, %
Молоко оброблене рідке	820	94,9	863	105,2	808	93,6	770	95,3	801	104,0
Масло вершкове	104	86,7	100	96,1	84,8	84,8	74,7	88,1	79,5	106,4
Спреди та суміші жирові	71,1	88,5	83,8	117,9	81,8	97,6	73,1	89,4	65,2	89,2
Сир свіжий неферментований та сир кисломолочний	93,2	111,6	92,6	99,3	91,9	99,2	84,8	92,3	78,5	92,6
Сири жирні	217	79,2	246	113,4	236	95,9	224	94,9	207	92,4
Продукти кисломолочні	524	105,0	532	101,5	532	99,8	492	92,5	479	97,3

Джерело: складено автором за [154].

Згідно з даними Державного комітету статистики України, за підсумками 2006 – 2010 років спостерігаємо негативну тенденцію зниження виробництва всіх видів молочної продукції (табл. 2.6). Особливо знизилось виробництво у 2008 – 2009 роках. У 2010 році відбувся приріст виробництва молока та вершкового масла, але натуральні обсяги залишаються низькими навіть у порівнянні зі спадом у 2008 році. Розглянемо детальніше виробництво деяких видів молочної продукції.

Протягом останніх років найбільше скоротилось виробництво вершкового масла, спредів та сумішей жирових. Зниження обсягів виробництва обробленого

молока протягом 2008 – 2009 років пов'язано з дефіцитом сировинних ресурсів. Більшість рідкого молока виготовляють підприємства Києва та Київської області, Вінницької, Дніпропетровської, Харківської, Донецької та Полтавської областей. Провідними виробниками фасованої продукції є ТОВ “Люстдорф”, Донецький ММЗ №2, ЗАТ “Галичина”, Кременчуцький ММЗ, ВАТ “Галактон” [155, с. 2]. Також оброблене молоко підприємства використовують як сировину для подальшої переробки.

Обсяг пропозиції масла на вітчизняному ринку недостатній через дефіцит сировинних ресурсів та низьку рентабельність цього виду продукції. До найбільших областей-виробників масла ввійшли Вінницька, Хмельницька, Житомирська, Полтавська, Київська та Черкаська, на частку яких припадає понад 54% його загального виробництва. Провідні позиції належать підприємствам Іллінецький “Люстдорф”, ЗАТ “Галичина”, “Бершадьмолоко”, ДП Молочна фабрика “Рейнфорд”.

З 2007 по 2010 роки спостерігаємо спад виробництва кисломолочних продуктів. Основу виробництва кисломолочної продукції складають кефіри, сметана, йогурти, маслянка. Йогурти залишаються найрентабельнішою молочною продукцією для виробників, хоча і спостерігається тенденція до зниження виробництва ароматизованих йогуртів, що певною мірою зумовлена скороченням попиту на цей вид молокопродуктів, який дорожчий за неароматизовані йогурти. Провідні виробники йогуртів галузі – ЗАТ “Галичина”, Донецький ММЗ №2, Комбінат “Придніпровський”, ВАТ “Вімм-Білл-Данн Україна”, ВАТ “Галактон”.

Протягом 2008 – 2010 років має місце зниження виробництва жирних сирів, яке порівняно з попередніми роками, зазнало найменших втрат. Зниження випуску сирів було не таким значним на противагу скороченню виробництва інших видів молочної продукції. Певною мірою цьому сприяє дозвіл на експорт до Росії, який мають деякі із підприємств, хоча їх кількість, як і раніше, залишається обмеженою. Виробники працюють як над розширенням географії зовнішніх ринків збуту, так і над поліпшенням дистрибуції на внутрішньому ринку. Першими у виробництві сирів є підприємства Полтавської, Черкаської,

Сумської, Житомирської, Запорізької, Херсонської і Вінницької областей. Серед підприємств провідними є ЗАТ “Пирятинський сирзавод”, ЗАТ “Гадячсир”, ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”, ТОВ “Моліс” [155, с. 3].

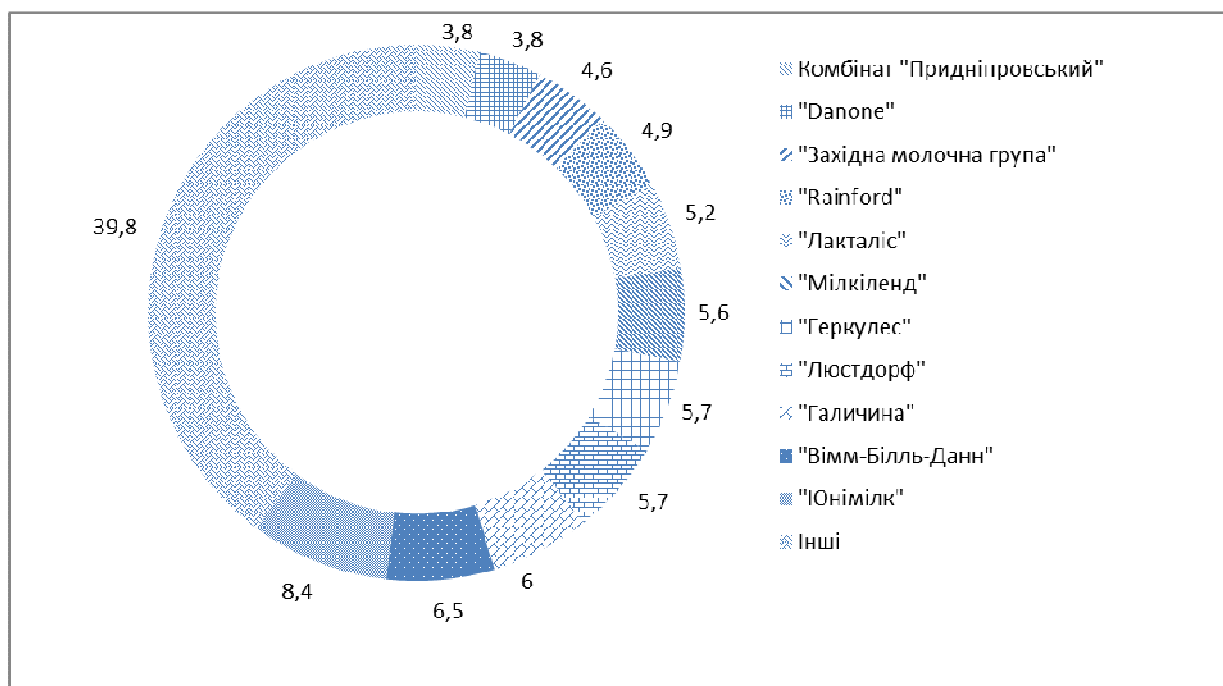
2009 рік стає для ринку молочної продукції поворотним, оскільки тенденції, які були протягом останніх кількох років, кардинально змінюються. Обсяг споживання молочної продукції знижується пропорційно до доходів населення, що є наслідком відсутності тенденцій до зростання зарплат, зростанням вартості комунальних послуг, подорожчанням ліків та девальвацією гривні. Протягом 2009 року спостерігається зміщення переваг споживачів з дорожчих продуктів на дешевші. Ціна на дешевшу продукцію залишилась незмінною [156].

У 2010 році спостерігається поживлення споживчого попиту та відповідно зростання обсягів виробництва молочної продукції, зокрема молока на 4% та вершкового масла на 6,4% (див. табл. 2.6).

По Україні кількість підприємств з виробництва молочних продуктів, включаючи тверді сири, останніми роками зростала. Однак у зв'язку з економічною кризою, дрібні виробники молочної продукції покидають ринок, а решта підприємств змушені об'єднуватись. У конкурентній боротьбі кожне підприємство галузі намагається не тільки закріпити досягнуті ринкові позиції, але й відвоювати ринкову частку. Це здійснюється не тільки завдяки поглинанню часток невеликих виробників, але й через невикористання ринкових можливостей лідерів. Тому виробники намагаються вдатися до таких систем реалізації та програм маркетингових заходів, які б максимально підходили для здійснення обраної стратегії. Щодо дистриб'юторів, то ті також оптимізують свою роботу, здійснюють активний пошук нових підходів для просування продукції на висококонкурентному ринку. Молочний ринок України загалом є досить консолідованим. Так, у 2009 році в Україні 11 великих компаній займали 60,2% ринку, на частку ж інших 300 виробників доводилося 39,8% ринку молочної продукції (рис. 2.23).

На сьогодні спостерігається тенденція до скорочення кількості підприємств і посилення конкуренції на ринку. Важливу роль у цьому процесі відіграв вступ

України до СОТ, що відкрило шлях для іноземних виробників. Зараз великі компанії з іноземним капіталом постійно збільшують контрольовану ними частку ринку, поглинаючи конкурентів. Так, наприклад, французька група "Lactalis" (ТМ "President") вже володіє Миколаївським молочним комбінатом, компанією "БілоСвітУмань" і Павлоградським молочним комбінатом (ТМ "Фанні") [158].



**Рис. 2.23. Структура ринку цільномолочної продукції України в 2009 році у натуральному вигляді (за виробниками), % [157, с. 64]**

Стосовно присутності на ринку товарів-замінників, молоко, як цінний продукт харчування, не має як таких аналогів. Це означає, що галузеві підприємства не стикаються з конкуренцією зі сторони виробників у суміжних галузях.

Галузь виробництва та реалізації молочної продукції напряму залежить від стану та розвитку тваринництва як постачальника сировини для виробництва. Основною проблемою вітчизняного тваринництва є зменшення чисельності поголів'я великої рогатої худоби (далі – ВРХ), в основному за рахунок різкого скорочення кількості сільськогосподарських підприємств протягом останніх двадцяти років.

Аналізуючи табл. 2.7, відзначимо негативну тенденцію щодо скорочення поголів'я ВРХ. Відповідно відбувається зниження обсягів виробництва молока.

Основними постачальниками молока є господарства населення. Так, станом на 1 січня 2011 року господарствами населення утримувалось 67,8% загальної чисельності великої рогатої худоби (на 1 січня 2010 року – 66,3%), у т. ч. корів – 78,0% [161, с. 2]. Стабільне скорочення чисельності ВРХ триває від 1990 року. З того часу чисельність скоротилась більше як у 5 разів [162]. Загалом зниження рівня виробництва молока відбувається як у великотоварному виробництві, так і в господарствах приватного сектора.

Таблиця 2.7

### Основні показники тваринництва України в 2007 – 2010 роках

Рік	Чисельність поголів'я ВРХ						Виробництво молока					
	Сільсько-господарські підприємства		Господарства населення		Усі категорії господарств		Сільсько-господарські підприємства		Господарства населення		Усі категорії господарств	
	тис. голів	%	тис. голів	%	тис. голів	%	тис. т	%	тис. т	%	тис. т	%
2007	1926,1	83,9	3757,1	96,8	5683,2	92,0	2179,0	88,8	10075,6	93,0	12254,6	92,2
2008	1719,9	89,3	3436,4	95,5	5156,3	90,7	2090,3	95,9	9671,5	96,0	11761,8	95,9
2009	1626,5	94,6	3291,1	95,8	4917,6	95,4	2236,6	107,0	9367,0	96,9	11603,6	98,6
2010	1527,9	93,9	3211,6	97,6	4739,5	96,4	2218,0	99,2	9036,1	96,5	11254,1	96,9

Джерело: складено автором за [159 – 161].

Відзначимо також, що для вітчизняної молокопереробної галузі характерні досить складні економічні умови господарювання, оскільки основні постачальники підприємств – сільськогосподарські підприємства та особисті селянські господарства не забезпечують вимог технологічних стандартів переробки молока.

Вагомий вплив на діяльність галузі чинить сезонність постачання молока, що призводить до коливання закупівельних цін протягом року. Наприклад, впродовж січня – березня 2010 року середні закупівельні ціни на молоко перебували на достатньо високому рівні – до 3,40 грн./л (рис. 2.24). Однак придбати молоко від присадибних господарств можна було дешевше – 2,50 грн./л. Такому рівню цін сприяв дефіцит молока та висока конкуренція. З квітня по червень на ринку спостерігалось зниження закупівельних цін на молоко (мінімальна ціна придбання у домашніх господарств складала 1,50 грн./л), чому

сприяв переважно сезонний фактор.

З липня 2010 року, після завершення сезону “великого молока”, почалось зростання закупівельних цін на молоко, яке припинилось у жовтні. Станом на кінець грудня 2010 року середні закупівельні ціни на молоко, порівняно з жовтнем-листопадом, практично не змінилися і залежно від регіонів та якості перебували в межах 2,50 – 3,60 грн./л (3,60 грн./л від сільгосп підприємств і 2,50 – 2,60 грн./л від приватних господарств). Отже, ціноутворення на молоко і молочні продукти характеризується сезонністю. Так, пік зниження цін в Україні відзначається у червні — серпні. Починаючи вже з вересня, (у зв'язку зі зменшенням надоїв) ціни зростають і досягають свого максимуму в листопаді – грудні.

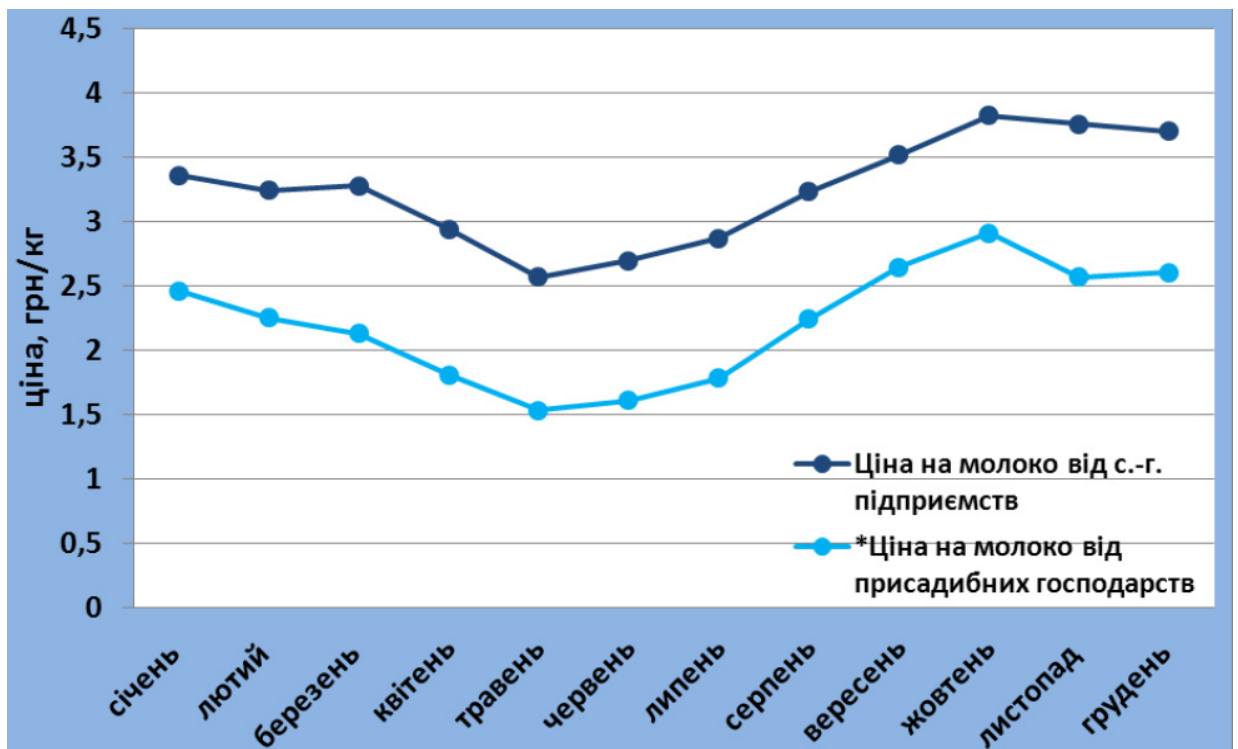


Рис. 2.24. Динаміка цін на молоко в Україні у 2010 році [163, с. 1]

**Примітка.** Ціна на молоко вказана в грн/л.

Великий вплив при ціноутворенні на ринку готової молочної продукції здійснюють посередники при закупівлі молока-сировини і реалізації готової продукції. При закупівлі молока посередницькими структурами його закупівельна ціна зростає приблизно на 15-20% [164, с. 61 – 64]. Після прийняття Закону України “Про внесення змін до деяких законів України “Щодо підтримки

агропромислового комплексу в умовах світової фінансової кризи” № 1782-17 від 22 грудня 2009 року, товаровиробники молока і м'яса перестали отримувати ПДВ від переробників. І як результат – виробники молока підняли відпускні ціни більш ніж на 40% з метою компенсації втрат від ПДВ [165; 166 с. 22].

Формування попиту на молоко та молочні продукти відбувається під впливом багатьох чинників, серед яких провідними є економічні (платоспроможний попит населення та ціна реалізації одиниці продукції), демографічні та маркетингові. Визначальним чинником формування попиту на продовольчому ринку є купівельна спроможність населення, яка останнім часом різко знизилася, що звузило ємність внутрішнього ринку. Високий рівень роздрібних цін на продовольчі товари стримує купівельну спроможність населення і є визначальною умовою формування попиту і пропозиції.

Продукція молокопереробної галузі призначена в основному для споживання всередині країни і зорієнтована на ціни аналогічної імпоротної продукції (підвищення цін на продукцію вітчизняних виробників призведе до збільшення споживання дешевшої імпоротної).

Загалом ринки, торговельна мережа міст та експорт є напрямками збуту вітчизняних молокопереробних виробників. Основними молочними продуктами, що реалізуються українськими підприємствами зовнішньому ринку, є сухі молокопродукти та сири. В структурі експорту молокопродуктів на їх частку припадає близько 80%.

Найбільшими імпортерами молочних продуктів вітчизняного виробництва традиційно є країни колишнього СРСР (Росія, Казахстан, Молдова, Білорусія, Азербайджан, Вірменія, Грузія), а також Єгипет, Алжир, Німеччина та інші. Показник експорту сиру до Росії особливо високий [167].

Серед головних проблем виходу на зовнішні ринки є адміністративні перешкоди в Україні та у тих державах, куди експортується продукція. Також однією з головних проблем є високий рівень конкуренції та напружені політичні процеси в країнах.

Вагомий вплив на економічну діяльність підприємств-експортерів молочної

продукції має офіційний курс гривні до долара США. У 2008 році відбулась девальвація, яка сприяла експорту молочної продукції за рахунок збільшення норми прибутку в національній валюті, що загалом позитивно впливає на сальдо платіжного балансу країни і сприяє припливу валютної виручки. Водночас девальвація зумовлює подорожчання імпортного обладнання.

Україна також імпортує молокопродукти, в основному кисломолочну продукцію: йогурти, сири та сирну продукцію. Серед постачальників основними є російські підприємства. Найбільшими країнами-постачальниками імпорту є Німеччина, Франція, Австрія, Росія, Польща, Фінляндія та Латвія [167].

Скорочення виробництва молока, зростання цін на молочну продукцію, зниження купівельної спроможності призвело до значного скорочення споживання молочних продуктів. Так, за роки незалежності України споживання молока і молочних продуктів скоротилося майже на 60%. Якщо в 1990 році на одну людину припадало 373 кг/рік молочних продуктів (у перерахунку на молоко), то в 1995 році споживання вже становило 244 кг/рік, а в 2009 році — 213 кг/рік. У відповідності з науково обґрунтованими нормами людина повинна споживати 380 кг молока на рік. Для порівняння: середньорічний показник споживання цього продукту у Франції – 440 кг, у Німеччині – 430 кг, у Данії – 380 кг, в Австрії – 370 кг [158].

Отже, молокопереробна галузь займає важливе місце в економіці будь-якої держави при забезпеченні населення продуктами харчування першої необхідності. Однак на сучасному етапі вітчизняна молокопереробна галузь перебуває в стані стагнації. Розвиток галузі стримує різке скорочення поголів'я корів (чисельність поголів'я корів за 1990 – 2009 роки в усіх категоріях господарств скоротилася на 67%), низька ефективність селекційної роботи, низька якість сировини, застарілі технології.

Незадовільний стан із сировиною є ключовою проблемою галузі. Порівняно з міжнародними стандартами, якість молока залишається украй низькою, що насамперед пов'язано із невикористанням генетичного потенціалу молочної худоби, захворюваннями молочного стада, низьким забезпеченням повноцінними



кормами, недостатнім технічним рівнем устаткування та технології виробництва.

На низькому рівні залишається споживання молочних продуктів. У перерахунку на молоко становить 56% від науково обґрунтованих норм.

Експорт молочної продукції України є слабо диференційованим, оскільки близько 50% структури експорту припадає на ринок Росії.

Основні фактори впливу на інвестиційну привабливість галузі згруповано у табл. 2.8

Таблиця 2.8

**Основні фактори, що впливають на інвестиційну привабливість  
молокопереробної галузі України**

<b>Група факторів</b>	<b>Опис проблем</b>	<b>Ступінь впливу</b>
Політичні	1. Торговельні відносини між країнами ближнього та дальнього зарубіжжя. 2. Зміна мита при експорті та імпорті молочної продукції. 3. Заборона експорту молочної продукції. 4. Нестабільність економіки України в цілому.	Значний
Фінансово-економічні	1. Високі ціни на енергоносії, пакувальні та інші матеріали, які впливають на собівартість продукції. 2. Рівень платоспроможності та поточні доходи населення. 3. Слабкий рівень розвитку племінного молочного скотарства. 4. Можливі зміни сезонної структури споживання молочної продукції. 5. Циклічні зміни в економіці, падіння попиту. 6. Відсутність стабільності у податковому законодавстві. 7. Зростання конкуренції на ринку молочної продукції.	Середній
Виробничо-технологічні	1. Необхідність впровадження нових технологій та сучасного обладнання. 2. Невідповідність якості молока сучасним вимогам (його обробка потребує жорсткішого режиму в технологічному процесі, що викликає збільшення витрат на виробництво готової продукції). 3. Сезонне надходження молока.	Середній
Соціально-демографічні	1. Скорочення чисельності населення. 2. Зміни у віковій структурі суспільства, збільшення чисельності людей похилого віку. 3. Міграційні процеси.	Значний
Споживчі властивості продукції	1. Молоко – цінний продукт харчування, джерело незамінних вітамінів і мікроелементів, корисний для людей будь-якого віку. 2. Широкий спектр молочних продуктів дає можливість диверсифікації та захисту від сезонності. 3. Молокопродукти – товари щоденного споживання, попит стабільний на відміну від предметів розкоші, розваг, побутової техніки, будівельних матеріалів та ін.	Значний

Джерело: складено автором за [168 – 184].

Для стабілізації обсягів виробництва та поліпшення якості молочної сировини, вітчизняним переробникам молока необхідно впроваджувати нові технології та системи управління якістю продукції. Також важливо підвищувати ефективність управління сільськогосподарськими підприємствами та рівень кваліфікації працівників молочних ферм. Це дозволить розширити ринки збуту, насамперед у країнах Євросоюзу, оскільки саме якість молочної сировини є однією з основних перешкод для виходу вітчизняної продукції на світовий ринок.

Для стимулювання розвитку молокопереробної галузі уряду необхідно впровадити програму розвитку молочних кооперативів, здійснювати фінансову підтримку підприємств через механізм кредитування з мінімальними процентними ставками. Це дасть змогу провести реконструкцію та модернізацію виробництв, запровадити сучасні системи управління безпекою молочної продукції та оцінки її якості. Реалізація вищенаведених рекомендацій дасть змогу значно підвищити інвестиційну привабливість молокопереробної галузі.

На основі проведеного автором аналізу хлібопекарської галузі (додаток Р.1) в табл. 2.9 наведено основні фактори впливу на її інвестиційну привабливість. Як свідчать дані наведених факторів (табл. 2.9), що хлібопекарська галузь має дуже низький рівень інвестиційної привабливості. Ключовими факторами, що знижують привабливість для інвестування, є: зростання вартості сировини, матеріалів та енергоносіїв; політика держави із недопущення зростання цін на основну продукцію; випереджувальне зростання цін на борошно та паливно-енергетичні ресурси при адміністративному стримуванні цін на хліб; зменшення доходів та чисельності населення. Інвестиційною перевагою галузі є найбільший ринок збуту – населення країни.

*Таблиця 2.9*

**Основні фактори впливу на інвестиційну привабливість  
хлібопекарської галузі України**

<b>Група факторів</b>	<b>Опис проблем</b>	<b>Ступінь впливу</b>
Політичні	1. Постійний контроль з боку органів державної влади за рівнем цін на хліб. 2. Встановлення граничного рівня рентабельності на хліб	Значний

Продовж. табл. 2.9

	масового споживання. 3. Ризики зміни або невиконання чинного законодавства.	
Фінансово-економічні	1. Зростання цін на сировину та паливо. 2. Рівень платоспроможності та поточні доходи населення. 3. Нерівномірність доходів населення. 4. Можливі зміни сезонної структури споживання хлібобулочної продукції. 5. Циклічні зміни в економіці, падіння попиту. 6. Зміни в оподаткуванні.	Значний
Виробничо-технологічні	1. Більша частина основних виробничих фондів підприємств хлібопекарської галузі технологічно та фізично зношене. Оскільки вітчизняні харчові продукти конкурують з імпортними, які відповідають міжнародним стандартам якості, підприємствам необхідні великі інвестиції для оновлення та заміни обладнання, що відповідає світовим стандартам. 2. Низька якість борошна, яка не відповідає вимогам хлібопекарського виробництва. 3. Природа основної продукції. Свіжий хліб є продуктом, який не підходить для транспортування на довгі відстані. Тому кожне велике підприємство володіє значною часткою (20 – 80%) лише кожного відокремленого регіонального ринку збуту. 4. Значною мірою впливає врожай зернових культур кожного року по Україні. 5. Невисокий рівень наукових розробок в Україні.	Середній
Соціально-демографічні	1. Скорочення чисельності населення. 2. Зміни у віковій структурі суспільства, збільшення чисельності людей похилого віку. 3. Міграційні процеси.	Значний
Екологічні	Несприятливі екологічні умови середовища, що змушують підприємства звертати велику увагу на виробництво продукції зі спеціальними добавками (наприклад, добавка йоду), на виробництво екологічно чистої упаковки, на спеціальні методи обробки борошна, виробленого в екологічно несприятливих регіонах.	Незначний
Споживчі властивості продукції	1. Хліб – продукт щоденного харчування, тому споживчий попит стабільний. 2. Кондитерські вироби, дорогі здобні вироби, хліб та хлібобулочні вироби із спеціальними добавками дозволяють диверсифікувати асортимент та утримувати рівень реалізації у різні сезони.	Значний

Джерело: складено автором за [185 – 202].

У додатку Р.2 автором здійснено аналіз теплової електроенергетичної галузі. Підсумки аналізу представлено у табл. 2.10, де вказано основні фактори впливу на інвестиційну привабливість цієї галузі.

**Основні фактори впливу на інвестиційну привабливість  
теплової електроенергетичної галузі України**

Група факторів	Опис проблем	Ступінь впливу
Політичні	1. Політичний підхід до формування тарифів призводить до їх затвердження без урахування зростання вартості палива, інфляції, надання пільг з оплати за електроенергію без компенсації. 2. Відсутність чіткої політики та законодавчої бази у напрямку подальшої приватизації, з питань взаємовідносин на енергоринку та захисту виробника електроенергії.	Значний
Фінансово-економічні	1. Недосконалість чинного законодавства протягом тривалого часу дозволяла споживання електроенергії без своєчасної і повної оплати, що призвело до постійного росту дебіторської та кредиторської заборгованості генеруючих підприємств. 2. Неоптимальна система оподаткування, ціноутворення в галузі, система розподілу коштів на енергоринку. 3. Відсутність механізму повернення заборгованості з ДП "Енергоринок".	Значний
Виробничо-технологічні	1. Аварійний технічний стан електростанцій, електричних та теплових мереж. 95 % енергоблоків ТЕС відпрацювали розрахунковий ресурс, 72 % - граничний ресурс. 2. Відсутність оптимального графіка рівнів навантаження блоків електростанцій. 3. Відсутність ефективного ринку палива. 4. Незадовільна якість вугілля	Значний
Соціально-демографічні	Збиткова діяльність житлово-комунальних господарств.	Незначний
Екологічні	1. Викиди шкідливих речовин в атмосферу та поверхневі води. 2. Проблема розміщення відходів. 3. Зношеність та застарілість очисного обладнання.	Незначний
Споживчі властивості продукції	1. Особливістю електроенергії як товару є охоплення всіх сфер економіки країни – найбільша кількість споживачів у порівнянні з іншими товарами або послугами. 2. Відсутність перехресних товарів чи товарів-замінників. 3. Виробництво електроенергії не є сезонним, хоча має незначні сезонні коливання.	Значний

Джерело: складено автором за [212 – 229].

Найбільшою проблемою теплової електроенергетичної галузі є значна залежність від політичних рішень та процесу приватизації. Вагоме місце займає тарифоутворення, неефективність використання потужностей та передкатастро-

фічний стан потужностей ТЕС і електромереж. Проте, істотною перевагою галузі є фактична відсутність конкуренції та найбільший ринок збуту.

Проаналізувавши основні групи факторів, що впливають на інвестиційну привабливість досліджуваних галузей, автор вважає, що найбільшою інвестиційною привабливістю володіє теплова електроенергетика із безперечною перевагою – відсутність конкуренції. Молокопереробна галузь займає посередню позицію, де серйозним фактором утримання розвитку та зростання рентабельності є відсутність належної сировинної бази. Хлібопекарська галузь, зважаючи на жорстке державне регулювання рентабельності та постійне скорочення обсягів споживання хліба, для інвестицій в цінні папери її емітентів є найменш привабливою.

Підсумовуючи, відзначимо, що незважаючи на різний рівень інвестиційної привабливості кожної із проаналізованих галузей, є підприємства-емітенти з різним фінансово-економічним станом. Тому наступним кроком нашого дослідження є виявлення підприємств-лідерів у проаналізованих галузях, які принесуть інвестору високу доходність при раціональному ступені ризику.

Щоб проаналізувати інвестиційну привабливість акцій за допомогою фінансових коефіцієнтів необхідно щоб емітент перебував у лістингу на фондовій біржі. Котирування цінних паперів емітента дозволяє здійснити оцінку його ринкової вартості. Зважаючи на це, для дослідження обрано три підприємства-емітента галузі: ВАТ “Житомирський маслозавод”, ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”, ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”. Для оцінки емітентів хлібопекарської галузі обрано: ПАТ “Концерн Хлібпром”, ВАТ “Коровай”, ВАТ “Кримхліб”. Із теплової електроенергетичної галузі обрано: ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго”, ВАТ “Західенерго”, ВАТ “Дніпроенерго”.

## 2.4 Оцінка вартості акцій

На практиці для оцінки вартості суб'єктів господарської діяльності та емітованих ними акцій використовують різноманітні фінансові коефіцієнти. Привабливість акцій для інвестора, насамперед, залежить від фінансового стану емітента, що в основному і визначає його вартість, а також від здійснюваної дивідендної політики.

Фінансові аналітики, зазвичай, концентрують увагу на двох основних категоріях вартості активів емітента та пакетів його акцій – ринковій вартості та справедливій вартості. Ринкова вартість – це розрахункова величина, за якою передбачають перехід об'єкта операції від продавця до покупця. Ця вартість визначається ринком і залежить від статусу емітента на ньому. Якщо його фінансовий стан стійкий та існує впевненість, що емітент ефективно працюватиме і надалі, то висока ціна акцій показує оцінку ринком результативної діяльності підприємства-емітента. Якщо ж існують ознаки банкрутства або фінансової нестійкості емітента, можливості його поглинання або злиття, то цей показник показує очікувану ринком ліквідаційну вартість або ціну поглинання.

Справедлива ринкова вартість визначається як ціна, за якою емітент, його активи або пакети акцій можуть бути продані в результаті добровільної угоди між покупцем та продавцем за умов, що операція не повинна здійснюватися в терміновому порядку, а обидві сторони – покупець і продавець, – компетентні в питаннях оцінки вартості, не піддаються тиску і мають достатньо повну і достовірну інформацію про об'єкт купівлі-продажу.

Результати досліджень вітчизняної та світової практики [18; 19; 21; 30; 90; 93; 96; 97; 102; 111; 230; 231; 232; 233; 234; 235; 236; 237; 238], свідчать, що аналіз фінансових коефіцієнтів повинен складатися з таких етапів:

1. Аналіз дивідендної доходності.
2. Аналіз фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції.
3. Аналіз показників доходності власного капіталу.

Розпочнемо аналіз із дивідендної доходності. Для покупця та для продавця вартість акції повинна залежати від доходу, який вони можуть одержати в майбутньому. Початком для оцінки майбутнього розміру дивідендів є припущення, що минулі події повторяться в майбутньому. Саме тому для оцінки вартості акцій використовують звітні дані про величину дивідендів за минулі періоди часу.

Узагальнену модель оцінки дивідендів розраховують за формулою, запропонованою Дж. Вільямсом ще у 1938 році:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}, \quad (2.1)$$

де  $P_0$  – внутрішня вартість цінних паперів у момент  $t$ , грн.;

$D_t$  – очікуваний потік відсоткових виплат за цінним папером в  $i$ -й період ( $i = \overline{1, n}$ ), грн.;

$k_e$  – прийнята або очікувана доходність цінного паперу (норма прибутку), грн. [30, с. 195].

При цьому ціна акції рівна приведеній вартості всіх майбутніх дивідендних виплат за необмежений період часу. Ця формула називається моделлю дисконтування дивідендів (далі – МДД) для визначення вартості акцій.

У формулі (2.1) фігурують тільки дивідендні виплати не тому, що інвестори ігнорують можливий приріст ринкової вартості акцій. Тут можна припускати, що приріст ринкової вартості акцій буде визначатись прогнозом дивідендних виплат на момент продажу акцій. Таким чином, МДД свідчить про те, що ціни акцій в кінцевому результаті визначаються грошовим потоком, який поступає акціонерам у вигляді дивідендів.

Отже, згідно з МДД ціну акції визначають тільки поточною вартістю дивідендів. Виникає проблема оцінки акцій, які не приносять дивідендів. Як результат розроблено моделі, які дозволяють спростити обчислення. Одна із них – модель росту Гордона, яка припускає постійний ріст дивідендів:

$$P_0 = \frac{D_1}{(k_e - g)} \quad (2.2),$$

де  $D_1$  – останні виплачені дивіденди, грн.;

$k_e$  – необхідна доходність інвестиції в акцію;

$g$  – очікуваний постійний приріст дивідендів [236, с. 309].

Модель дисконтування дивідендів з постійним темпом росту (далі – МДДП) або модель Гордона можна використовувати тільки, коли значення  $g$  менше  $k$ . Якщо дивіденди будуть необмежено довго зростати із темпом росту, що дорівнює або перевищує  $k$ , то вартість акцій неможливо буде обчислити. Тобто, якщо в процесі аналізу ми бачимо, що  $g = k$  або  $g > k$ , то застосування цього темпу зростання не є виправданим надалі.

В цілому МДДП має деякі обмеження та умови. Модель допускає, що вартість акцій тим вища, чим:

1. Вищі очікувані дивіденди на акцію.
2. Нижча ринкова ставка капіталізації,  $k$ .
3. Вищий очікуваний темп росту дивідендів.

Окрім двох вищенаведених базових моделей, існує ще ряд інших фінансових коефіцієнтів, що аналізують вплив дивідендів та дивідендної політики на ринкову ціну акцій. Однак сім із дев'яти досліджуваних емітентів взагалі не виплачували дивідендів протягом аналізованих періодів. Виходячи з цього недоцільно здійснювати аналіз дивідендної доходності акцій.

Відповідно ринкова вартість акцій базується на аналізі бізнесу емітента, що функціонує необмежений період часу. Ринкова вартість акцій відображає узгоджене бачення суб'єкта фондового ринку про приведену вартість очікуваних в майбутньому грошових потоків від діяльності емітента.

Найпопулярніша модель оцінки функціонуючого бізнесу заснована на припущенні, що інвестор, купуючи акції, розраховує на дохід від дивідендів та від зростання курсу акцій, іншими словами – на дохід від приросту капіталу.

Загальна доходність за період володіння акціями (Holding-Period Return – HPR) рівна відношенню суми дивідендів  $E(D_1)$  та прогнозованого росту курсу



акцій ( $E(P_1 - P_0)$ ) до поточної ціни  $P_0$  [18, с. 614]:

$$HPR = E(r) = \frac{E(D_1) + [E(P_1 - P_0)]}{P_0} \quad (2.3)$$

Майбутній курс акцій  $P_1$ , незважаючи на існуючий в теорії підхід, прогнозувати залишається важко, оскільки це залежить від цілої низки ринкових та специфічних ризиків для підприємства-емітента.

Модель CAPM (див. формулу (1.1)) допомагає визначити ставку доходності, на яку можуть розраховувати інвестори, придбавши цінні папери із певним рівнем ризику, який виражають  $\beta$ -коефіцієнтом.

Систематичний ризик, який вимірюють  $\beta$ -коефіцієнтом, характеризує реакцію котирувань окремого цінного паперу на зміну зовнішніх факторів, які відповідно характеризують загальний стан економіки. Коефіцієнт  $\beta$  визначає зміну ціни цінного паперу відносно всього ринку. Його розглядають як коефіцієнт лінійної регресії доходності цінного паперу відносно доходності ринку в цілому. Розрахувати цей коефіцієнт можна з використанням формули [65, с. 95]:

$$\beta_i = \frac{\text{Коваріація активу із ринковим портфелем}}{\text{Дисперсія ринкового портфелю}} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (2.4),$$

або

$$\beta_i = \frac{\sigma_{P/P}}{\sigma_{I/I}} \quad (2.5)$$

де  $\sigma_{P/P}$  – це відносна зміна ринкової ціни активу за певний інтервал часу;  
 $\sigma_{I/I}$  – відповідно відносна зміна за той же період провідного індексу фондового ринку країни [21, с. 198].

Фактично  $\beta$  – це результат мінливості доходності акції щодо ринкової доходності на кореляцію між ними. Якщо зв'язок між змінами доходності акції та ринку повний (кореляція рівна 1), то відносний ризик визначатиметься тільки мінливістю акції. Тоді чим істотніше за волатильність доходність акції, тим, при інших рівних, вища  $\beta$  та вищий ризик отримання певної доходності. У випадку, коли  $\beta > 1$ , ціна акції змінюється швидше, ніж ринок в середньому, а при  $\beta < 1$  –

значно повільніше. Отже, чим вище  $\beta$ , тим вища доходність інвестицій на зростаючому ринку, і відповідно – більший ризик, якщо ринок розвернеться вниз.

Проведемо розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта акцій підприємств молокопереробної галузі: ВАТ “Житомирський маслозавод”, ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” та ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” за формулою (2.5) та даних річних фінансових звітів за період із 2005 по 2010 роки.

Таблиця 2.12

**Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ “Житомирський маслозавод”  
у 2005 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	4,46	16,49	4,42	5,76	11,19
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P, \%$	–	269,73	-73,20	30,32	94,27
$\Delta I, \%$	41,33	135,34	-74,33	90,07	71,19
$\beta$	–	1,99	0,98	0,34	1,34

Джерело: складено автором за [239; 240].

$\beta$ -коефіцієнт акцій ВАТ “Житомирський маслозавод” у 2007 році свідчить про переоціненість акцій, що і підтверджувалось значним зростанням їх ринкової вартості (вчетверо порівняно із 2006 роком). У 2008 році ціна знизилась у 4 рази, а  $\beta$  фактично на цьому рівні вказував на справедливу вартість акцій. Коефіцієнт  $\beta$  2009 року вказує на зниження ризику інвестування та зростання інвестиційної привабливості акцій у наступному періоді.

Таблиця 2.13

**Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод”  
у 2005 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	1,28	2,22	2,10	1,10	1,10
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P, \%$	–	73,44	-5,41	-47,62	0,00
$\Delta I, \%$	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	–	0,54	0,07	-0,53	0,00

Джерело: складено автором за [239; 241].

Значення  $\beta$ -коефіцієнта ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” в 2007 – 2009 роках постійно зменшувалось, що вказувало на привабливість для інвестування. Спад на фондовому ринку 2008 року не дав змоги розкрити інвестиційний потенціал акцій. Фактично  $\beta$ -коефіцієнт 2009 року вказаного емітента демонструє значну недооціненість ринком. У 2010 році ринкова ціна акцій не змінилася, відповідно  $\beta$ -коефіцієнт не був розрахований (табл. 2.13).

Акції ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” згідно з  $\beta$ -коефіцієнтом є найбільш недооціненими серед трьох емітентів (табл. 2.14). Від’ємне значення  $\beta$  впродовж 2008 – 2009 років з одного боку вказує на практично безризиковість інвестування у вказаний цінний папір. З іншого боку, якщо проаналізувати звітність емітента, то збитки 2008 – 2010 років відбилися на зниженні ринкової ціни акцій.

Таблиця 2.14

**Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”  
у 2005 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	244,89	281,39	230,83	175,00	80,00
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P$ , %	–	14,90	-17,97	-24,19	-54,29
$\Delta I$ , %	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	–	0,11	0,24	-0,27	-0,77

Джерело: складено автором за [239; 242].

Для зручності порівняльного аналізу укладемо динаміку значень  $\beta$  кожного з емітентів в узагальнювальну таблицю (табл. 2.15).

Підсумовуючи аналіз  $\beta$ -коефіцієнта, бачимо на прикладі акцій ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” слабший взаємозв’язок між значеннями  $\beta$  та наступними коливаннями ринкової ціни, ніж у інших емітентів (табл. 2.15). З іншого боку, порівняльний аналіз ціни акцій з  $\beta$ -коефіцієнтом ВАТ “Житомирський маслозавод” дає досить впевнене підтвердження моделі.

Загалом  $\beta$ -коефіцієнт є важливим показником в аналізі інвестиційної привабливості цінних паперів та у прийнятті рішення щодо вкладення коштів.

Проте, враховуючи вищенаведені дані, треба бути обережнішими з цим коефіцієнтом та обов'язково враховувати специфічні ризики кожного емітента, використовуючи інші фінансові коефіцієнти.

Таблиця 2.15

**β-коефіцієнти досліджуваних емітентів молокопереробної галузі  
в 2005 – 2010 роках**

Рік	ВАТ “Житомирський маслозавод”		ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”		ВАТ “Шосткинський міськмолкомбінат”		Середнє значення β
	β	P <sub>0</sub>	β	P <sub>0</sub>	β	P <sub>0</sub>	
2006	–	4,46	–	1,28	–	244,89	–
2007	1,99	16,49	0,54	2,22	0,11	281,39	0,88
2008	0,98	4,42	0,07	2,10	0,24	230,83	0,43
2009	0,34	5,76	-0,53	1,10	-0,27	175,00	-0,15
2010	1,34	11,19	0,00	1,10	-0,77	80,00	0,19

Джерело: складено автором за [табл. 2.12 – 2.14].

Для того щоб знати, наскільки успішно росте бізнес емітента та курс його акцій відповідно, а також чи відповідає ціна акцій доходності, яку вона приносить інвестору, вчені та економісти розробили ряд коефіцієнтів оцінки акцій, які прирівнюють ціну акції до балансової вартості, прибутку, обсягу продажу та грошових потоків:

- коефіцієнт “ціна акції / балансова вартість” (P/B);
- коефіцієнт “ціна акції / базовий прибуток” (P/E);
- коефіцієнт “ціна акції / обсяг продаж” (P/S);
- коефіцієнт “ціна акції / грошовий потік” (P/CF).

Розглянемо детальніше економічний зміст кожного із коефіцієнтів.

Коефіцієнт “ціна акції / балансова вартість” дозволяє оцінити, чому дорівнює сума, одержана в результаті реалізації активів емітента та погашення заборгованості. Формула обчислення така:

$$P/B = \frac{P_m}{B_a}, \quad (2.6)$$

де  $P_m$  – ринкова ціна акції, грн.;

$V_a$  – балансова вартість однієї акції, грн. [243, с. 130].

Балансова (бухгалтерська) вартість однієї акції  $V_a$  показує величину власного капіталу емітента (власний капітал = активи – позичений капітал), що припадає на одну звичайну акцію, яка перебуває в обігу:

$$V_a = \frac{C}{N}, \quad (2.7)$$

де  $V_a$  – балансова вартість однієї акції, грн.;

$C$  – вартість власного капіталу емітента, грн.;

$N$  – середньозважена загальна кількість акцій в обігу, шт. [19, с. 254].

Для обчислення коефіцієнтів групи, що показують взаємозв'язок між ринковою ціною емітента та його фінансовими результатами, у дисертації використано дані їхньої річної фінансової звітності. Розрахунок балансової вартості здійснюється шляхом ділення значень, наведених у рядку 380 “Усього за розділом І” форми 1 “Баланс” на код рядка 300 “Середньорічна кількість простих акцій” форми 2 “Звіт про фінансові результати”.

Цей показник має назву так званого “теоретичного”. Основною проблемою використання коефіцієнта на практиці – невизначеність поняття “вартість”. Вартість патентів та інших нематеріальних активів, наприклад авторські права або торгова марка, яким володіє емітент, можна визначити тільки шляхом їх продажу на аукціоні. Другим проблемним пунктом є облікова політика щодо списання нематеріальних активів, що стосується часткового або повного списання та періодичності або моменту переоцінки. Враховуючи вищенаведене, автор вважає, що балансова вартість є дещо суб'єктивним поняттям та потребує особливої обережності при застосуванні в аналізі.

Особливо широко вживаним коефіцієнтом у західній практиці аналізу є співвідношення Р/Е ринкової ціни акції до прибутку на одну акцію, що показує відносини між емітентом та його акціонерами:

$$P/E = \frac{P_m}{E_a}, \quad (2.8)$$

де  $P_m$  – ринкова ціна акції, грн.;

$E_a$  – прибуток на одну акцію, грн. [75, с. 628].

Розрахунок прибутку на одну акцію здійснюється шляхом ділення значень суми за рядком 170 “Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування: прибуток” форми 2 “Звіт про фінансові результати” на рядок 300 “Середньорічна кількість простих акцій” форми 2 “Звіт про фінансові результати”.

Цей коефіцієнт показує, яку суму згідні заплатити акціонери за одну гривню прибутку. Показник є цікавим не тільки в певний момент, але й в динаміці за який-небудь проміжок часу. Це особливо важливо для тих інвесторів, яких цікавить довгостроковий аспект інвестування. Якщо  $P/E < 1$ , це означає, що ринкова вартість емітента менше суми капіталу, вкладеного акціонерами.

Відносно високий рівень  $P/E$  може свідчити про те, що інвестори сподіваються на значне зростання дивідендів в майбутньому. Емітент цінних паперів розраховує на вище середнього зростання в майбутньому, тому виплачує акціонерам велику частину своїх доходів. З іншого боку, якщо такий коефіцієнт нижче середнього галузевого показника, то можливості розвитку емітента обмежені або ступінь ризику невеликий, тому акціонерів влаштовує невеликий дохід. Також можливе поєднання обох факторів. Часто важливу роль відіграє суб'єктивна оцінка. Якщо емітент має низький коефіцієнт  $P/E$  при відносно високому прибутку, це може означати (часто саме так буває), що інвестори очікують поступового зниження прибутку та зменшення своїх доходів в майбутньому. Високий коефіцієнт  $P/E$  (або його зростаючі значення) свідчить про те, що інвестори розраховують на зростання прибутку та збільшення дивідендів в майбутньому.

Незважаючи на ряд проблемних питань, що стосуються практики застосування коефіцієнта  $P/E$ , його розглядають як надійний показник очікуваного росту дивідендів та прибутку. Реально фінансові аналітики широко використовують правило оцінки потенційного росту емітента – темп росту приблизно рівний коефіцієнту  $P/E$ .

Варто згадати також і певні проблемні питання в аналізі коефіцієнта P/E. Так, Е.Боді, А.Кейн та А. Маркус наводять окремі проблемні аспекти вказаного показника. Найперше слід враховувати, що в знаменнику коефіцієнта стоїть значення бухгалтерського прибутку, що формується під впливом нормативних правил бухгалтерського обліку, як, наприклад, принцип фактичної вартості придбання активів при розрахунку амортизації та оцінці запасів [18, с. 635].

Другим фактором, що перекручує результати аналізу, є вплив фаз економічного циклу:

- 1) бухгалтерський прибуток може не збігатись із економічним прибутком;
- 2) чистий прибуток не повністю спрямовується на виплату дивідендів.

Отже, зважаючи на вищенаведені фактори, аналітик повинен дотримуватись обережності при використанні P/E. Не слід категорично заперечувати граничні значення коефіцієнта, а вдаватись до додаткової інформації про довгострокову перспективу росту емітента акцій.

В цілому емітенти акцій з підвищеним рівнем ризику мають нижчі значення коефіцієнта P/E.

Наступним коефіцієнтом, який часто використовують фінансові аналітики у випадку, коли емітент акцій немає прибутків та не виплачує дивідендів, є коефіцієнт “ціна акції / обсяг продажу”. Він розраховується так [18, с. 640]:

$$P/S = \frac{P_m}{S_a}, \quad (2.9)$$

де  $P_m$  – ринкова ціна акції, грн.;

$S_a$  – обсяг продажу (виручки) на одну звичайну акцію, грн.

Розрахунок обсягу продажу на одну акцію в дисертації проведений діленням значення: код рядка 010 “Доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)” форми 2 “Звіт про фінансові результати” на код рядка 300 “Середньорічна кількість простих акцій” форми 2 “Звіт про фінансові результати”.

Низьке значення коефіцієнта аналітики часто розглядають як найнадійніше свідчення цінності акцій. Наприклад, дані американських емітентів акцій за 1954

– 1994 роки показують, що ринковий курс цих акцій із низькими значеннями цього показника перевищив середнє на ринку значення на 15,5%, а для акцій із високим значенням цього коефіцієнта курс був нижчий середнього на 4% [243, с. 129].

Коефіцієнт P/S є надійним інструментом аналізу, якщо його застосовувати для виявлення ознак потенційного фінансового оздоровлення емітентів акцій, які на спаді. В такій ситуації підприємство часто не має прибутку і не виплачує дивідендів, на основі чого можна було б оцінити реальну вартість його акцій традиційним шляхом. Таким чином, чим нижче значення показника, тим кращий фінансовий стан емітента.

Коефіцієнт “ціна акції / грошовий потік” розраховують діленням ринкової капіталізації до величини грошового потоку, що генерується:

$$P/CF = \frac{P_m}{CF_a}, \quad (2.10)$$

де  $P_m$  – ринкова ціна акції, грн.;

$CF_a$  – грошовий потік на одну акцію, грн. [18, с. 640].

В цілому відсутній єдиний підхід, що стосується розрахунку грошового потоку на одну акцію. Деякі аналітики беруть до уваги в розрахунку операційний грошовий потік, інші віддають перевагу чистому грошовому потоку (операційний грошовий потік за мінусом нових інвестицій). В дисертаційній роботі розрахунок здійснювався шляхом ділення значень кода рядка 170 “Чистий рух коштів від операційної діяльності” форма 3 “Звіт про рух грошових коштів” на суму кода рядка 300 “Середньорічна кількість простих акцій” форми 2 “Звіт про фінансові результати”.

Економічний зміст коефіцієнта полягає у порівнянні грошових потоків із ринковою ціною акцій. Так, високе значення вказує на низький грошовий потік порівняно з ціною акції. В ідеалі емітенти з найнижчими значеннями порівняно з іншими емітентами є найкращим вибором інвестора. Також важливим є поступове зростання грошового потоку. Особливу увагу аналітики приділяють порівняльному аналізу коефіцієнта P/CF до P/E у випадку значного перевищення



першим другого.

Досліджуючи моделі, які використовують для прогнозу цін акцій, слід відзначити деякі особливості їх використання у минулому та сучасні світові тенденції.

Спочатку застосовувалася модель, в якій ціна акцій залежала від розміру дивідендів, яку виплачує емітент, – МДД. Для прогнозування динаміки необхідно було оцінити “внутрішню вартість” емітента, що вимагало макро- та мікроекономічних та політичних прогнозів поведінки фірми та середовища, в якому вона здійснювала свою діяльність.

В епоху високих технологій, коли інвестори почали віддавати перевагу зростанню курсу акцій над дивідендами, прогнозування дивідендів було заміщено прогнозуванням динаміки грошових потоків. Останні можуть використовуватися для дивідендів або реінвестування. Емпірично доведено, що дивіденди передбачити не вдається. Крім того, всесвітньо відомі фінансові скандали 2002 року, особливо з Enron та Parmalat, засвідчили недосконалість методики підрахунку грошових потоків, що спотворює їх та робить ненадійним прогнозування на їхній основі.

На додаток до динаміки грошових потоків та незалежно від нього використовується метод паритетів (порівняльний). Наприклад, потрібна оцінка підприємства-емітента. Відомі фінансові результати. Але оскільки раніше його не оцінювали на ринку, то для отримання первинної оцінки ці показники порівнюють з акціями аналогічних публічних акціонерних товариств, що котируються на ринку. За основу беруть коефіцієнт P/E. Зразкову оцінку ринкової вартості оцінюваного непублічного підприємства (установи) можна одержати шляхом множення прибутку на P/E публічного акціонерного товариства, що приймається за еталон.

Відзначимо висновки, які зробили В. Нідерхоффер та Л. Кеннер, аналізуючи фондовий ринок США щодо взаємозв'язку цін акцій і прибутків емітентів. Вони встановили, що:

1. Якщо прибутки емітентів, що входять до індексу S&P 500 (США), за

аналізований період зростали, то сам S&P 500 у наступному періоді покаже гірші результати, ніж у середньому;

2. Якщо прибутки емітентів за аналізований період знижувались, то S&P 500 зросте більше, ніж у середньому [244, с. 76].

У цілому автори прийшли до висновку, що зв'язок між P/E та поведінкою ринку в період 1950 – 2001 роках був неістотним.

У дослідженнях закордонних вчених останнього десятиріччя не підтверджується також концепція, що низьке P/E передбачає високу прибутковість акцій. У 1929 році цей показник був близько 30, потім дійсно настав крах. З іншого боку, на початку 1970-х роках він складав 16, і ринок зростав у середньому на 6% на рік, тоді як на початку 1994 року він становив 21,3, а ринок зростав в середньому на 21% протягом наступних п'яти років [244].

Тому дослідження, що базуються на регресійному аналізі, не можуть адекватно відтворити картину ринку, оскільки P/E безпосередньо залежить від ліквідності ринку: чим більший обсяг інвестицій, тим дорожчі ті ж активи. Таке явище на вітчизняному фондовому ринку можна було спостерігати протягом 2006 – 2007 років, коли потік іноземних інвестицій хлинув в Україну, а Національний банк України був змушений постійно скуповувати надлишок доларів США в 2007 році.

На сьогодні навіть логічний висновок “дешевше – означає краще” викликає сумнів для практичного підтвердження. Його приймають за “фундаментальне” припущення побудови моделей, що прогнозують поведінку ринку. На практиці частка інвесторів, що працює за принципом “купуй дешево – продавай дорого”, така ж значуща, як частка інвесторів, що орієнтується на принцип “купуй дорого – продавай ще дорожче”. До прикладу, у кінці 2008 року у засобах масової інформації повідомлялося про крах американських гігантів автоіндустрії. Акції концерну General Motors (GM) вкрай здешевіли, незважаючи на те, що донедавна цей виробник автомобілів був номером один у світі. Проте інвестори не поспішали із придбанням акцій цього емітента, не зважаючи на низьку ціну. В результаті 1 червня 2009 року General Motors був оголошений банкрутом, а акції

припинили котируватись на біржі [245]. У цьому випадку низька ціна акцій не відіграла ролі для інвесторів, оскільки світова економіка перебувала в кризовому стані, попит на продукцію автомобілебудування різко знизився. Фінансові установи перестали кредитувати підприємства навіть із хорошим фінансовим станом. Стало відомо, що General Motors не здатна розрахуватись за попередніми зобов'язаннями.

Продовжимо аналіз досліджуваних емітентів, використовуючи фінансові коефіцієнти на базі ринкової ціни акції. За допомогою вихідних даних, що представлені в додатках С.1 – С.3, здійснимо обчислення коефіцієнтів, застосовуючи формули (2.6 – 2.10). Результати розрахунків представимо у таблиці та проаналізуємо одержані значення коефіцієнтів щодо ефективності застосування в умовах вітчизняного фондового ринку.

Розпочнемо з аналізу емітента ВАТ “Житомирський маслозавод”.

*Таблиця 2.16*

**Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій  
ВАТ “Житомирський маслозавод” у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
$P_0$ , грн.	4,46	16,49	4,42	5,76	11,19
P/B	1,31	4,03	0,89	0,93	1,54
P/E	4,99	16,86	3,55	3,46	7,50
P/S	0,43	1,19	0,26	0,28	0,38
P/CF	3,59	19,75	3,05	6,74	-48,83

Джерело: складено автором за [240; додаток С.1].

Здійснивши порівняння коефіцієнта P/B із ринковою ціною (табл. 2.16), відзначимо їх об'єктивну взаємозалежність. Наприклад, зростання коефіцієнта у 2007 році фактично вчетверо відбулося аналогічно із ростом котирування акцій. Подібне відбулось зі значеннями коефіцієнта P/E. Однак значення P/S демонструють проблеми у фінансовому стані емітента у 2007 році та свідчать про значну переоціненість його ринком на той момент. Коефіцієнт P/CF 2007 року свідчив про проблеми зі грошовим потоком. Проте відповідно до значень 2008 – 2010 років справи значно покращилися. Автор вважає, що в цілому всі коефіцієнти, розраховані за даними цього емітента, справедливо оцінювали вартість

акцій. Винятком є значення P/CF 2010 року.

Наступне підприємство-емітент – ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”.

*Таблиця 2.17*

**Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції  
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
P <sub>0</sub> , грн.	1,28	2,22	2,10	1,10	1,10
P/B	1,65	2,83	3,54	1,30	1,15
P/E	3,96	148,05	-9,02	3,11	5,61
P/S	0,36	0,45	0,35	0,22	0,17
P/CF	284,86	37,74	1,07	0,84	3,98

Джерело: складено автором за [241; додаток С.2].

Коефіцієнт P/B не демонструє прямопропорційної залежності з ринковою ціною. Значення P/E та P/CF показують надзвичайно амплітудні значення. Коефіцієнти свідчать про велику переоцінку ринком акцій у 2007 році. Проте у 2008 – 2009 роках значення цих коефіцієнтів значно покращилось. Лише один коефіцієнт P/S дещо зростав у 2007 році, демонструючи хороший темп росту ціни із обсягами продажу, а також вказував на інвестиційну привабливість цінних паперів. Здійснивши порівняння коефіцієнтів з ринковою ціною, автор вважає, що лише коефіцієнт P/B вдало демонстрував зв'язок з ціною. Але коефіцієнти P/E та P/CF різко констатували значну переоціненість емітента у 2007 році та сигналізували про перспективи зниження ринкового курсу акцій. В цілому, ґрунтуючись на динаміку коефіцієнта P/S, автор вважає акції ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” станом на кінець 2010 року є значно недооціненими фондовим ринком.

Далі проаналізуємо ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”. Аналізуючи дані табл. 2.18, варто вказати на взаємозв'язок між динамікою коефіцієнта P/B та зміною ринкової ціни акцій у 2007 – 2009 роках. Коефіцієнт P/E 2007 року сигналізує про значну переоціненість акцій. Проте від'ємне значення 2008 – 2010 років вказує на фінансові проблеми емітента, незважаючи на абсолютне зниження значень. Динаміка показника P/S показує незначні проблеми зі зростанням обсягів продажу протягом 2006 – 2007 років, проте у 2008 – 2010 роках бачимо кращі

значення коефіцієнта. Коефіцієнт P/CF впевнено вказує на значні проблеми з рухом грошових коштів та на інвестиційну непривабливість емітента, що пов'язано з надто низьким грошовим потоком порівняно з ціною котирування акцій за винятком 2010 року. Варто зазначити на дещо різкі коливання цього показника та відсутність прямопропорційної залежності з ринковою ціною. Це свідчить про неадекватність та низьку ефективність коефіцієнта P/CF.

Таблиця 2.18

**Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції  
ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
P <sub>0</sub> , грн.	244,89	281,39	230,83	175,00	80,00
P/B	40,31	4,33	2,77	1,95	1,24
P/E	21,24	44,89	-15,07	-14,99	-3,41
P/S	1,44	1,15	0,87	0,82	0,39
P/CF	120,00	11,69	463,64	39,20	2,29

Джерело: складено автором за [242; додаток С.3].

Для визначення кращого коефіцієнта, який здатний ефективно відібрати цінні папери з перспективами цінового зростання, автором укладено наступну таблицю 2.19.

Порівняння фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції молокопереробної галузі вказує на відсутність коефіцієнта, з використанням якого можливо об'єктивно та точно виявити акції зростання та здійснити адекватну оцінку інвестиційної привабливості емітента.

Таблиця 2.19

**Фінансові коефіцієнти на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів  
молокопереробної галузі в 2006 – 2010 роках**

Рік	ВАТ “Житомирський маслозавод”				ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”				ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”			
	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	1,31	4,99	0,43	3,59	1,65	3,96	0,36	284,86	40,31	21,24	1,44	120,00
2007	4,03	16,86	1,19	19,75	2,83	148,05	0,45	37,74	4,33	44,89	1,15	11,69
2008	0,89	3,55	0,26	3,05	3,54	-9,02	0,35	1,07	2,77	-15,07	0,87	463,64
2009	0,93	3,46	0,28	6,74	1,30	3,11	0,22	0,84	1,95	-14,99	0,82	39,20
2010	1,54	7,50	0,38	-48,83	1,15	5,61	0,17	3,98	1,24	-3,41	0,39	2,29

Джерело: складено автором за [табл. 2.16 – 2.18].

Продовжимо аналіз, порівнюючи фінансові коефіцієнти підприємств-емітентів із середньогалузевими значеннями з метою виявлення найпривабливішого емітента для інвестування.

Таблиця 2.20

**Середньогалузеві значення фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів молокопереробної галузі в 2006 – 2010 роках**

Рік	Середньогалузеве			
	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	14,42	10,06	0,74	136,15
2007	3,73	69,94	0,93	23,06
2008	2,40	-6,84	0,50	155,92
2009	1,39	-2,81	0,44	15,59
2010	1,31	3,23	0,31	-14,19

Джерело: складено автором за [табл. 2.19].

Порівняльний аналіз значень коефіцієнтів емітентів (табл. 2.19) із середньогалузевим (табл. 2.20) свідчить, що у 2006 та 2008 роках найпривабливішими для інвестування були акції ВАТ “Житомирський маслозавод”. Підтвердження – кращі аналізовані коефіцієнти, що майже усі роки були нижче середньогалузевого, а в 2008 кращими серед підприємств. Проте за підсумками 2009 – 2010 років кращими є значення ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод”.

Однак, якщо порівняти доходність акцій за відповідні періоди (табл. 2.21) зі значеннями коефіцієнтів, то помітна невідповідність між кращими емітентами згідно значень коефіцієнтів та результатами ринкової доходності акцій цих підприємств.

Отже, за підсумками 2008 акції ВАТ “Житомирський маслозавод” зазнали від’ємної доходності на ринку, незважаючи на позитивні значення коефіцієнтів. Ринкова доходність акцій ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” у 2009 – 2010 роках є найгіршою серед проаналізованих емітентів галузі, незважаючи на кращі показники коефіцієнтів.

На основі аналізу коефіцієнта P/B, зроблено висновок про взаємозалежність між зниженням показника та ростом доходності акцій емітента. Тому зі

зниженням коефіцієнта  $P/B$  та наближенням значень до 1 доходність цінних паперів зростає, а коли коефіцієнт стає нижче 1, то акції показують кращу доходність у галузі.

Таблиця 2.21

**Ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів молокопереробної галузі, середньогалузева доходність та доходність індексу ПФТС у 2007 – 2011 роках**

Емітент	Ринкова доходність акцій, %				
	2007	2008	2009	2010	2011
ВАТ “Житомирський маслозавод”	269,73	-73,20	30,32	94,27	-42,72
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	73,44	-5,41	-47,62	0,00	0,00
ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”	14,90	-17,97	-24,19	0,00	0,00
Середньогалузева доходність	119,36	-32,19	-13,83	-54,29	-14,24
Індекс ПФТС	135,34	-74,33	90,07	70,19	-42,33

Джерело: складено автором за [239; додаток Т].

Як відомо, низький  $P/E$  вказує на перспективи хорошої доходності акцій. Здійснений автором аналіз свідчить про взаємозалежність між коефіцієнтами  $P/E$  попереднього та звітнього року. Коли значення показника знижуються у звітному році, то доходність акцій зростає. І навпаки. Другим аспектом є взаємозв'язок, коли значення коефіцієнта менше за середньогалузеве, то котирування акцій зростають вище середнього.

Оцінка на основі коефіцієнта  $P/S$  свідчить, що найкращі результати у тих підприємств-емітентів, в яких показник в межах від 0 до 0,5. Діапазон від 0,5 до 1 є вказує на посередні перспективи зростання курсу акцій. Відповідно: у випадку перевищення коефіцієнтом  $P/S$  цифри 1 – результати ринкової доходності акцій емітента – стають гіршими у галузі.

Порівняльний аналіз фінансового коефіцієнта  $P/CF$  із коефіцієнтом  $P/E$  підприємств молокопереробної галузі не дає однозначних результатів. За підсумками 2007 та 2009 років взаємозалежність, коли більше значення  $P/CF$  за  $P/E$  свідчить про переоціненість акції, відсутня. Аналогічно: твердження, що найменший коефіцієнт  $P/CF$  серед підприємств-емітентів галузі свідчить про найкращий вибір для інвестора, неможливо довести на основі проведених розрахунків. Лише коефіцієнт  $P/CF$  ВАТ “Житомирський маслозавод” за 2006 рік

вказав на найвищу інвестиційну привабливість цих акцій. Однак це об'єктивно важко встановити, оскільки 2007 рік на вітчизняному фондовому ринку був піком його зростання впродовж кількох останніх років.

Продовжуючи розгляд фінансових коефіцієнтів, здійснимо аналіз доходності власного капіталу. До показників цієї групи належать:

- рентабельність власного капіталу (ROE);
- рентабельність активів (ROA);
- рентабельність інвестицій (ROI).

Використовуючи дані додатків С.1, С.2, С.3 та застосовуючи формули (1.2), (1.3), (1.4), розрахуємо ефективність управління власним капіталом досліджуваних емітентів.

Одним із основоположних факторів при визначенні темпів росту прибутку вважають коефіцієнт ROE. За підсумками 2005 – 2010 років видно, що лише ВАТ “Житомирський маслозавод” змогло стабільно підтримувати позитивну рентабельність власного капіталу.

Коефіцієнт доходності активів ROA вважають найкращим показником ефективного використання капіталу емітентом. ВАТ “Житомирський маслозавод” був кращим підприємством серед усіх протягом 2005 – 2010 років в управлінні власними активами. Незважаючи на гірші показники 2005 – 2006 років, акціонерне товариство стабільно та ефективно здійснювало управління активами.

*Таблиця 2.22*

### **Показники доходності власного капіталу досліджуваних емітентів молокопереробної галузі в 2005 – 2010 роках**

Рік	ВАТ "Житомирський маслозавод"			ВАТ "Кременчуцький міськмолкозавод"			ВАТ "Шосткінський міськмолкомбінат"			Середньогалузеве		
	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %
2005	12,74	8,28	12,26	38,16	20,30	31,46	21,42	13,52	18,61	24,11	14,04	20,78
2006	18,66	13,69	18,66	29,83	16,59	28,54	136,71	8,54	45,10	61,73	12,94	30,77
2007	16,72	10,65	16,72	1,17	0,42	0,86	6,53	3,11	6,47	8,14	4,73	8,02
2008	17,78	11,34	17,78	-32,48	-4,40	-12,07	-19,42	-12,92	-19,03	-11,37	-1,99	-4,44
2009	19,71	13,65	19,71	30,12	9,44	30,12	-13,06	-9,44	-12,86	12,26	4,55	12,32
2010	14,90	8,23	10,84	13,54	4,81	13,54	37,62	15,75	36,51	22,02	9,59	20,29

Джерело: складено автором за [додатки С.1 – С.3].



Коефіцієнт ROI демонструє ефективність використання коштів інвесторів. У 2005 – 2006 роках усі емітенти демонстрували хорошу рентабельність інвестицій. Однак кращий стабільний результат протягом досліджуваного періоду знову показало ВАТ “Житомирський маслозавод”.

Серед емітентів галузі ВАТ “Житомирський маслозавод” є найефективнішим за коефіцієнтами доходності власного капіталу. Друге місце за результативністю, та як лідер за підсумками 2009 року, посідає ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”. За результатами 2010 року найвищий рівень показників доходності капіталу демонструє ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”.

Підсумовуючи аналіз ефективності управління власним капіталом емітентами, автор не виявив чітких взаємозв’язків між певним діапазоном значень коефіцієнтів та ринковою доходністю акцій. Встановлено, що емітент із позитивними значеннями коефіцієнтів такої групи володіє більшою інвестиційною привабливістю на відміну від акціонерних товариств, що не реінвестують прибутки у власний розвиток.

Використовуючи вищенаведені групи фінансових коефіцієнтів, проаналізовано акції емітентів хлібопекарської та теплової електроенергетичної галузей у додатках У.1 та У.2. відповідно.

Практика застосування коефіцієнтів  $\beta$ , P/B, P/E, P/S, P/CF, ROA, ROE, ROI під час дослідження акцій молокопереробної, хлібопекарської та теплової електроенергетичної галузей вказує на відсутність показника, використання якого дозволить якісно оцінити справедливу вартість цінного паперу. Найрезультативнішим коефіцієнтом згідно результатів дослідження є P/S. Проте побудувати інвестиційну стратегію або сформувані портфель акцій лише на основі значень P/S неможливо. Тому раціональним рішенням для інвестора є комплексне застосування коефіцієнтів в процесі аналізу цінних паперів.

## Висновки до розділу 2

В результаті проведеного фундаментального аналізу цінних паперів зроблено такі найважливіші висновки та узагальнення:

1. Внаслідок рецесії світової економіки та вирівнювання накопичених роками дисбалансів на міжнародних фінансових ринках відбулося глобальне зниження економічної активності. Світова економічна криза спричинила різкий негативний вплив на вітчизняну економіку, результатом чого стало істотне погіршення рівня інвестиційної привабливості України, зростання премії за ризик (CDS) та суттєве зниження обсягів торгівлі та активності на фондовому ринку. Вітчизняний фондовий ринок знаходиться в абсолютній прямопропорційній залежності від ситуації на зовнішніх фінансових ринках.

2. Порівняльний аналіз динаміки фондових індексів свідчить, що потоки капіталу в країни з ринками, що формуються, досить швидко відновились після кризи. Тому, зважаючи на високу волатильність на фондових ринках країн, що розвиваються, необхідно проводити адекватну макроекономічну та пруденційну політику. Ефективність їх проведення дасть змогу стримувати притік капіталу, пом'якшити наслідки від надмірної волатильності як для реального сектору економіки, так і фінансового, значно знизити ризики для інвесторів.

3. Аналіз стану вітчизняної економіки свідчить, що ключовим каталізатором впливу зовнішніх ризиків на економічне становище стала неефективна економічна політика. Вона характеризувалась орієнтацією на стимулювання приватного споживання та фактичною відсутністю вагомих заходів щодо структурної перебудови та модернізації виробництва. Загалом експорто-орієнтована спрямованість розвитку промисловості та відсутність виробництв, що наповнюють внутрішній ринок, негативно позначається на динаміці показників платіжного балансу, стані валютного ринку, доходах населення. В цілому погіршення макроекономічних індикаторів призводить до зниження інвестиційної привабливості цінних паперів вітчизняних емітентів, які відіграють роль найбільш ефективного та доступного механізму залучення капіталу.

4. Галузевий аналіз відіграє важливу роль у проведенні аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів у контексті фундаментального аналізу. Ключовим для галузевого аналізу є дослідження факторів та взаємозв'язків, спільних для емітентів однієї галузі, які характеризують її економічний стан та перспективи розвитку, дають змогу здійснити прогнозовану оцінку очікуваної доходності та ризиків з позицій інвестування в цінні папери галузі на фондовому ринку. Аналіз окремих галузей вітчизняної економіки засвідчив про наявність галузей з різною інвестиційною привабливістю. Найбільш перспективною серед досліджених галузей, є теплова електроенергетика з безперечною перевагою – відсутністю конкуренції на ринку. У свою чергу молокопереробна галузь займає посередню позицію, а хлібопекарська галузь – найменш інвестиційно приваблива.

5. За результатами оцінки систематичного ризику акцій встановлено, що  $\beta$ -коефіцієнт є важливим показником для прийняття раціонального інвестиційного рішення на фондовому ринку. Однак при дослідженні виявлено, що для досягнення збалансованості у співвідношенні ризик-доходність необхідно враховувати специфічний ризик емітента. Для підвищення якості аналізу вартості акцій результативним є застосування фінансових коефіцієнтів на основі ринкової ціни та коефіцієнтів ефективності управління власним капіталом.

6. Практика використання коефіцієнтів P/B, P/E, P/S та P/CF досліджуваних емітентів у прогнозуванні ринкової доходності акцій свідчить про їхню ефективність, але не однаковою мірою. Найтісніший взаємозв'язок між фінансовими результатами емітента та доходністю його акцій демонструє коефіцієнт P/S. Порівняльний аналіз фінансового коефіцієнта P/CF із коефіцієнтом P/E, а також твердження, що емітент із мінімальним P/CF є оптимальним вибором для фінансової інвестиції серед емітентів галузі, засвідчив низьку ефективність його застосування на практиці. Використання для оцінки вартості акцій коефіцієнтів P/B та P/E демонструє різнобічні результати у різних галузях, що вказує на більш ефективне застосування їх як додаткового інструмента оцінки.

7. За підсумками аналізу доходності власного капіталу доведено, що позитивна динаміка коефіцієнтів ROA, ROI, ROE підтверджує інвестиційну привабливість акцій емітента, а негативна – навпаки. Коефіцієнт ROE є ключовим фактором визначення темпів зростання прибутку емітента. Загалом чітких взаємозв'язків між певним діапазоном значень коефіцієнтів доходності власного капіталу та ринковою доходністю акцій не виявлено.

Основні наукові результати даного розділу висвітлено у працях [252; 253; 254; 255; 256; 257; 258; 259; 260].

## РОЗДІЛ 3

### УДОСКОНАЛЕННЯ АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ

#### 3.1 Порівняльний аналіз портфелів цінних паперів

Підсумковим та логічним етапом дослідження є формування портфеля акцій, опираючись на результати аналізу, проведеного у попередньому розділі роботи.

Портфельний підхід передбачає максимізацію корисності від активів, тобто зростання їх дохідності за умови диверсифікації з метою зниження інвестиційних ризиків. У такий спосіб за умови формування портфеля досягають компромісу таких на перший погляд несумісних цілей, як максимізація доходу і мінімізація ризику.

Будь-який інвестиційний портфель формують за принципами, що впливають із інвестиційної стратегії. Основними вважають кілька з них:

- відповідність складу портфеля інвестиційній стратегії компанії;
- обов'язкова оцінка всіх можливих варіантів для кожного проекту;
- обмеженість проектів ресурсними можливостями;
- забезпечення прийнятних для компанії співвідношень між основними цілями: дохідністю, зростанням капіталу, мінімізацією ризику та ліквідністю;
- колегіальність (для компанії) у прийнятті рішень щодо складу портфеля;
- забезпечення керованості портфелем, можливість систематично стежити за змінами на інвестиційному ринку і здійснювати необхідне реінвестування коштів (моніторинг) [261, с. 29].

Мета формування портфеля – поліпшити результати інвестування, надати сукупності активів такої інвестиційної якості, яка можлива лише за умови їх комбінації.

На практиці немає ідеальної загальної програми формувань ефективного портфеля, але визначені цілі і стратегії успішного вкладання капіталу.

Формування і управління портфелем цінних паперів базується на певних принципах, серед яких ключовими вважають:

- забезпечення реалізації загальної інвестиційної стратегії емітента;
- забезпечення відповідних тактичних цілей портфеля можливостями залучення інвестиційних ресурсів;
- забезпечення прийняттого співвідношення дохідності і ризику, а також дохідності й ліквідності;
- уможливлення керованості портфелем (моніторинг, коригування, реінвестування, адаптація тощо).

Процес формування портфеля цінних паперів передбачає п'ять етапів:

1. Формулювання інвестиційних цілей (пріоритетів).
2. Формування інвестиційної політики.
3. Вибір портфельної стратегії.
4. Вибір активів і аналіз інвестиційних рішень.
5. Оцінка ефективності інвестицій.

Зауважимо, що всі п'ять етапів утворюють замкнений, циклічний процес, в якому оцінка ефективності може призводити до коригування цілей, політики, стратегії й структури портфеля.

Інвестиційними цілями портфеля акцій є:

1. Забезпечення стабільних темпів зростання доходу.
2. Мінімізація інвестиційних ризиків.
3. Забезпечення достатньої ліквідності портфеля.

Другим етапом формування портфеля є формулювання основних напрямів інвестиційної політики для досягнення обраних цілей. Під час цього етапу приймається рішення щодо приросту активів, тобто інвестор має вирішити, яким чином розподілити свої кошти між основними класами активів. Основні класи активів зазвичай включають акції, облігації, нерухомість та іноземні цінні папери. У нашому випадку пропорційно розподіляється питома частка акцій у портфелі:

по одному емітенту із молокопереробної, хлібопекарської та теплової електроенергетичної галузей в залежності від обраної інвестиційної стратегії.

Вибір портфельної стратегії ґрунтується на обраній інвестиційній політиці. Портфельні стратегії можна розподілити на активні й пасивні. Активні портфельні стратегії використовують доступну інформацію та методи прогнозування для підвищення ефективності інвестицій порівняно з простою диверсифікацією. Найістотнішим моментом для всіх активних стратегій є прогнозування чинників, здатних вплинути на інвестиційні характеристики цього класу активів. Наприклад, активні стратегії під час роботи з портфелями простих акцій можуть охоплювати прогнозування майбутніх доходів, дивідендів або показника відношення ціни до доходу.

Пасивні портфельні стратегії вимагають мінімуму інформації про майбутнє. Підґрунтя таких стратегій становить диверсифікація портфеля, що забезпечує максимальну відповідність його дохідності обраному ринковому індексу (певній усередненій статистичній характеристиці, яка відображає поведінку конкретної групи активів). Пасивні стратегії ґрунтуються на припущенні, що вся доступна інформація на ринку відображається в ринкових котируваннях цінних паперів.

Нами обрано активну портфельну стратегію для здійснення дослідження.

Далі треба визначити активи, які будуть включені до портфеля. Цей крок вимагає оцінки окремих цінних паперів. За активної стратегії завданням менеджера є пошук недооцінених активів. На цьому етапі здійснюють спробу сформуванню ефективний портфель, який має або найбільшу очікувану дохідність за заданого рівня ризику, або найменший ризик за заданої очікуваної дохідності. Це питання розглядатиметься далі.

Оцінку ефективності інвестицій вважають останнім етапом процесу формування портфеля цінних паперів. Однак це не зовсім так, адже інвестиційний процес є безперервним, постійно відтворювальним. На цьому етапі відбувається обчислення реалізованої дохідності портфеля та зіставлення одержаного результату з обраним базисним показником. Базисним показником в цьому випадку служить певна кількісна характеристика поведінки наперед обраного

набору цінних паперів. Як базисний показник може бути обраний будь-який із загальновідомих фондових індексів, наприклад ПФТС.

У дисертаційній роботі, для підвищення якості аналізу, зіставлення реалізованої доходності портфеля здійснюється із кількома базисними показниками.

Аналіз літературних джерел із питань формування ефективного інвестиційного портфеля цінних паперів [18; 19; 262; 263; 264; 265] вказує на те, що оптимальним портфелем вважається такий інвестиційний портфель, який більшою мірою задовольняє вподобання інвестора у відношенні: доходність – ризик. При цьому розподіл ризику на систематичний і несистематичний є істотною передумовою формування ефективного інвестиційного портфеля. Вибір стратегії для формування портфеля є індивідуальним питанням кожного інвестора. Загалом не існує єдиної думки, що стосується стратегії формування інвестиційного портфеля.

Відомий вчений-економіст А. Дамодаран, який є визнаним спеціалістом у цій сфері, виділяє такі біржові стратегії, які інвестори використовують у своїй практиці [266, с. 18 – 25]:

1. Акції з високими дивідендами.
2. Акції з низьким співвідношенням ціни до доходу (P/E).
3. Акції, які продаються за вартість нижче балансової (P/B).
4. Компанії зі стабільними доходами.
5. Хороші компанії.
6. Акції зростання.
7. Акції-аутсайдери.
8. Гонитва за інсайдом.
9. Вкладення в акції компаній, що зростають.
10. Імпульсні стратегії.
11. Просто слідкуйте за експертами.
12. Акції завжди приносять прибуток в довгостроковій перспективі.

Загалом будь-яка інвестиційна стратегія має переваги та недоліки. Жодна інвестиційна стратегія не показує стабільний позитивний результат. Визначити



найсприятливіші періоди для використання конкретної стратегії, а також забезпечити себе в той час, коли вказана стратегія, ймовірно, не зможе приносити прибуток, – є складним завданням. Тому сталі закономірності можуть швидко втратити свою актуальність при зміні ринкової кон'юнктури або просто не працювати на інших ринках.

Дане дослідження побудоване на засадах фундаментального аналізу, тому розглянемо, як основний приклад, формування інвестиційного портфеля на основі стратегії “Акції з низьким співвідношенням ціни до доходу (P/E)”. Цей коефіцієнт є одним з найпопулярніших серед інвесторів, аналітиків та вчених-економістів. З іншого боку – перевірка усіх дванадцяти стратегій неможлива у зв'язку з обмеженнями обсягів дослідження. Твердження про потенційну вигоду придбань підтримуються не тільки логічними викладами, але й і статистичними доказами. Так, наприклад, на фондовому ринку США акції із найнижчим P/E приносили щороку на 10% доходу більше, ніж акції із найвищим P/E в період з 1952 по 1971 роки, приблизно на 9% більше з 1971 по 1990 роки, і на 12 % більше з 1991 по 2001 роки [266, с. 79].

Протягом десятиріч інвестори використовують співвідношення ціни до прибутку (P/E) як міру для оцінки, чи є акції переоціненними або недооціненними фондовим ринком. Акції, які продають при низькій величині цього співвідношення, часто вважають дешевими і з часом консультанти з інвестицій та економісти-аналітики сформулювали відповідні постулати. Деякі аналітики користуються абсолютними значеннями – наприклад, акції, які продають за ціною менше 8-кратної величини доходів, вважають дешевими. Інші аналітики користуються відносними мірками. Наприклад, дешевими вважають акції, які продають за ціною, що є нижчою, ніж половина середньоринкового відношення ціни до прибутку. У деяких випадках порівняння виконується на основі середньоринкових даних, а в інших випадках – на основі галузі ринку, в якій емітент здійснює діяльність.

Проаналізуємо, чи дійсно коефіцієнт P/E є добрим індикатором для динаміки ринкової ціни акцій. Розглянемо, чи насправді стратегія купівлі акцій з

низьким значенням коефіцієнта дає високу доходність. Слід з'ясувати, чи вона достатньо враховує потенціал росту цінних паперів та рівень ризику переоціненості акцій. Або, можливо, емітент, акції якого продаються при низькому співвідношенні Р/Е, має слабкі перспективи росту та має високі ризики настання збитків або банкрутства.

Протягом останніх років вчені-економісти досліджували вибір акцій для інвестування на базі фільтра низького значення коефіцієнта Р/Е та високого дивідендного доходу. Вони дійшли висновку, що портфелі таких акцій дійсно дають можливість приносити високі доходи. Так, М. Халберт, котрий оцінює інвестиційну ефективність інформаційних бюлетенів, дійшов висновку, що, застосовуючи підходи Б. Грехема, можна більш успішно інвестувати, ніж за рекомендаціями інших бюлетенів. Однак він вказує на те, що спроби застосувати ці фільтри (включаючи низьке значення Р/Е) в роботі пайового фонду зазнали невдачі [266, с. 78].

Отже, необхідно з'ясувати, яких значень можуть досягати високий, низький та середній коефіцієнт Р/Е, визначити, в яких межах коливається величина Р/Е в різних галузях економіки, а також, як вона змінюється з часом. У підсумку необхідно сформулювати портфель акцій з найнижчими значеннями Р/Е серед досліджуваних емітентів з метою перевірки цієї інвестиційної стратегії.

Співвідношення ціни акції до прибутку на акцію коливається в широких діапазонах від одної галузі до іншої. Значення Р/Е в одній галузі можуть вважатись низькими, тоді як в іншій можуть бути завищеними. Розглянемо середні значення коефіцієнта Р/Е різних галузей України порівняно з показниками за аналогічний період серед розвинутих країн та країн, що розвиваються, у 2007 році.

Здійснивши порівняння значень (табл. 3.1), відзначимо надзвичайно високу переоціненість акцій ряду вітчизняних галузей: виробництво шин, теплова електроенергетика, страхування та суднобудування. Найменші значення коефіцієнта були у хімічній та цукроварній галузях. Як свідчать дані табл. 3.1, в більшості галузей вітчизняний фондовий ринок був одним із найбільш пере-

оцінених та спекулятивних ринків у світі.

Таблиця 3.1

**Коефіцієнти Р/Е деяких галузей та секторів економіки України, розвинутих країн та країн, що розвиваються у 2007 році**

Назва галузі	Середнє Р/Е в Україні	Середнє Р/Е серед розвинутих країн	Середнє Р/Е серед країн, що розвиваються
Банки	41,3	19,2	-
Хімічна	9,55	34,5	-
Виробництво шин	117,9	12,7	12,6
Пивоваріння	28,4	18,5	24,1
Виробництво цукру	12,0	17,6	-
Молокопереробна	20,7	14,5	-
Виробництво олії	89,5	34,3	-
Фармація	45,7	21,6	20,2
Роздрібна торгівля	34,0	-	24,1
Телекомунікації	57,6	-	13,9
Теплова електроенергетика	188,7	13,8	74,6
Страховання	229,0	10,4	27,6
Автомобілебудування	11,7	11,6	19,3
Вагонобудування	31,2	22,3	-
Суднобудування	649,3	18,9	-
Металургія	14,7	-	12,3
Виробництво труб	23,2	13,0	17,9
Добування залізної руди	23,2	14,4	-
Нафта і газ	16,1	-	12,5
Будівельні матеріали	28,9	9,7	7,7

Джерело: складено автором за [267].

Аналізуючи дані таблиці, виникає запитання: в чому причина настільки значних відхилень величини коефіцієнта Р/Е у різних галузях? У цілому, ситуація така, що галузі з найнижчим значенням Р/Е володіють найнижчими можливостями темпів зростання компанії та прибутку на акцію. Галузі із найвищими величинами відповідно пропонують значний темп росту та доходи, але при набагато більших ризиках інвестування.

Втім, найпроблемнішим залишається питання величини коефіцієнта Р/Е, яке можна вважати відліком недооціненості чи переоцінки ринком акцій. Так,

наприклад, у 1981 році в США Р/Е рівне 12 вважалось високим на ринку. В сучасних умовах його можна вважати в середньому низьким, якщо за приклад взяти значення коефіцієнта 83,63 у 2007 році на українському фондовому ринку відповідно до табл. 3.1. Але врахуємо, що значення Р/Е 2007 року були завищеними в результаті оптимістичних оцінок учасників ринку. Оскільки величина співвідношення з часом постійно коливається, то й критерії відбору того, що можна вважати високим або низьким значенням, фактично кожного періоду змінюються.

Дослідження, що було проведено на базі динаміки середнього значення коефіцієнта Р/Е всіх акцій США в кінці кожного року з 1960 по 2002, показало значні коливання значень. Так, у 1974 році відбулось падіння до величини приблизно 7, а пік зростання до 33 відбувся у 1999 році. Відповідні зміни пов'язані з циклічністю економічного розвитку. У час кризи в 1970-х фондовий ринок зазнав тиску і знизився. В період швидкого економічного зростання США у 1990-х відбувався динамічний ріст фондових індексів і, відповідно, коефіцієнта Р/Е [266, с. 85]. Тому кожному із періодів циклу відповідає певне значення коефіцієнта, яке буде вважатись низьким.

Застосовуючи стратегію купівлі акцій з низьким Р/Е для емітентів, які досліджуються, сформуємо інвестиційний портфель. Для порівняння ефективності портфельів використаємо ринкову доходність акцій ( $R_{mi}$ ). Дані за всіма емітентами наведено в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

**Коефіцієнт Р/Е та ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів  
у 2006 – 2011 роках**

Емітент	Тікер на ПФТС	2006	2007		2008		2009		2010		2011
		Р/Е	$R_{mi}$ , %	Р/Е	$R_{mi}$ , %	Р/Е	$R_{mi}$ , %	Р/Е	$R_{mi}$ , %	Р/Е	$R_{mi}$ , %
<b>Молокопереробна галузь</b>											
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	4,99	269,73	16,86	-73,20	3,55	30,32	3,46	94,27	7,50	-42,72
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	KMLK	3,96	73,44	148,05	-5,41	-9,02	-47,62	3,11	0,00	5,61	0,00
ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”	SHMK	21,24	14,90	44,89	-17,97	-15,07	-24,19	-14,99	-54,28	-3,41	0,00
Середньогалузеве		10,06	119,36	69,93	-32,19	-6,85	-13,83	-2,81	13,33	3,23	-14,24

Продовж. табл. 3.2

Хлібопекарська галузь											
ПАТ “Концерн Хлібпром	HLPR	14,73	385,71	824,29	-85,88	-4,01	-12,50	-28,76	0,00	201,41	42,86
ВАТ “Коровай”	KORV	6,81	107,00	33,80	-90,05	-1,44	-39,05	9,39	722,58	-2,61	-94,12
ВАТ “Кримхліб”	KRHLB	-	-	90,16	38,94	-9,77	38,41	1922,92	70,00	5491,87	-19,85
Середньогалузеве		10,77	246,36	316,08	-45,66	-5,07	-4,38	634,52	264,19	1896,89	-27,30
Теплова електроенергетична галузь											
ВАТ “Центренерго”	SEEN	17,07	299,39	71,09	-78,66	-19,12	64,64	-13,96	45,12	118,62	-34,30
ВАТ “Західенерго”	ZAEN	30,78	132,47	74,89	-26,57	-86,48	-25,35	-9,91	69,38	-58,49	-56,00
ВАТ “Дніпроенерго”	DNEN	26,45	322,34	57,98	-78,22	92,99	24,97	-15,69	56,28	19,71	-39,09
Середньогалузеве		24,77	251,40	67,99	-61,15	-4,20	21,42	-13,19	56,93	26,63	-43,13

Джерело: складено автором за [табл. 2.19; табл. 2.20; додатки У.1, У.2, Т].

Відібравши з кожної галузі акції кращого емітента за результатами 2006 – 2010 років, сформуємо портфелі із акцій трьох емітентів згідно зі стратегією вибору акцій з найменшим значенням коефіцієнта Р/Е (далі – портфель “Низький Р/Е”). Результативність цих портфелів порівнюємо із портфелями: “Ринковий індекс (ПФТС)” – показує доходність фондового ринку; “Теплова електроенергетична галузь”, “Хлібопекарська галузь”, “Молокопереробна галузь”, які показують доходність від інвестування в акції певної галузі.

Сформуємо інвестиційний портфель згідно коефіцієнта Р/Е у 2006 році. Для кращого сприйняття даних аналізовані портфелі наведені у вигляді діаграм (рис. 3.1. – 3.5).

Таблиця 3.3

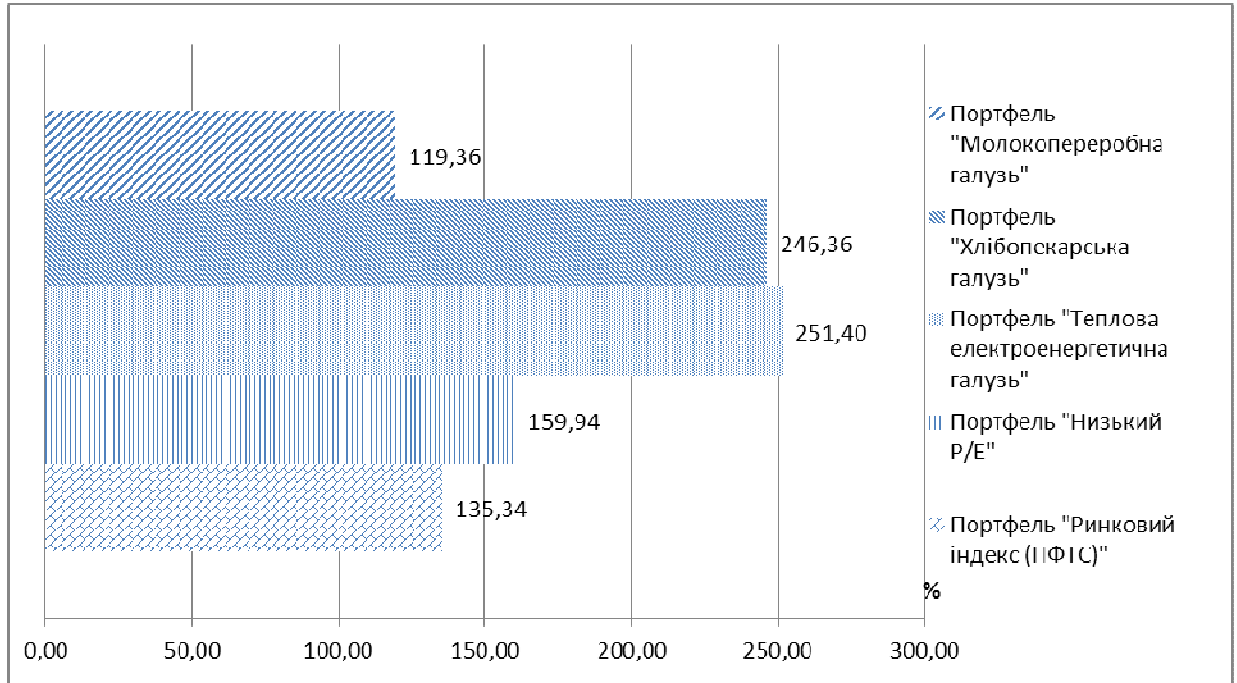
### Портфель “Низький Р/Е” за результатами 2006 року

Емітент	Тікер на ПФТС	2006	2007	
		Р/Е	R <sub>mi</sub> , %	Р/Е
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	KMLK	3,96	73,44	148,05
ВАТ “Коровай”	KORV	6,81	107,00	33,80
ВАТ “Центренерго”	SEEN	17,07	299,39	71,09
Середнє		9,28	159,94	84,31

Джерело: [табл. 3.2].

За підсумками 2007 року портфель акцій сформований за критерієм низького значення Р/Е серед емітентів досліджуваних галузей показав третій результат доходності (рис. 3.1). Так, порівняно з ринковим портфелем, доходність

більша на 24,6% та на 40,58% вища емітентів молокопереробної галузі. Значно випередили портфелі акцій, сформовані тільки з компаній певної галузі: портфель “Хлібопекарська галузь” на 84,42%, портфель “Теплова електроенергетична галузь” – 94,91%.



**Рис. 3.1. Доходність інвестиційних портфелів за 2007 рік**

Зазначимо, що у портфель “Низький P/E” потрапили акції підприємства ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” із низькою доходністю – 73,44% (P/E – 3,96), порівняно із доходністю 269,73% ВАТ “Житомирський маслозавод” (P/E – 4,99). У цьому випадку обидва підприємства можна було включити у портфель.

Сформуємо наступний портфель за даними коефіцієнта P/E у 2007 році.

*Таблиця 3.4*

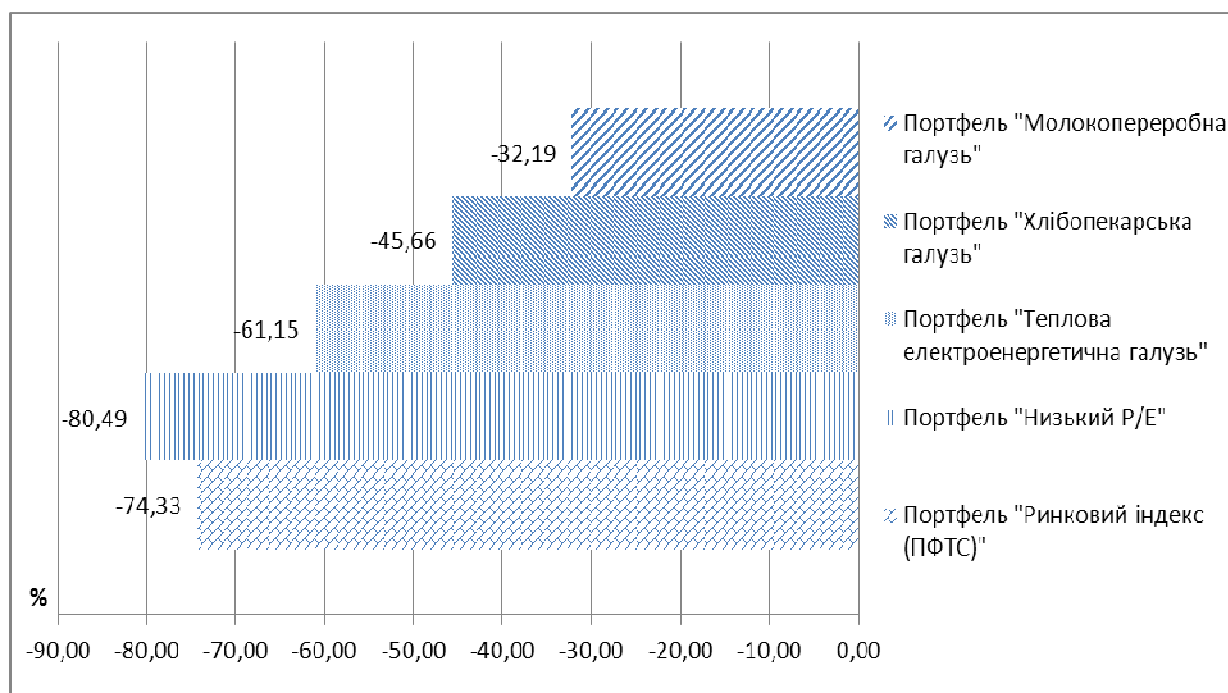
**Портфель “Низький P/E” за результатами 2007 року**

Емітент	Тікер на ПФТС	2007	2008	
		P/E	R <sub>mi</sub> , %	P/E
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	16,86	-73,20	3,55
ВАТ “Коровай”	KORV	33,80	-90,05	-1,44
ВАТ “Дніпроенерго”	DNEN	57,98	-78,22	92,99
Середнє		36,21	-80,49	31,70

Джерело: [табл. 3.2].

Якщо проаналізувати кризовий 2008 рік на фондовому ринку України, стане

очевидно, що портфель, сформований згідно зі стратегією “Низький Р/Е”, зазнав найбільших збитків порівняно з іншими портфелями (рис. 3.2).



**Рис. 3.2. Доходність інвестиційних портфелів за 2008 рік**

Відзначимо, що найменших збитків зазнали інвестиції у підприємства харчової промисловості. Збитки портфеля “Молокопереробна галузь” були на 250,04% менше портфеля “Низький Р/Е” та на 230,91% менше “Ринковий індекс (ПФТС)”. Збитковість портфеля “Хлібопекарська галузь” – на 176,28% краща від портфеля за критерієм Р/Е та на 162,79% від портфеля “Ринковий індекс (ПФТС)”. Загалом динаміка ринкового портфеля та портфеля “Низький Р/Е” є максимально наближеною, що відображає ефективність цієї стратегії у період зростання фондового ринку.

За підсумками 2008 року до портфеля “Низький Р/Е” замість ВАТ “Дніпроенерго” знову ввійшла компанія ВАТ “Центренерго”, а два інших емітенти акцій не змінились (табл. 3.5).

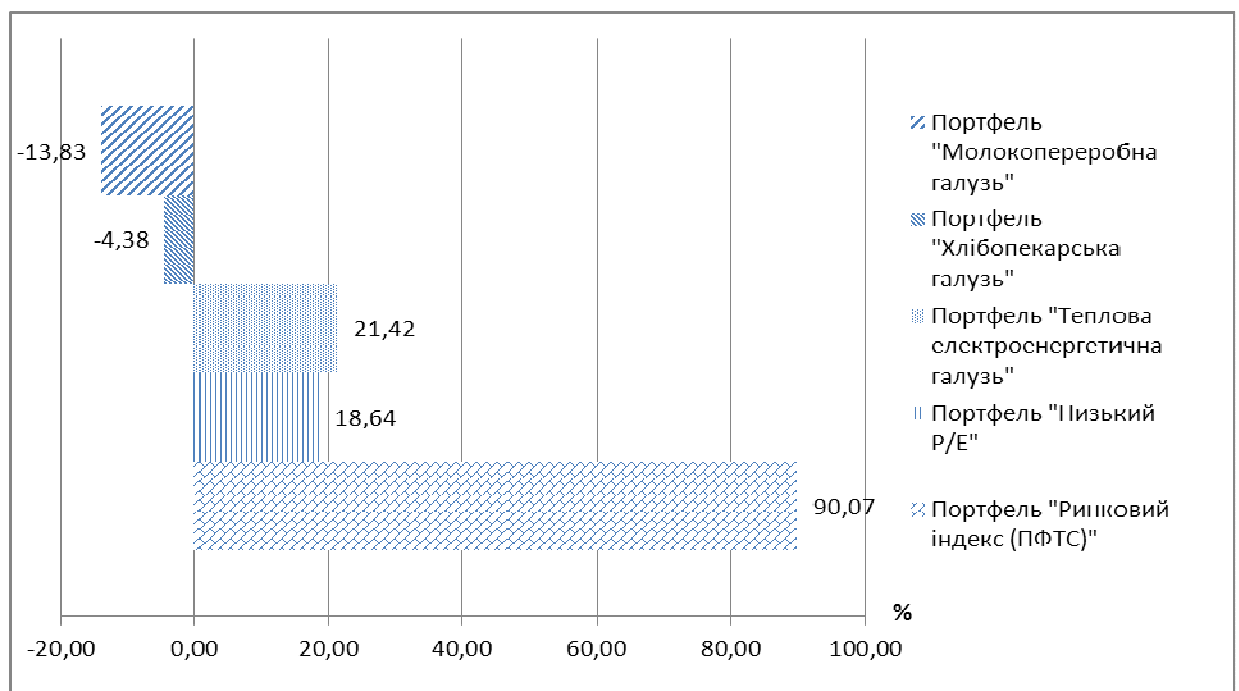
Доходність портфеля, сформованого згідно зі стратегією низького коефіцієнта Р/Е за підсумками 2009 року становила 18,64% – третя позиція серед аналізованих портфелів. Кращу ринкову доходність 90,07% показав портфель “Ринковий індекс (ПФТС)” (рис. 3.3). Друге місце – портфель “Теплова електроенергетична галузь” із результатом 21,42%.

### Портфель “Низький P/E” за результатами 2008 року

Емітент	Тікер на ПФТС	2008	2009	
		P/E	R <sub>mi</sub> , %	P/E
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	3,55	30,32	3,46
ВАТ “Коровай”	KORV	-1,44	-39,05	9,39
ВАТ “Центрэнерго”	CEEN	-19,12	64,64	-13,96
Середнє		-5,67	18,64	-0,37

Джерело: [табл. 3.2].

Портфелі акцій емітентів харчової промисловості закінчили рік зі збитковістю. Спад доходності акцій молокопереробної та хлібопекарської галузей відбувався на тлі зниження споживчих витрат населення внаслідок різкого зниження їх доходів.



**Рис. 3.3. Доходність інвестиційних портфельів за 2009 рік**

Відповідно до значень коефіцієнтів за 2009 рік нами сформовано новий портфель, керуючись стратегією низького значення коефіцієнта P/E. Зауважимо, що у склад інвестиційного портфеля увійшли тільки нові емітенти (табл. 3.6).

За результатами 2010 року портфель акцій, сформований за критерієм низького галузевого значення P/E, зайняв друге місце, за доходністю, поступившись всього на 0,20% портфелю “Хлібопекарська галузь” (рис. 3.4).

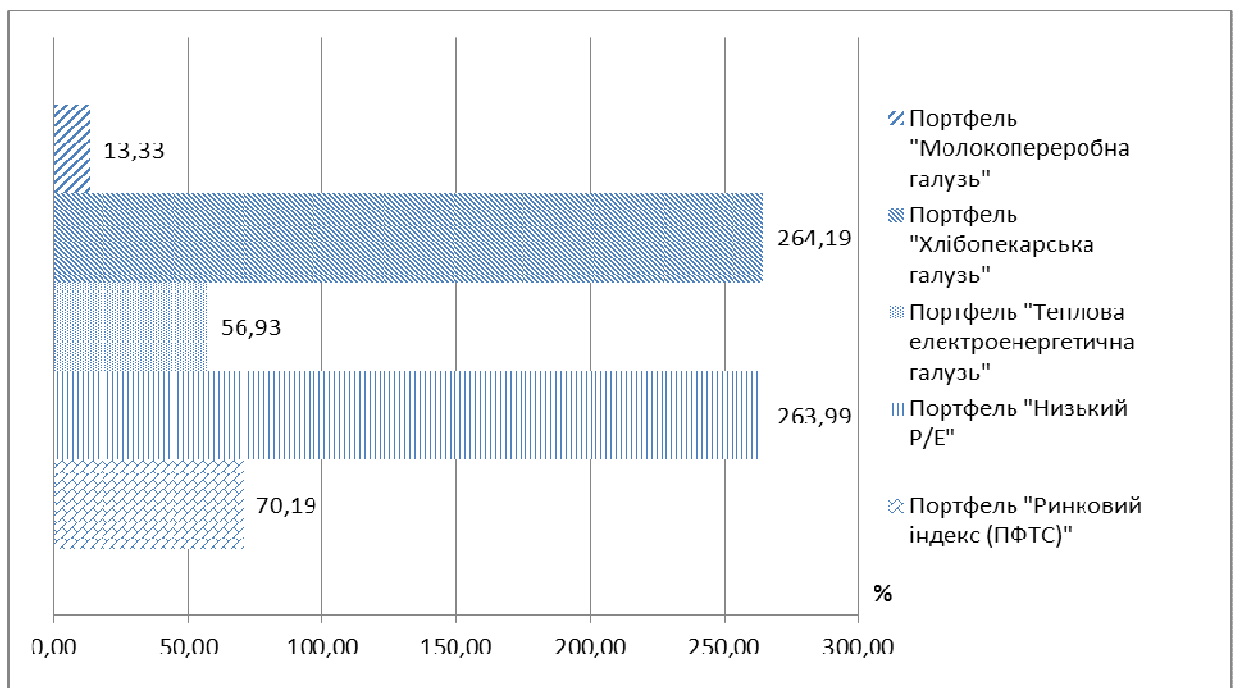


### Портфель “Низький P/E” за результатами 2009 року

Емітент	Тікер на ПФТС	2009	2010	
		P/E	R <sub>mi</sub> , %	P/E
ВАТ "Кременчуцький міськмолкозавод"	KMLK	3,11	0,00	5,61
ВАТ "Коровай"	KORV	9,39	722,58	-2,61
ВАТ "Західенерго"	ZAEN	-9,91	69,38	-42,42
Середнє		7,47	263,99	-13,14

Джерело: [табл. 3.2].

Варто зазначити, що надходність обох портфелів пояснюється різким стрибком котирувань ВАТ “Коровай”. Портфель “Молокопереробна галузь” показав найнижчу ринкову доходність. Ринковий індекс із доходністю 70,19% посідає третє місце, демонструючи прийнятну доходність. Зауважимо, що зростання індексу ПФТС знову збігається із високим рівнем ринкової доходності портфеля “Низький P/E”. Має місце ще одне підтвердження ефективності цієї стратегії у період зростання фондового ринку порівняно з інвестуванням у інші портфелі цінних паперів.



**Рис. 3.4. Доходність інвестиційних портфелів за 2010 рік**

Згідно розрахованих коефіцієнтів 2010 року у портфель “Низький P/E” замість ВАТ “Західенерго” знову ввійшла компанія ВАТ “Дніпроенерго”, а два

інших емітени акцій не змінились.

Таблиця 3.7

### Портфель “Низький P/E” за результатами 2010 року

Емітент	Тікер на ПФТС	2010	2011	
		P/E	R <sub>mi</sub> , %	P/E
ВАТ "Кременчуцький міськмолкозавод"	KMLK	5,61	0,00	–
ВАТ "Коровай"	KORV	-2,61	-94,12	–
ВАТ "Дніпроенерго"	DNEN	19,71	-39,09	–
Середнє		7,57	-44,40	–

Джерело: [табл. 3.2].

Всі портфелі у 2010 році були збитковими. Збитковість портфеля, сформованого згідно зі стратегією “Низький P/E” за результатами 2010 року, становила 44,40% – четверте місце серед аналізованих портфелів (рис. 3.5). Ринкова збитковість портфеля “Теплова електроенергетична галузь” дещо краща (43,13%) за досліджуваний портфель. Найменш збитковими є портфелі: “Молокопереробна галузь” (14,24%), “Хлібопекарська галузь” (23,70%) Ринковий індекс ПФТС найбільш збитковий (45,19%).

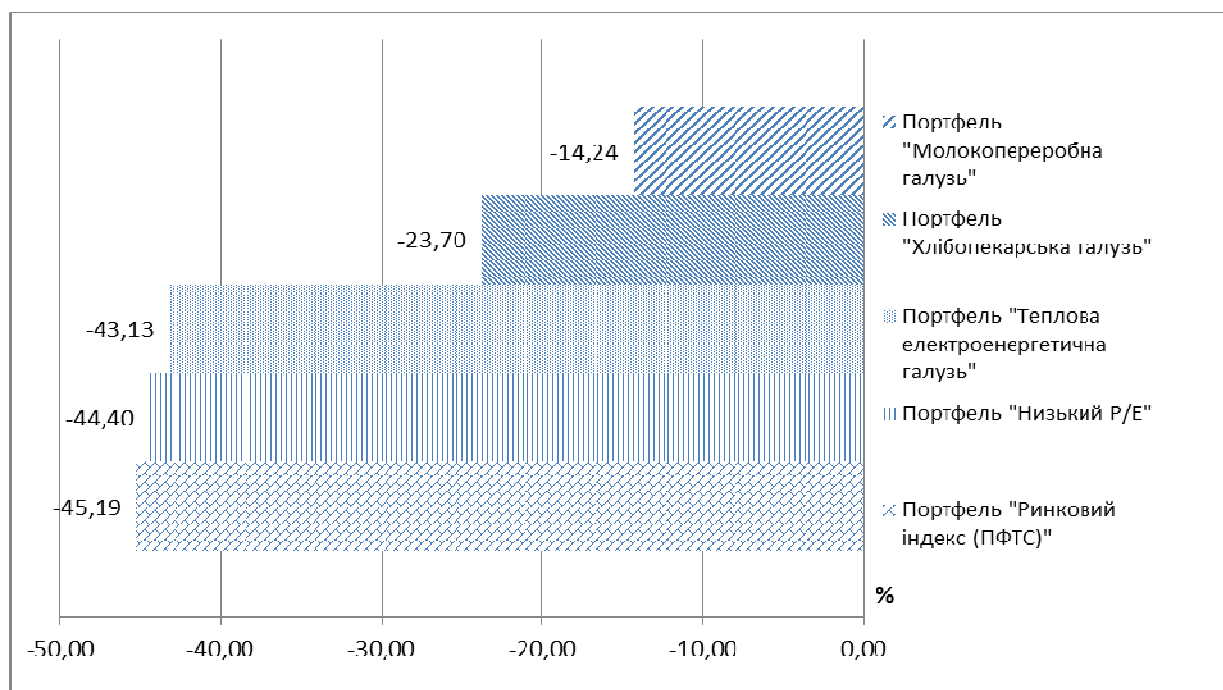


Рис. 3.5. Доходність інвестиційних портфелів за 2011 рік

Загалом вищенаведена доходність цінних паперів за 2011 рік вказує на динаміку спаду на фондовому ринку України.

Здійснений порівняльний аналіз портфелів акцій, сформованих за критерієм низького значення P/E, є підтвердженням того, що портфель може нерідко містити небажаних емітентів. Однією з головних причин є достовірність та сумнівна якість прибутків.

Другим важливим чинником є зміна доходів з часом. Низьке значення коефіцієнта у такому випадку може показувати ці перспективи зниження доходів підприємства та значний рівень ризикованості інвестицій в цю акцію. Низьке співвідношення P/E може вказувати на те, що резерви зростання прибутків вже вичерпані.

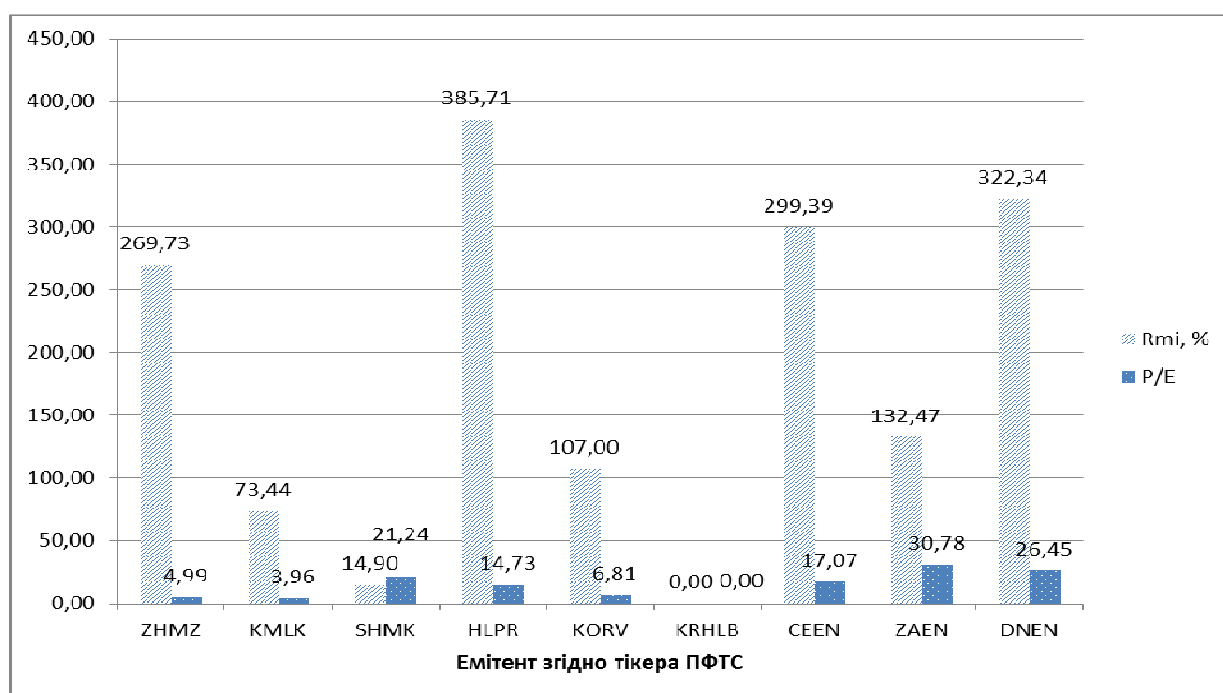
Ключовою перевагою такої стратегії формування інвестиційного портфеля є висока доходність, особливо в роки оптимізму на фондовому ринку. В цілому протягом п'яти досліджуваних періодів оцінюваний нами портфель “Низький P/E” займав посередню позицію. Так, у 2007 та 2009 роках він зайняв 3-є місце, у 2008 та 2011 – 1-е по збитковості, 2010 – 1-е по доходності. Ця статистика є емпіричним підтвердженням того, що така інвестиційна стратегія несе значні ризики для інвестора. Аргументом є результати портфеля за підсумками 2008 та 2011 років в період біржових спадів. Однак, в час росту фондового ринку ця стратегія дає досить високу результативність.

Для підвищення достовірності взаємозалежності коефіцієнта P/E та ринкової доходності емітента акцій порівняємо аналізовані цінні папери окремо, а не сформовані портфелі. Аналіз здійснимо, зіставивши ринкову доходність акції ( $R_{mi}$ ) з коефіцієнтом P/E емітента. Таке порівняння дасть змогу оцінити взаємозв'язок між величиною коефіцієнта P/E та доходністю акції в наступному періоді.

Для кожного періоду побудуємо діаграми, використовуючи дані табл. 3.2. Далі по чергово представимо графічне зображення з оцінкою та відповідними висновками.

За підсумками 2007 року компанії з найменшим P/E не у всіх випадках володіли найкращою ринковою доходністю (рис. 3.6). Так, високими є доходність акцій ВАТ “Житомирський маслозавод”, ВАТ “Концерн Хлібпром”, ВАТ

“Центренерго” та ВАТ “Дніпроенерго” відповідно до відносно високих величин коефіцієнта Р/Е. Однак, з іншого боку, коефіцієнти ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” та ВАТ “Коровай” були низькими і продемонстрували водночас низьку сукупну доходність. Відзначимо, що в абсолютних значеннях серед аналізованих емітентів найкращим було ВАТ “Житомирський маслозавод”. Маючи найнижче значення коефіцієнта Р/Е серед досліджуваних емітентів, доходність акцій була однією з найкращих. Також відзначимо залежність діапазону значень Р/Е від галузі емітента.

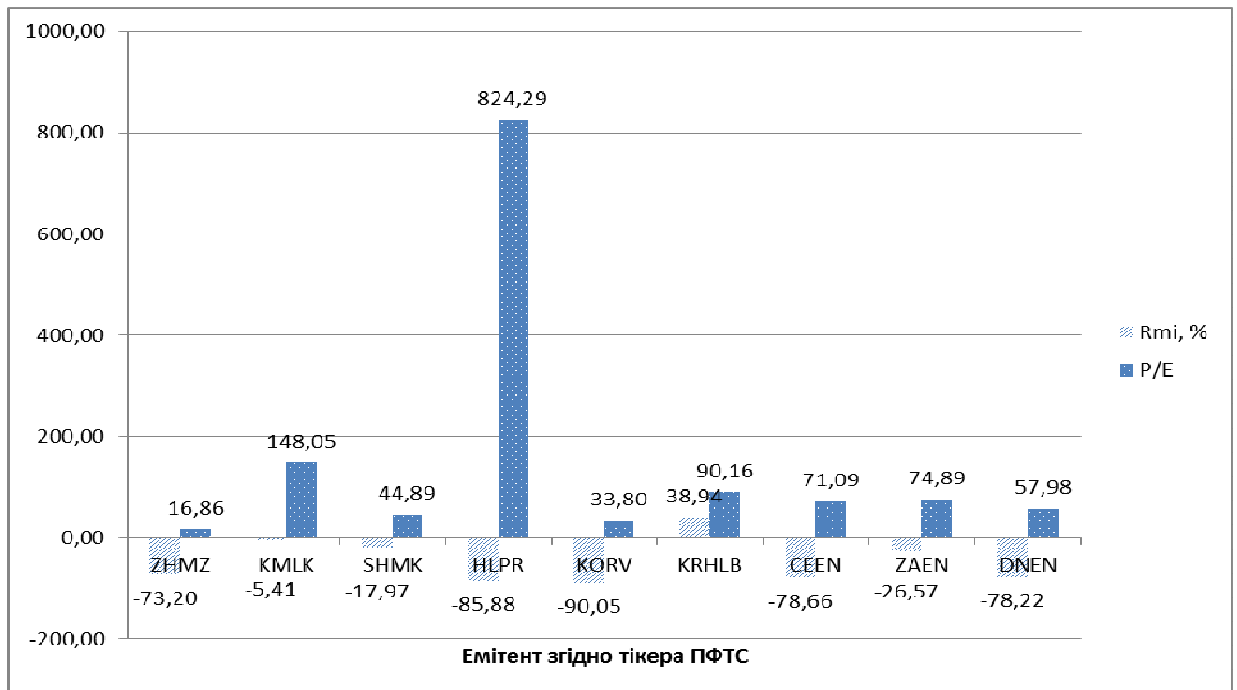


**Рис. 3.6. Коефіцієнт Р/Е за підсумками 2006 року та доходність акцій досліджуваних емітентів у 2007 році**

В цілому підкреслимо, що емітенти теплової електроенергетики, які мають високі значення Р/Е порівняно з іншими емітентами, мають найвищу середньогалузеву ринкову доходність акцій.

За результатами порівняння значень 2008 року результати дуже суперечливі. Ряд емітентів з найменшими значеннями Р/Е показали значно більшу збитковість, ніж підприємства з високими значеннями коефіцієнта. Наприклад, акції ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” при Р/Е – 148,05 показали збитковість 5,41% (рис. 3.7). Особливо привертають увагу акції ПАТ “Концерн Хлібпром”, які при неймовірно високому Р/Е – 824,29 продемонстрували

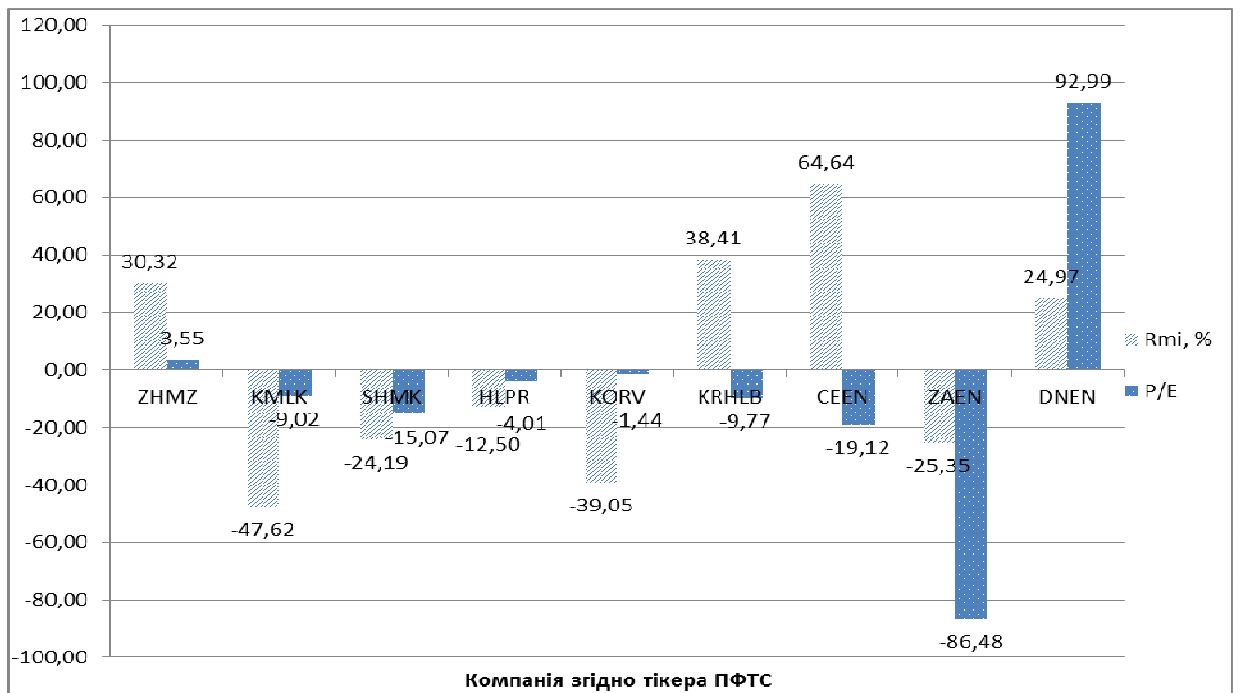
збитковість 85,88%, що майже збігається з результатами ВАТ “Коровай” (-90,05%) при відносно низькому P/E – 33,80.



**Рис. 3.7. Коефіцієнт P/E за підсумками 2007 року та доходність акцій досліджуваних емітентів у 2008 році**

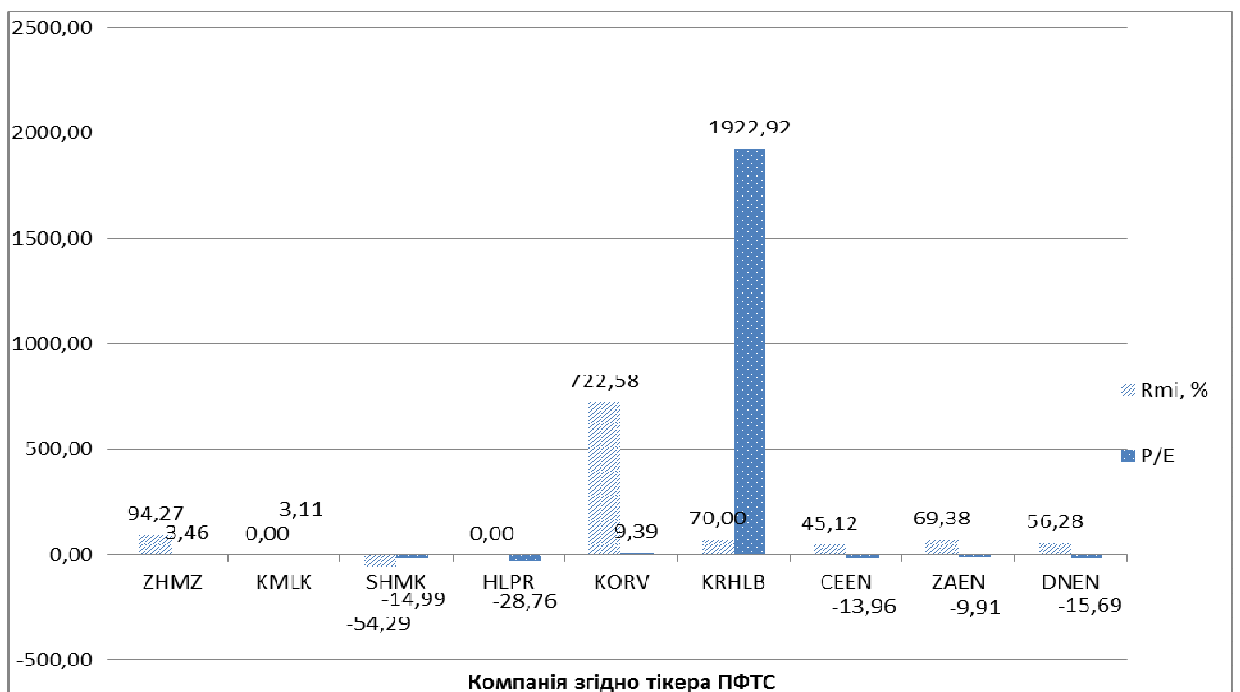
Найкращий взаємозв'язок за даний період виявлений в акцій теплової електроенергетики, де є очевидним зв'язок значень коефіцієнта з ринковою доходністю. Отже, у 2008 році стратегія інвестування, заснована на відборі акцій за принципом низького значення коефіцієнта P/E, показала неоднозначні результати та практично не підтвердилась.

Згідно ринкової доходності емітентів за 2009 рік знову спостерігаємо неоднозначні взаємозалежності (рис. 3.8). Так, коефіцієнти P/E молокопереробної галузі загалом практично об'єктивно відображали взаємозалежність “високий P/E – низька ринкова доходність” в абсолютних значеннях. З іншої сторони акції хлібопекарської галузі демонструють повну відсутність взаємозв'язку між коефіцієнтом та перспективами ринкової доходності. Наприклад, акції ВАТ “Коровай” при найменшому P/E показали найбільшу збитковість, а цінні папери ВАТ “Кримхліб” навпаки – при найбільшому абсолютному значенні P/E – отримали доходність найбільшу серед емітентів галузі. Акції емітентів теплової електроенергетичної галузі демонструють суперечливі результати.



**Рис. 3.8. Коefіцієнт P/E за підсумками 2008 року та доходність акцій досліджуваних емітентів у 2009 році**

Розглянемо результати за підсумками 2010 року (рис. 3.10). Очевидне існування аномальних результатів та відсутність у них логічного взаємозв'язку між значеннями коefіцієнта P/E та ринковою доходністю акцій.

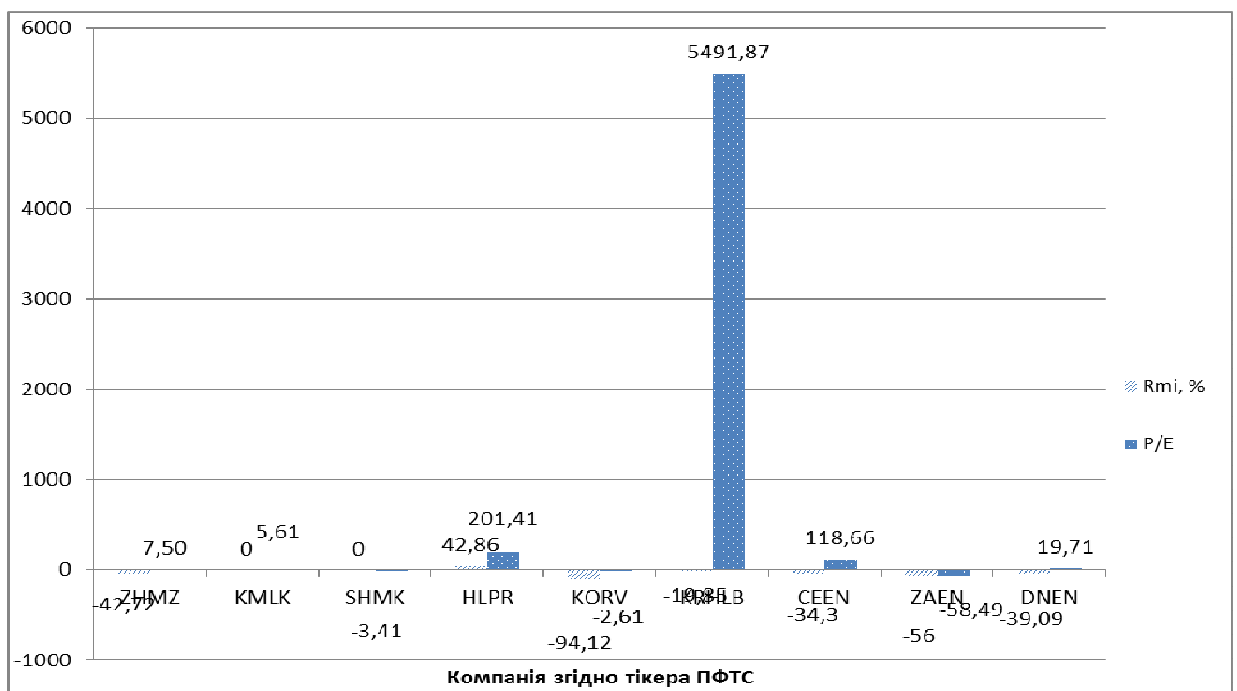


**Рис. 3.9. Коefіцієнт P/E за підсумками 2009 року та доходність акцій досліджуваних емітентів у 2010 році**

Проте негативні значення P/E кількох акцій (ВАТ “Кременчуцький міськ-

молокозавод”, ВАТ “Шосткинський міськмолкомбінат”, ПАТ “Концерн Хлібпром”) підтверджували збитковість інвестування у них. На противагу – негативне Р/Е акцій ВАТ “Кримхліб” та ВАТ “Центренерго” у 2009 році не вплинуло на позитивну ринкову доходність цих емітентів. Особливим є випадок із ВАТ “Кримхліб”, де аномально високий коефіцієнт Р/Е і досить висока ринкова доходність акцій свідчать про низьку ефективність стратегії інвестування на основі коефіцієнта Р/Е. Проте, по цій галузі важливим чинником є низька ліквідність акцій на фондовому ринку, що не дає змоги актуально оцінювати ринкову вартість цих активів [248].

Результати порівняння значень коефіцієнта Р/Е 2010 року із ринковою доходністю 2011 року знову вказують на проблеми застосування показника особливо стосовно низьколіквідних акцій хлібопекарської галузі.



**Рис. 3.10. Коефіцієнт Р/Е за підсумками 2010 року та доходність акцій досліджуваних емітентів у 2011 році**

Так, акції ВАТ “Кримхліб” знову показують аномальні результати та відсутність взаємозв’язку. Взаємозалежність по молокопереробній галузі у даному періоді виявити неможливо, оскільки по двох акціях відсутні котирування. Найтісніший взаємозв’язок демонструють акції теплової електроенергетичної галузі.

Порівняння ринкової доходності акцій із коефіцієнтами P/E між досліджуваними емітентами свідчить, що акції з низьким значенням P/E дійсно в середньому дають вищі доходи, але в роки, коли фондовий ринок знаходиться у стадії зростання. На фоні різкого спаду на ринку ми бачимо неординарні результати. Акції з низьким значенням коефіцієнта часто демонструють вищу збитковість від інвестування, ніж у цінні папери зі значно вищим коефіцієнтом P/E. Відзначимо також низку аномальних результатів та випадки абсолютної відсутності взаємозв'язку між аналізованим показником та ринковою доходністю акцій. Тому стратегія інвестування в акції з найнижчим значенням коефіцієнта P/E можуть наражати інвестора на значні ризики.

Інвестиційний портфель, сформований на основі стратегії “Низький P/E”, не є безпечною інвестицією з помірним ризиком. Портфель є більш ризиковим, ніж в середньому ринок, а вищий дохід – це лише компенсація за додатковий ризик. Тому інвестиційна стратегія, що базується на відборі акцій за найменшим значенням коефіцієнта P/E, зумовлює високий ступінь ризику та є недостатньою для прийняття раціональних інвестиційних рішень. Отож у прийнятті інвестиційних рішень щодо інвестиційно привабливих акцій, нераціонально керуватись лише одним фінансовим коефіцієнтом (P/E). Необхідно скористатись додатковими інструментами аналізу з метою формування менш ризикового інвестиційного портфеля.

Загалом формування портфеля на основі врахування тільки специфічного ризику є неефективним. Тому об'єктивною необхідністю є врахування систематичного ризику в комбінації із специфічним.

З метою підвищення оцінки ринкового ризику інвестора, необхідно проаналізувати доходність портфелів, сформованих на основі  $\beta$ -коефіцієнта – індикатора системного ризику. Здійснимо порівняльний аналіз доходності інвестиційних портфелів за критерієм  $\beta$ -коефіцієнт із іншими портфелями. Ринкова доходність акцій дасть можливість встановити відсутність чи наявність взаємозв'язку із систематичним ризиком акцій. Також необхідно визначити, які портфелі краще себе зарекомендують з погляду оптимального співвідношення



“ризик-доходність”. У цьому випадку зробимо більший акцент на максимальній мінімізації ризиків інвестора за рахунок зниження доходності.

У табл. 3.8 наведено необхідні числові дані для здійснення подальшого аналізу.

Таблиця 3.8

**Ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів  
та  $\beta$ -коефіцієнт у 2007 – 2011 роках**

Емітент	Тікер на ПФТС	2007		2008		2009		2010		2011
		$R_{mi}$ , %	$\beta$	$R_{mi}$ , %	$\beta$	$R_{mi}$ , %	$\beta$	$R_{mi}$ , %	$\beta$	$R_{mi}$ , %
<b>Молокопереробна галузь</b>										
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	269,73	1,99	-73,20	0,98	30,32	0,34	94,27	1,34	-42,72
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	KMLK	73,44	0,54	-5,41	0,07	-47,62	-0,53	0,00	0,00	0,00
ВАТ “Шосткинський міськмолкомбінат”	SHMK	14,90	0,11	-17,94	0,24	-24,19	-0,27	-54,29	-0,77	0,00
Середньогалузеве		119,36	0,88	-32,19	0,43	-13,83	-0,15	13,33	0,19	-14,24
<b>Хлібопекарська галузь</b>										
ПАТ “Концерн Хлібпром”	HLPR	385,71	2,85	-85,88	1,16	-12,50	-0,14	0,00	0,00	42,86
ВАТ “Коровай”	KORV	107,00	0,79	-90,05	1,21	-39,05	-0,44	722,58	10,29	-94,12
ВАТ “Кримхліб”	KRHLB	-	-	38,94	-0,52	38,41	0,43	70,00	1,00	-19,85
Середньогалузеве		246,36	1,82	-45,66	0,62	-4,38	-0,05	264,19	3,76	-27,30
<b>Теплова електроенергетична галузь</b>										
ВАТ “Центренерго”	CEEN	299,39	2,21	-78,66	1,06	64,64	0,72	45,12	0,55	-34,30
ВАТ “Західенерго”	ZAEN	132,47	0,98	-26,57	0,36	-25,35	-0,28	69,38	0,99	-56,00
ВАТ “Дніпроенерго”	DNEN	322,34	2,38	-78,22	1,05	24,97	0,28	56,28	0,76	-39,09
Середньогалузеве		251,40	1,86	-61,15	0,82	21,42	0,24	56,93	0,77	-43,13

Джерело: складено автором за [табл. 2.15; додатки У.1, У.2, Т].

З табл. 3.8 видно, що  $\beta$  коливається в діапазоні від “мінус” 0,77 до 10,29. Як відомо, найменш ризиковими є акції, які мають значення коефіцієнта  $\beta$  в діапазоні від 0 до 1. Акції, які володіють значенням в діапазоні від 1 до 2, дають можливість одержати доходність вище ринкової при дещо вищому ступені ризику. Під час відбору до інвестиційного портфеля надаватиметься перевага акціям із меншими значеннями  $\beta$ -коефіцієнта. Використовуючи ці фільтри, сформуємо по два портфеля акцій за підсумками 2007 – 2010 років.

Портфель “Бета 1” – емітенти із значеннями  $\beta$ -коефіцієнта від 0 до 1.

Портфель “Бета 2” – емітенти із значеннями  $\beta$ -коефіцієнта від 1,01 до 2.

При формуванні цих інвестиційних портфелів обираємо серед емітентів

менші значення даного коефіцієнта. У випадку, коли серед запропонованих варіантів відсутні позитивні значення  $\beta$ -коефіцієнта, автором здійснено відбір серед найменших негативних значень.

У табл. 3.9 – 3.12 наведено відповідні портфелі, сформовані за даними табл. 3.8, і розраховано доходність портфелів. Далі порівняємо портфелі акцій за їх ринковою доходністю у 2008 – 2011 роках для визначення найменш ризикового інвестиційного портфеля.

Таблиця 3.9

### Портфелі акцій на основі $\beta$ -коефіцієнта за 2007 рік

Емітент	Тікер на ПФТС	2007		2008
		R <sub>mi</sub> , %	$\beta$	R <sub>mi</sub> , %
<b>Портфель “Бета 1”</b>				
ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”	SHMK	14,90	0,11	13,72
ВАТ “Коровай”	KORV	107,00	0,79	-90,05
ВАТ “Західенерго”	ZAEN	132,47	0,98	-26,57
Середнє		84,79	0,63	-34,30
<b>Портфель “Бета 2”</b>				
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	269,73	1,99	-73,20
Середнє		269,73	1,99	-73,20

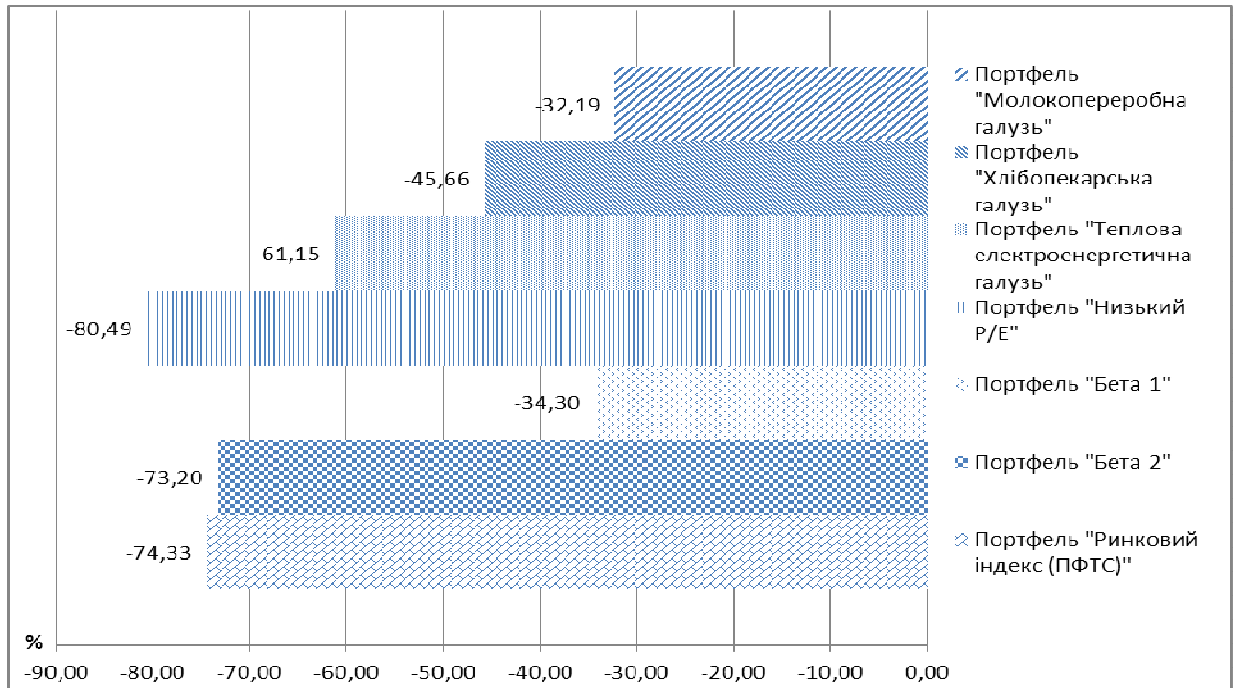
Джерело: [табл. 3.8].

Результати доходності сформованих портфелів представимо у вигляді діаграм відповідно для кожного періоду нашої оцінки (рис. 3.11 – 3.14). Доходність портфелів на основі  $\beta$ -коефіцієнта порівняємо із доходністю портфелів “Низький Р/Е”, “Ринковий індекс (ПФТС)”, галузевими інвестиційними портфелями.

Проаналізувавши рис. 3.11, відзначимо, що портфель “Бета 1” разом із портфелем “Молокопереробна галузь” є одним із найменш збиткових. Це підтверджує правильність відбору на основі  $\beta$ -коефіцієнта. Портфель “Бета 2” навпаки – посідає третє місце по збитковості практично на рівні з портфелем “Ринковий індекс (ПФТС)”.

Отож за результатами 2008 року портфель “Бета 1” є раціональним вибором інвестора. Відзначимо, що у такий портфель потрапили акції ВАТ “Західенерго” із коефіцієнтом бета 0,98, які фактично можуть бути включені і в портфель

“Бета 2”. У такому випадку цей портфель мав змогу знизити збитковість з “мінус” 79,20% до “мінус” 49,89%.



**Рис. 3.11. Доходність портфельів “Бета 1” та “Бета 2” у порівнянні з іншими інвестиційними портфелями в 2008 році**

Розглянемо досліджувані портфелі у наступному періоді.

Таблиця 3.10

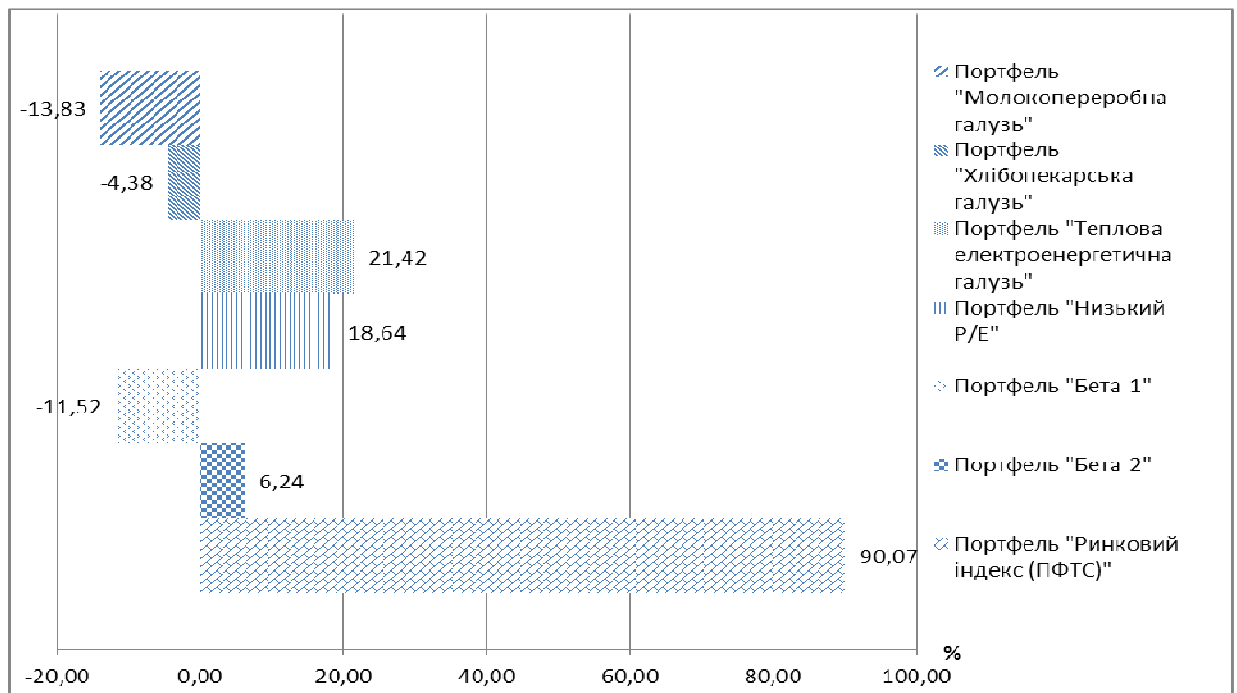
### Портфелі акцій на основі $\beta$ -коефіцієнта за 2008 рік

Емітент	Тікер на ПФТС	2008		2009
		$R_{mi}$ , %	$\beta$	$R_{mi}$ , %
<b>Портфель “Бета 1”</b>				
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	KMLK	-5,41	0,07	-47,62
ВАТ “Кримхліб”	KRHLB	38,94	-0,52	38,41
ВАТ “Західенерго”	ZAEN	-26,57	0,36	-25,35
Середнє		2,32	-0,03	-11,52
<b>Портфель “Бета 2”</b>				
ПАТ “Концерн Хлібпром”	HLPR	-85,88	1,16	-12,50
ВАТ “Дніпроенерго”	DNEN	-78,22	1,05	24,97
Середнє		-54,70	1,11	6,24

Джерело: [табл. 3.8].

За підсумками 2009 року найприбутковішим був портфель “Ринковий індекс (ПФТС)” – 90,07% (рис. 3.12). Портфель “Бета 1” закінчив рік зі збитками 11,52%, що на 101,59% гірше ринку та 30,16% менше портфеля “Низький P/E”.

Портфель “Бета 2” приніс доходність 6,24%, що в 14,43 рази нижче ринкової та майже втричі гірше портфеля по критерію P/E. Серед галузевих портфельів лише портфель “Теплова електроенергетична галузь” отримав ринкову доходність 21,42% – другий результат серед інвестиційних портфельів. Решту галузевих портфельів були збитковими. Портфель “Низький P/E” показав третій результат, однак його доходність порівняно зі ПФТС була в 4,83 рази нижча.



**Рис. 3.12. Доходність портфельів “Бета 1” та “Бета 2” у порівнянні з іншими інвестиційними портфелями в 2009 році**

Отже, за результатами доходності 2009 року портфельі, сформовані на основі критерію ринкового ризику  $\beta$ -коефіцієнта, показали гіршу доходність. Це підтверджує, що за допомогою  $\beta$ -коефіцієнта можна значно усувати ризики, однак не досягнути прийнятної доходності. Звідси робимо висновок, що в умовах зростання фондового ринку України стратегія інвестування на основі  $\beta$ -коефіцієнта володіє низькою ефективністю.

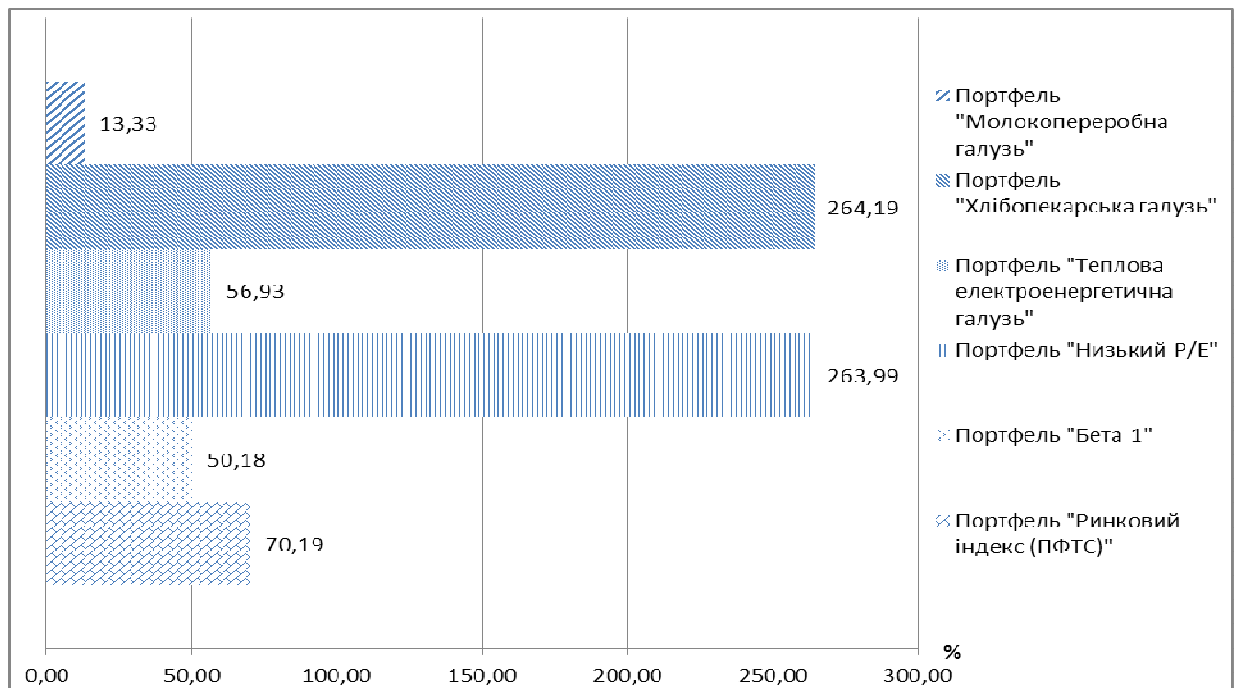
Проаналізуємо ефективність портфельів у 2010 році. Відповідно до значень  $\beta$ -коефіцієнта 2009 року, автор не сформував портфель “Бета 2” (табл. 3.11). Причина – відсутність серед аналізованих емітентів значень більше 1. Варто зазначити про значне галузеве зниження коефіцієнта в цілому та наявність від’ємних значень.

### Портфелі акцій на основі $\beta$ -коефіцієнта за 2009 рік

Емітент	Тікер на ПФТС	2009		2010
		R <sub>mi</sub> , %	$\beta$	R <sub>mi</sub> , %
<b>Портфель “Бета 1”</b>				
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	30,32	0,34	94,27
ВАТ “Кримхліб”	KRHNB	38,41	0,43	0,00
ВАТ “Дніпроенерго”	DNEN	24,97	0,28	56,28
Середнє		31,23	0,35	50,18

Джерело: [табл. 3.8].

Доходність портфельів 2010 року показує, що кращі результати показали портфельі “Хлібопекарська галузь” – 264,19% та “Низький P/E” – 263,99% (рис. 3.13). Портфель “Ринковий індекс (ПФТС)” – посів третє місце із результатом 70,19%. Четверту позицію посів портфель “Теплова електроенергетична галузь” з ринковою доходністю 56,93%. Портфель “Бета 1” із 50,18% лише на 5-й позиції. Його доходність більше як в 5 разів нижча за портфельі-лідери, а також на 39,87% відстає від ринкового портфелья.



**Рис. 3.13. Доходність портфельів “Бета 1” та “Бета 2” у порівнянні з іншими інвестиційними портфельями в 2010 році**

Фактично портфель на основі  $\beta$ -коефіцієнта обійшов аутсайдера – портфель “Молокопереробна галузь”. Отож портфель “Бета 1” за підсумками цього року

продемонстрував мінімальний ризик при мінімальній доходності. Враховуючи вищу доходність ринкового портфеля, результати досліджуваного портфеля за підсумками цього періоду не є оптимальними і такими що задовольняють агресивну стратегію інвестора.

Дослідимо ефективність портфельів “Бета 1” та “Бета 2” у наступному році. Згідно умов відбору нами сформовано наступні інвестиційні портфелі.

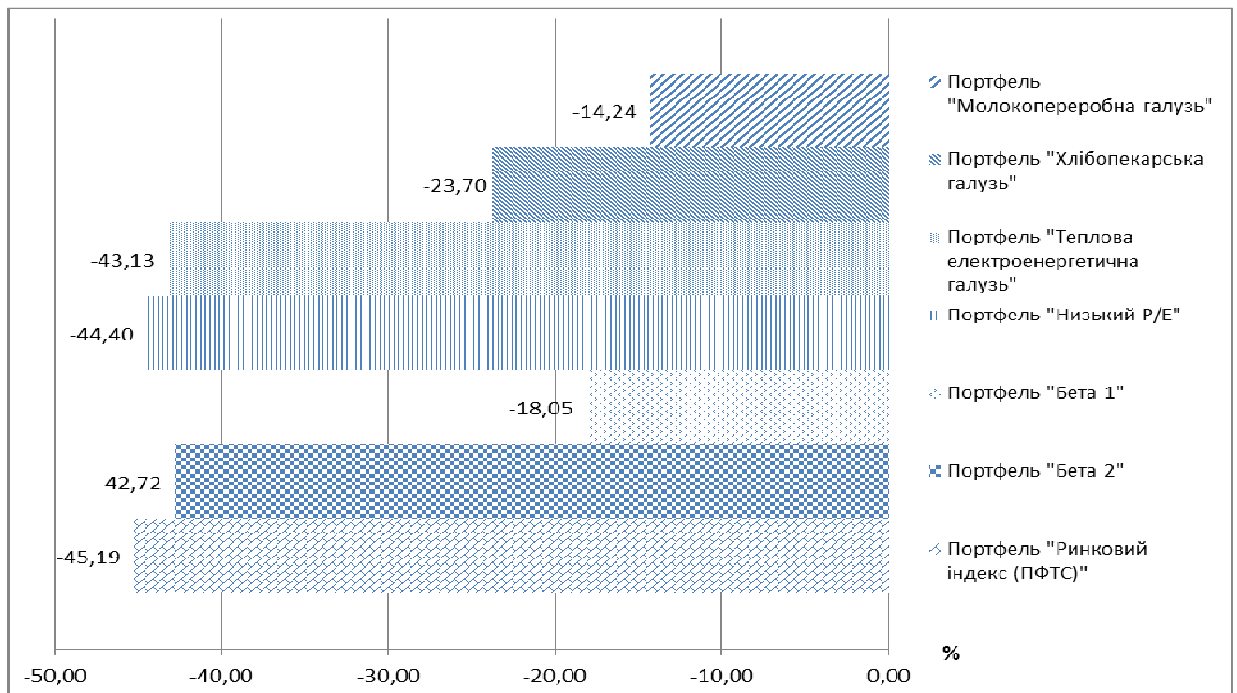
Таблиця 3.12

### Портфелі акцій на основі $\beta$ -коефіцієнта за 2010 рік

Емітент	Тікер на ПФТС	2010		2011
		R <sub>mi</sub> , %	$\beta$	R <sub>mi</sub> , %
<b>Портфель “Бета 1”</b>				
ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”	SHMK	-54,29	-0,77	–
ВАТ “Кримхліб”	KRHLB	70,00	1,00	-19,85
ВАТ “Центренерго”	CEEN	45,12	0,55	-34,30
Середнє		20,28	0,26	-18,05
<b>Портфель “Бета 2”</b>				
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	94,27	1,34	-42,72
Середнє		94,27	1,34	-42,72

Джерело: [табл. 3.8].

У 2011 році всі портфелі збиткові. Згідно ринкової доходності кращим у досліджуваному періоді є портфель “Молокопереробна галузь” (-14,24%) – найменша збитковість за період (рис. 3.14). Друге місце посідає портфель “Бета 1” зі збитковістю 18,05%. Третю позицію займає портфель “Хлібопекарська галузь” (-23,70%). Портфель “Бета 2” – четверте місце (-42,72%). Найбільш збитковими інвестиційними портфелями цього періоду є “Низький P/E” (-44,40%) та “Ринковий індекс (ПФТС)” (-45,19%). В цілому динаміка ринкового портфеля вказує на тенденцію спаду на фондовому ринку. Автор вважає, що портфель “Бета 1” є оптимальним вибором для інвестора у цьому періоді з позиції зниження ризиків інвестування в цінні папери різних галузей. Слід зауважити, що у портфель “Бета 1” потрапили акції ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”, які перестали котируватись на фондовій біржі. Дана ситуація не дала змогу в аналізованому періоді обрати іншого емітента і ймовірно отримати додаткову ринкову доходність для портфеля.



**Рис. 3.14. Доходність портфельів “Бета 1” та “Бета 2” у порівнянні з іншими інвестиційними портфелями в 2011 році**

Отже, у період різкого спаду на фондовому ринку 2008 року всі портфелі були збитковими, підтвердивши залежність ринку цінних паперів від світової економіки та макроекономічного стану країни. Проте найкраще показав себе портфель “Бета 1” ( $\beta$  від 0 до 1), який зазнав збитків, що в 2,16 рази менше збитків за індексний портфель, в 2,34 рази від портфеля “низький коефіцієнт P/E” та 2,13 рази – портфеля “Бета 2”. В цілому серед портфельів “Бета 1” та “Бета 2” протягом досліджуваного періоду кращим був “Бета 1”. За результатами 2008 та 2010 років він був оптимальним з погляду зниження ризиків інвестування, хоча не завжди досягав прийняттого рівня доходності.

Загалом дисертантом виявлено істотну перевагу  $\beta$ -коефіцієнта – портфель 2007 року, який у рік спаду (2008 рік) дозволив зазнати найменших збитків. Однак у період зростання фондового ринку (2009 – 2010 роки) портфелі “Бета 1” та “Бета 2” були значно гіршими по ринковій доходності. У 2011 році портфель “Бета 1” демонструє переваги стратегії в період спаду на фондовому ринку.

Формування портфельів акцій на основі певної інвестиційної стратегії насамперед залежить від глобальних економічних тенденцій та макроекономічної ситуації в країні. Аналіз діаграм на рис. 3.11- 3.14 демонструє ефективність різних

інвестиційних стратегій залежно від тенденцій на фондовому ринку. Тому кожен портфель цінних паперів відзначається індивідуальною ефективністю залежно від ситуації на зовнішньому ринку капіталу, макроекономічної ситуації в країні, розвитку галузі та фінансового стану окремого емітента.

Формування ефективного інвестиційного портфеля цінних паперів на базі лише одного показника неефективне та значно підвищує ризики інвестора. Ризики збитковості портфеля зростають при врахуванні лише ринкового або індивідуального ризику. На прикладі формування портфеля акцій на основі стратегії “Низький P/E” з’ясовано, що залежно від галузі економіки та етапу економічного циклу ефективність портфеля значно змінюється. Емпірично підтверджено, що для більшої ефективності формування портфеля слід враховувати й інші фактори. Важливим є застосування  $\beta$ -коефіцієнта як індикатора систематичного ризику цінного паперу. Відзначимо, що з використанням цього коефіцієнта можна вдало сформувані безпечні портфелі у період біржових спадів (портфелі з низькою доходністю та мінімальними збитками). Однак з погляду доходності він дає гірші результати в роки зростання фондового ринку.

Для формування ефективного інвестиційного портфеля та раціонального відбору акцій з найбільшою інвестиційною привабливістю актуальним є розробка нового інструмента аналізу, який дозволить інтегрувати засоби зниження як систематичного, так і специфічного ризиків окремого емітента. Такий показник повинен використовувати більшу кількість змінних з метою підвищення об’єктивності у виборі недооцінених акцій. Це дасть змогу значно підвищити якість інвестиційного портфеля цінних паперів.



### **3.2 Удосконалення методики рейтингового аналізу інвестиційної привабливості акцій як інструмент підвищення якості інвестиційного портфеля**

Досліджуючи моделі, що описують взаємозв'язок між ризиком та доходністю цінного паперу, встановлено, що найпопулярнішою моделлю для формування портфеля цінних паперів є CAPM.

У CAPM є два обмеження. В її основі теоретичний ринковий портфель, який включає всі активи (нерухомість, закордонні акції і т.п.) та розглядає очікувані, а не фактичні ставки доходності. Для реалізації на практиці теорії CAPM, автори праці “Принципи інвестицій” З. Боді, А. Кейн та А. Дж. Маркус [3] надали їй форму індексної моделі та використали фактичні, а не очікувані ставки доходності.

В індексній моделі для відображення макроекономічних факторів використовують не теоретичний ринковий портфель, а фактичні портфелі акцій. Перевага індексних моделей у тому, що конкретний склад та доходність індексу носять однозначний характер та легко піддаються розрахунку.

На відміну від індексної моделі, CAPM цілком заснована на понятті “ринкового портфеля”. Проте, оскільки більшість із активів не продаються і не купуються, інвестори не можуть мати повного доступу до ринкового портфелю навіть тоді, коли визначають його точний склад. Доктрина, на якій базується CAPM, є занадто теоретичною та досить віддаленою від реального бізнесу. Однак результати, які вона прогнозує, наближають явища реального світу з достатньою точністю [18, с. 369].

Ще один аспект CAPM полягає у тому, що на її основі можна спрогнозувати взаємозв'язок між очікуваними ставками доходності, тоді як можна спостерігати лише досягнуті (за минулий період) ставки доходності за період володіння активами. Фактичні ставки доходності за конкретний період рідко збігаються з початковими очікуваннями (практично взагалі не збігаються).

У дослідженні вітчизняних вчених Л. Долінського та Д. Стащук зроблено висновок, що розраховані коефіцієнти рівняння однофакторної моделі У. Шарпа для акцій вітчизняних компаній характеризуються низьким ступенем довіри. В основному це стосується коефіцієнта  $\alpha$ . Коефіцієнт  $\beta$  має більшу точність і може бути використаний для прогнозування у випадках окремих акцій [268, с. 16].

Тому, враховуючи вищенаведене, для переходу від моделі, заснованої на очікуваних значеннях змінних (див. формулу (1.1)), до моделі, заснованої на фактичній доходності, використаємо індексну модель. Почнемо з визначення рівняння регресії з одним індексом, вираженим за допомогою індексної моделі надлишкової доходності, яку можна представити так [18, с. 325]:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i, \quad (3.1)$$

де  $\alpha_i$  – надлишкова доходність акції  $i$ ;

$\beta_i$  –  $\beta$ -коефіцієнт акції  $i$ ;

$R_m$  – доходність ринкового індексу;

$e_i$  – компонент доходності конкретної фірми (специфічний ризик).

Рівняння (3.1) вказує на два джерела ризику: ринковий ( $\beta_i R_m$ ) та специфічний для конкретної фірми ( $e_i$ ). Отже, в цій моделі сумарна зміна доходності конкретної акції залежить від вищенаведених двох компонентів.

Розглянувши модель CAPM та індексну модель надлишкової доходності для формування портфеля цінних паперів, зроблено висновок, що у моделях не достатньо розглядаються конкретні фактори, які впливають на специфічний ризик акцій емітентів та їх інвестиційну привабливість. Чинник специфічного ризику  $e_i$  не конкретизований у моделях, йому не приділяють належної уваги. Спираючись на висновки, зроблені у попередньому розділі роботи та на дослідження ефективності портфелів, сформованих за допомогою коефіцієнта P/E та  $\beta$ -коефіцієнта, бачимо, що актуальним є розробка нового інструмента аналізу інвестиційної привабливості акцій. Ця нова модель повинна враховувати як ряд специфічних чинників ризику, що базуються на результатах фінансової звітності діяльності емітента, так і систематичний ризик (вплив ситуації в світовій економіці, стану економіки країни та становище в галузі досліджуваної компанії).

Опираючись на індексну модель CAPM, власні розрахунки та виявлені у процесі проведення аналізу взаємозв'язки між фінансовими коефіцієнтами та ринковою доходністю акцій, розроблено модель рейтингу інвестиційної привабливості акцій (далі – рейтинг  $R_s$ ). Модель побудована на базі концепції індексної моделі надлишкової доходності, тобто врахування системного та специфічного ризиків, і представлена дисертантом так:

$$R_s = M_i + I_i \quad (3.2)$$

де,  $R_s$  – рейтинг інвестиційної привабливості акцій емітента (рейтинг  $R_s$ );

$M_i$  – сума балів за ринковим ризиком акцій;

$I_i$  – сума балів за індивідуальним ризиком акцій.

Принцип розрахунку рейтингу  $R_s$  побудований на основі бального методу. Рейтинг акцій емітента розраховують сумуванням двох ключових ризиків, що впливають на ринкову доходність акції. Фактор  $M_i$ , який показує вплив ризиків фондового ринку та галузі емітента на доходність цінного паперу. Чинник  $I_i$  – відповідно показує вплив індивідуального ризику емітента (фінансових результатів компанії) на ринкову доходність на основі результатів розрахованих фінансових коефіцієнтів. За кожною із двох змінних запропонованої моделі емітент акцій може одержати бали від 0 до 7. Сумарна максимальна кількість балів, яку емітент може отримати – 14.

Значення фактора  $M_i$  відображає ступінь впливу двох факторів системного ризику –  $\beta$ -коефіцієнта та ринкової доходності акції за період ( $R_{mi}$ ). У формулі  $\beta$ -коефіцієнт відображає коваріацію між динамікою ціни акції та фондовим індексом (індекс ПФТС). Ґрунтуючись на висновках, сформульованих при аналізі та порівнянні  $\beta$ -коефіцієнта досліджуваних галузей та формування портфелів “Бета 1” та “Бета 2”, розроблено систему присвоєння балів (табл. 3.13). Так, найвищий бал 3,5 присвоюють акціям,  $\beta$ -коефіцієнт яких перебуває в діапазоні від 0 до 0,50, що сигналізує про найменші ризики інвестування при зростанні або зниженні фондового ринку. Діапазон  $\beta$ -коефіцієнта від 0,51 до 1,00 свідчить про помірні ризики інвестування при вищій ринковій доходності. Емітенту з таким  $\beta$ -коефіцієнтом присвоюється 3 бали. Діапазони від 1,01 до 1,50 та 1,51 – 2,00

свідчать про пропорційне зростання ризиків та доходності і, відповідно, емітент одержує 2,5 або 1,5 бали.

Таблиця 3.13

### Порядок присвоєння балів для $\beta$ -коефіцієнта

Діапазон значень $\beta$ -коефіцієнта акції	Бал
0 – 0,50	3,5
0,51 – 1,00	3
1,01 – 1,50	2,5
1,51 – 2,00	1,5
>2,00	0

Акціям із  $\beta$ -коефіцієнтом, що перевищує значення 2,00 присвоюється 0. Ці акції, як відомо, несуть значно вищі ризики інвестування. Знак мінус в  $\beta$ -коефіцієнті оцінюють аналогічно до вищенаведеної шкали. При виборі акцій перевагу надається емітенту із додатнім значенням  $\beta$ -коефіцієнта.

Присвоєння балів за результатами ринкової доходності базується на двох взаємозв'язках, виявлених автором в процесі дослідження. По-перше, чим вища ринкова доходність акції та доходність фондового ринку (індекс ПФТС), тим більша ймовірність, що цей цінний папір у наступному періоді принесе меншу доходність і навпаки. Наприклад, акції ВАТ “Житомирський маслозавод” у 2007 році мали ринкову доходність 269,73%, акції ВАТ “Кременчуцький міськмолочозавод” 73,44%, а ринкова доходність (індекс ПФТС) 135,34%. У 2008 році збитковість акцій становила -73,20% та -5,41% відповідно, падіння фондового ринку -74,33%. Варто зазначити, що цей зв'язок існує не стовідсотково у всі періоди та у всіх емітентів, однак у більшості.

Друга взаємозалежність – доходність акцій порівняно із середньою доходністю акцій галузі цього емітента за аналізований період. У проведеному вище дослідженні автор, поряд з портфелями на основі  $\beta$ -коефіцієнта та P/E, здійснив порівняння із доходністю портфелів, сформованих лише з компаній певної галузі. Здійснена оцінка довела, що галузеві портфелі можуть мати різну доходність, часто демонструючи високу ефективність. Так, у 2007 році

аналізовані акції молокопереробної галузі мали вдвічі нижчу галузеву доходність, ніж хлібопекарська та тепла електроенергетична галузі. За підсумками 2008 року, молокопереробна галузь зазнала найменших збитків за ринковою доходністю (-32,19%) серед порівнюваних галузей (хлібопекарська -45,66, тепла електроенергетика -61,15%) та й фондового індексу (-74,33%) також. У 2009 році тільки тепла електроенергетика дозволяла одержати позитивну доходність у 21,42%. За підсумками 2010 року усі галузеві портфелі показали позитивну доходність, але лише портфель акцій хлібопекарської галузі показав високу доходність – 266,57%. У 2011 році лідером знову є хлібопекарська галузь – 15,93%. Базуючись на вищезазначеному, запропоновано таку систему присвоєння балів.

Таблиця 3.14

**Порядок присвоєння балів для ринкової доходності акцій ( $R_{mi}$ )**

Діапазон значень $R_{mi}$	Бал
+ $R_{mi} > R_m$ + $R_{mi} > R_b$	0,5
+ $R_{mi} > R_m$ + $R_{mi} < R_b$	1,5
+ $R_{mi} < R_m$ + $R_{mi} > R_b$	2,5
+ $R_{mi} < R_m$ + $R_{mi} < R_b$	3,5
- $R_{mi} < R_m$ - $R_{mi} < R_b$	0,5
- $R_{mi} < R_m$ - $R_{mi} > R_b$	1,5
- $R_{mi} > R_m$ - $R_{mi} < R_b$	2,5
- $R_{mi} > R_m$ - $R_{mi} > R_b$	3,5

У табл. 3.14:  $R_{mi}$  – ринкова доходність акції емітента,  $R_m$  – доходність ринкового індекса (ПФТС),  $R_b$  – середньозважена доходність акцій певної галузі. За величину  $R_b$  у дисертації прийнято розрахунок середнього значення серед досліджуваних акцій емітентів галузі. Порядок присвоєння балів передбачає використання негативних значень доходності (збитковості) акцій.

Фактор  $I_i$  відображає міру впливу 2 груп факторів індивідуального ризику:

- 1) коефіцієнтів, що показують взаємозв'язок між ринковою ціною акцій емітента та його фінансовими результатами (P/B, P/E, P/S, P/CF);
- 2) коефіцієнтів доходності власного капіталу (ROE, ROA, ROI).

Присвоєння балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF відбувається окремо для кожного. Це пов'язано з тим, що дослідження ефективності їх застосування засвідчує різний ступінь взаємозв'язку з ринковою доходністю акцій. Система присвоєння балів для цих показників розроблена на підставі узагальнених висновків за підсумками аналізу фінансових коефіцієнтів досліджуваних галузей.

У табл. 3.15 узагальнено алгоритм присвоєння балів для фінансових коефіцієнтів на основі ринкової ціни акції.

Таблиця 3.15

### Порядок присвоєння балів для фінансових коефіцієнтів на основі ринкової ціни акції

Коефіцієнт	Діапазон значень	Бал
P/B	$P/B_i < 1$	1
	$P/B_i > 1$ ; $P/B_1 < P/B_0$	0,5
	$P/B_i > 1$ ; $P/B_1 > P/B_0$	0
P/E	$P/E_1 < P/E_0$	0,5
	$P/E_1 > P/E_0$	0
	$P/E_i < P/E_{bm}$	0,5
	$P/E_i > P/E_{bm}$	0
P/S	0 – 0,50	1,5
	0,51 – 1,00	1
	> 1	0
P/CF	$P/CF_i < P/E_i$	0,25
	$P/CF_i > P/E_i$	0
	$P/CF_i = P/CF_{bmin}$	0,25
	$P/CF_i > P/CF_{bmin}$	0

За кожний із коефіцієнтів емітент може отримати бали в діапазоні від 1,5 до 0, а сумарно по цій групі – 4 бали.

Розглянемо детальніше порядок присвоєння балів для коефіцієнтів, що відображають взаємозв'язок між ринковою ціною акцій емітента та його фінансо-

вими результатами.

За коефіцієнтом  $P/B$  1 бал отримується у випадку, коли значення менше 1 та сигналізує про недооцінку акцій ринком. Коли значення поточного коефіцієнта ( $P/B_1$ ) менше попереднього ( $P/B_0$ ) і перевищує 1, то емітент одержує 0,5 бала. А якщо значення  $P/B$  перевищує 1 та  $P/B_1 > P/B_0$ , тоді присвоюється 0 балів.

Для коефіцієнта  $P/E$  автор застосував досліджену взаємозалежність між цим коефіцієнтом попереднього та звітнього року. Так, коли значення показника знижуються у звітньому році, то доходність акцій зростає. У цьому випадку акціям емітента присвоюється 0,5 бала, а коли навпаки – 0 балів. Відповідно до іншого аспекту – взаємозв'язку, коли значення коефіцієнта менше за середньогалузеве ( $P/E_{bm}$ ), то котирування акцій зростають вище середнього. Однак тут є особливості. Цей взаємозв'язок наявний не у всіх емітентів та відрізняється в залежності від аналізованого періоду. Також у кожній галузі проявляється по-різному. Однак він існує, тому за менше значення прийнято присвоювати 0,5 бала ( $P/E_i < P/E_{bm}$ ), а за перевищення середньогалузевого ( $P/E_i > P/E_{bm}$ ), – 0 балів. Сумарно по цьому коефіцієнту можна присвоїти 1 бал.

Найкраще корелює із ринковою доходністю акцій коефіцієнт  $P/S$ , тому за цим показником присвоюється максимальний бал – 1,5. Оскільки найкращі результати ринкової доходності у емітентів, в яких значення показника знаходиться у діапазоні від 0 до 0,5, тоді їм можна присвоїти максимальний бал – 1,5. Посереднім значенням цього коефіцієнта, які перебувають в діапазоні від 0,5 до 1, відповідає 1 бал за шкалою. У випадку перевищення коефіцієнтом  $P/S$  цифри 1 – результати ринкової доходності компаній стають гіршими, а емітенту присвоюється 0 балів.

Порівняльний аналіз фінансового коефіцієнта  $P/CF$  із коефіцієнтом  $P/E$  компаній усіх галузей не призвів до однозначних результатів і показав низьку ефективність. Однак стосовно компанії ВАТ “Коровай” був об’єктивним. Тому його теж необхідно враховувати при оцінці специфічного ризику. Однак його вага у шкалі знижена до 0,5 бала максимум. У випадку, коли  $P/CF_i < P/E_i$  присвоюється 0,25, а у протилежному – 0 балів. Ще 0,25 бала присвоюється, коли коефіцієнт

$P/CF$  є найменшим серед компаній галузі ( $P/CF_1 = P/CF_{bmin}$ ).

Присвоєння балів для негативних значень коефіцієнтів  $P/B$ ,  $P/E$ ,  $P/S$ ,  $P/CF$  відбувається по цих самих фільтрах в абсолютних значеннях.

Для коефіцієнтів доходності власного капіталу теж існує порядок присвоєння балів. Так, коли значення показника ( $ROE$ ,  $ROA$ ,  $ROI$ ) є позитивним та засвідчує реінвестування у власний капітал, то присвоюється 1 бал. У випадку негативного значення відповідно – 0 балів (табл. 3.16). Максимальне значення по цій групі коефіцієнтів – 3 бали.

Таблиця 3.16

#### Порядок присвоєння балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Значення показника	Бал
+ ROE, ROA, ROI	1
- ROE, ROA, ROI	0

Проведемо апробацію рейтингу інвестиційної привабливості акцій на прикладі акцій досліджуваних емітентів. У табл. 3.17 – 3.19 представлено необхідні значення показників та здійснено розрахунки для кожної групи показників ВАТ “Житомирський маслозавод” за період з 2007 по 2010 роки.

Таблиця 3.17

#### Розрахунок балів для фактора $M_i$ ВАТ “Житомирський маслозавод”

Показник	Сим -вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	1,99	0,88	0,98	0,43	0,34	-0,15	1,34	0,19	1,5	3	3,5	2,5
Ринкова доходність	$R_{mib}$ %	269,73	119,36	-73,20	-32,19	30,32	-13,83	94,27	13,33	0,5	1,5	2,5	0,5
Індекс ПФТС	$R_{m^*}$ %	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. 2.21; табл. 3.8].

З табл. 3.17 видно, що акції ВАТ “Житомирський маслозавод” після переоцінки ринком у 2007 році поступово набувають вищого рівня інвестиційної привабливості. Так,  $\beta$ -коефіцієнт знизився із 1,99 до 0,34, і, відповідно бал зріс з 1,5 до 3,5. Аналогічно ринкова доходність цінного паперу різко знизилась, а бал за цей індикатор зріс від 0,5 до 2,5 (2007 – 2009 роках). Однак за підсумками 2010 року відбувається різке зниження інвестиційної привабливості цих акцій.



Далі здійснимо розрахунок балів для фактора  $I_i$ .

Таблиця 3.18

### Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

#### ВАТ “Житомирський маслозавод”

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	1,31	4,03	3,73	0,89	2,40	0,93	1,39	1,54	1,31	0	1	1	0
P/E	4,99	16,86	69,94	3,55	-6,84	3,46	-2,81	7,50	3,23	0,5	1	0,5	0
P/S	0,43	1,19	0,93	0,26	0,50	0,28	0,44	0,38	0,31	0	1,5	1,5	1,5
P/CF	3,59	19,75	11,69	3,05	1,07	6,74	0,84	-48,83	2,29	0	0,25	0	0

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{\text{bmin}}$ .

Джерело: [табл. 2.19; табл. 2.20].

Аналізуючи табл. 3.18, відзначимо, що згідно балів за коефіцієнти цієї групи акцій ВАТ “Житомирський маслозавод” за підсумками 2007 року (0,5 бала) акції були нецікавими для інвестування. В 2008 році вони мали найбільшу інвестиційну привабливість (3,75 бала), яка у 2009 децю знизилась. Відповідно 1,5 бала за 2010 рік вказує на погіршення фінансового стану емітента.

Здійснимо оцінку ефективності управління компанією власним капіталом із присвоєнням відповідних балів для розрахунку рейтингу інвестиційної привабливості акцій ВАТ “Житомирський маслозавод”.

Таблиця 3.19

### Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

#### ВАТ “Житомирський маслозавод”

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	галузі	акції	галузі	Акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	16,72	8,14	17,78	-11,37	19,71	12,26	14,90	22,02	1	1	1	1
ROA, %	10,65	4,73	11,34	-1,99	13,65	4,55	8,23	9,59	1	1	1	1
ROI, %	16,72	8,02	17,78	-4,44	17,71	12,32	10,84	20,29	1	1	1	1

Джерело: [табл. 2.22].

Позитивні бали 2007 – 2010 років засвідчують високу ефективність менеджменту компанії в управлінні власним капіталом.

У підсумку здійснимо розрахунок рейтингу інвестиційної привабливості для ВАТ “Житомирський маслозавод” за період з 2007 по 2010 роки.

Таблиця 3.20

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Житомирський маслозавод”

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	2	4,5	6	3
Індивідуальний ризик	$I_i$	3,5	6,75	6	4,5
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	5,5	11,25	12	7,5

Джерело: [табл. 2.17 – 2.19].

Розрахунки рейтингу  $R_s$  решти досліджуваних емітентів наведено в додатках Ф.1 – Ф.8.

В табл. 3.21 зведено рейтинги інвестиційної привабливості акцій усіх аналізованих емітентів. Для здійснення порівняння наведено ринкову доходність кожного емітента за періоди дослідження.

Таблиця 3.21

Рейтинг  $R_s$  та ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів

Емітент	Тікер на ПФТС	2007		2008		2009		2010		2011
		$R_{mi}, \%$	$R_s$	$R_{mi}, \%$	$R_s$	$R_{mi}, \%$	$R_s$	$R_{mi}, \%$	$R_s$	$R_{mi}, \%$
<b>Молокопереробна галузь</b>										
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	269,73	5,5	-73,20	11,25	30,32	12	94,27	7,5	-42,72
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	KMLK	73,44	11,25	-5,41	6,5	-47,62	12,5	0,00	5,25	0,00
ВАТ “Шосткінський міськмолкокомбінат”	SHMK	14,90	11,5	-17,97	5,5	-24,19	9	-54,29	12,5	0,00
<b>Хлібопекарська галузь</b>										
ПАТ “Концерн Хлібпром”	HLPR	385,71	3,5	-85,88	8,5	-12,50	9,25	0,00	5,75	42,86
ВАТ “Коровай”	KORV	107,00	12	-90,05	9,75	-39,05	13,5	722,58	4,25	-94,12
ВАТ “Кримхліб”	KRHLB	-	12,25	38,94	5,75	38,41	11,25	70,00	10,75	-19,85
<b>Теплова електроенергетична галузь</b>										
ВАТ “Центрэнерго”	CEEN	299,39	3,75	-78,66	8,5	64,64	7	45,12	11	-34,30
ВАТ “Західенерго”	ZAEN	132,47	9,5	-26,57	5,75	-25,35	9,25	69,38	5,75	-56,00
ВАТ “Дніпроенерго”	DNEN	322,34	4,5	-78,22	8,5	24,97	7,5	56,28	10	-39,09

Джерело: [табл. 3.7; табл. 3.17; табл. 3.20; додатки Ф.1 – Ф.8].

Серед акцій молокопереробної галузі за усі періоди лише по одному випадку найбільше значення не вказало на кращого емітента за критеріями сформованого портфеля. Це підприємство – ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” за підсумками ринкової доходності 2010 року. Однак рейтинг 12 балів у акцій ВАТ “Житомирський маслозавод” показав ефективність вибору за рейтингом  $R_s$ .

Оцінка даних хлібопекарської галузі виявила дві помилки серед 12 порівнянь в рекомендаціях рейтингу  $R_s$ . Перша – найвище значення (9,75 бала) ВАТ “Коровай” у 2008 році вказало на збиткові акції за результатами ринкової доходності 2009 року. Проте вже у 2010 році акції цього емітента принесли наддоходність – 722,58%, а рейтинг  $R_s$  2009 року (13,5 бала) вказував на високу інвестиційну привабливість акцій цього емітента. Друга помилка – високе значення рейтингу  $R_s$  ВАТ “Кримхліб” вказало на посередній результат по ринковій доходності. В цілому відзначимо, що різкі коливання ринкової доходності акцій цієї галузі пов’язаної з надто низьким рівнем їхньої ліквідності. Це, відповідно, значно знижує об’єктивність та достовірність розрахунків рейтингу  $R_s$ .

Аналіз взаємозв'язку між рейтингом  $R_s$  та ринковою доходністю емітентів теплової електроенергетики демонструє найкращі результати. Вище значення об’єктивно вказувало на кращу доходність та помірний ризик і навпаки. У цій ситуації важливу роль відіграє те, що акції цієї галузі є одними із найбільш ліквідних на вітчизняному фондовому ринку. Вони належать до так званих “блакитних фішок”.

Порівняльний аналіз рейтингу  $R_s$  із ринковою доходністю акцій наступного періоду підтвердив, що найвищий бал вказує на найбільшу інвестиційну привабливість акцій емітента.

У підсумку сформуємо портфелі акцій згідно з рейтингом інвестиційної привабливості акцій з найбільшим значенням (портфель “Рейтинг  $R_s$ ”), відібравши по одній компанії з галузі за результатами 2007 – 2010 років (табл. 3.22 – 3.25). Одержані інвестиційні портфелі порівняємо з іншими портфелями: “Низький P/E”, “Бета 1”, “Бета 2”, “Ринковий індекс (ПФТС)”, “Теплова електроенергетична галузь”, “Хлібопекарська галузь”, “Молоко-переробна галузь”.

Отож за результатами розрахунків 2007 року сформуємо інвестиційний портфель “Рейтинг  $R_s$ ”.

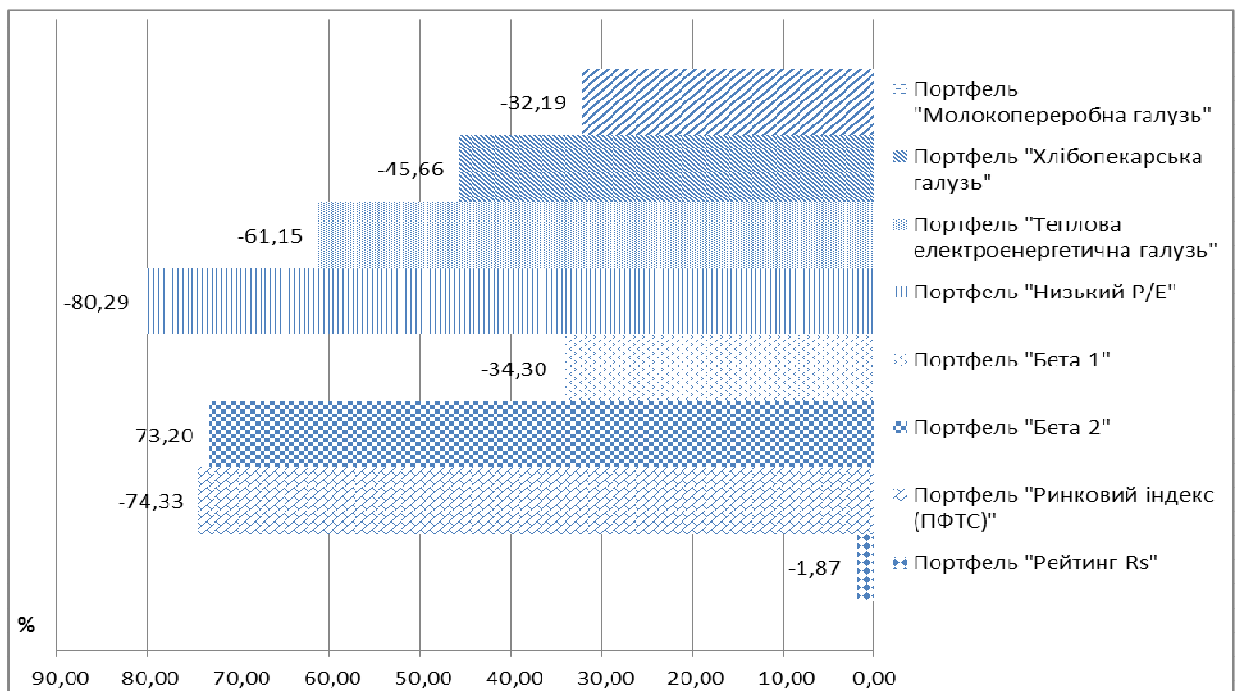
### Портфель “Рейтинг $R_s$ ” за результатами 2007 року

Емітент	Тікер на ПФТС	2007	2008	
		$R_s$	$R_{mi}$ , %	$R_s$
ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод”	KMLK	11,5	-17,41	5,5
ВАТ “Кримхліб”	KRHLCB	12,25	38,94	5,75
ВАТ “Західенерго”	ZAEN	9,5	-26,57	5,75
Середнє		11,08	-1,87	5,66

Джерело: [табл. 3.21].

Продемонструємо доходність аналізованих портфельів на діаграмах та здійснимо оцінку їх ефективності.

В умовах різкого зниження котирувань цінних паперів на світових та вітчизняному фондових ринках у другій половині 2008 року сформований портфель максимально мінімізував збитки. За підсумками року портфель “Рейтинг  $R_s$ ” володів найнижчою збитковістю – 1,87%.



**Рис. 3.16. Доходність портфеля “Рейтинг  $R_s$ ” та інших інвестиційних портфельів за 2008 рік**

Таким чином, за допомогою рейтингу інвестиційної привабливості акцій сформовано ефективний інвестиційний портфель, який дав змогу значно знизити ризику інвестування у період біржового спаду на фондових ринках.

Сформуємо наступний інвестиційний портфель “Рейтинг  $R_s$ ” за підсумками 2008 року та проаналізуємо його ефективність.

Таблиця 3.23

### Портфель “Рейтинг $R_s$ ” за результатами 2008 року

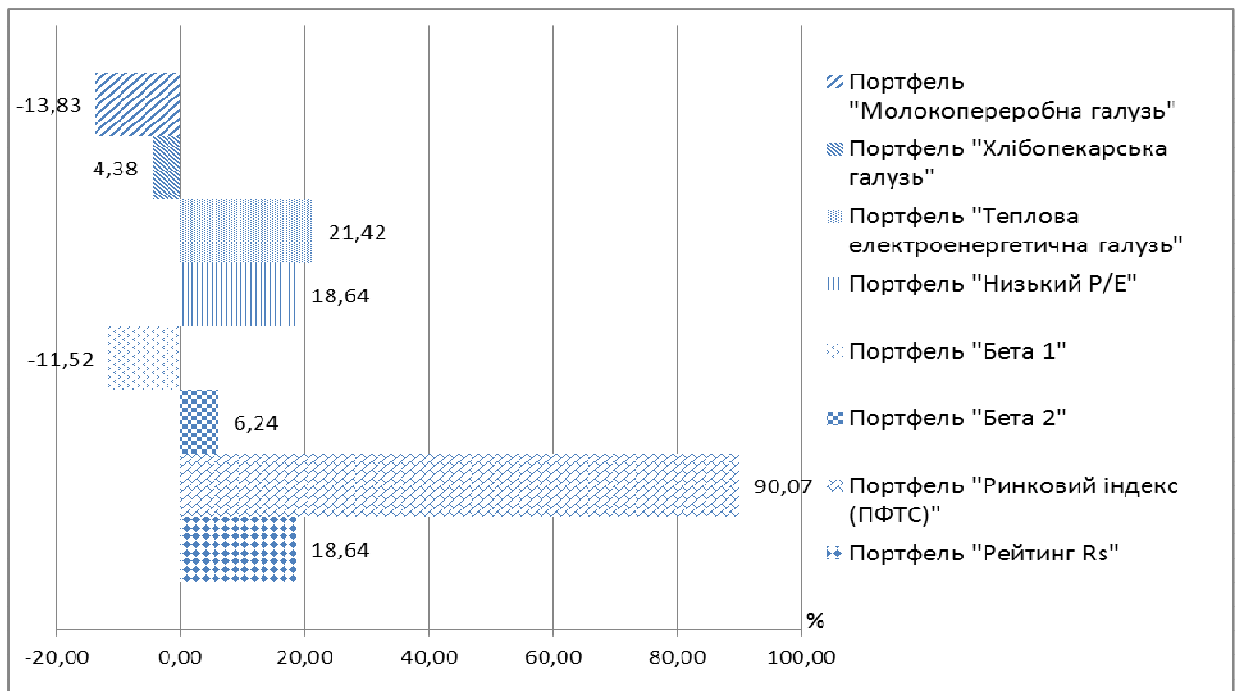
Емітент	Тікер на ПФТС	2008	2009	
		$R_s$	$R_{mi}$ , %	$R_s$
ВАТ “Житомирський маслозавод”	ZHMZ	11,25	30,32	12
ВАТ “Коровай”	KORV	9,75	-39,05	13,5
ВАТ “Центренерго”	CEEN	8,5	64,64	7
Середнє		9,83	18,64	10,83

Джерело: [табл. 3.21].

Під час формування цього портфеля акції ВАТ “Центренерго” та ВАТ “Дніпроенерго” отримали однаковий бал згідно рейтингу  $R_s$  – 8,5. Коли здійснити порівняння коефіцієнтів обох емітентів по фактору  $I_i$ , то виявляється, що ВАТ “Центренерго” за коефіцієнтами  $P/B$ ,  $P/E$ ,  $P/S$  володіє кращими значеннями у порівнянні з ВАТ “Дніпроенерго”. Тому в портфель було включено акції ВАТ “Центренерго”.

Результати доходності сформованого портфеля у 2009 році посередні, але прийнятними стосовно доходності. Досліджуваний портфель значно поступився портфелю “Ринковий індекс (ПФТС)” – 90,07% (1 місце). Друге місце зайняв портфель “Теплова електроенергетична галузь” – 21,42%. Третє місце портфелі “Низький  $P/E$ ” та “Рейтинг  $R_s$ ” (рис. 3.17). Фактично обидва портфелі були ідентичними. У цьому випадку абсолютно різні за підходами інвестиційні стратегії обрали однакових емітентів цінних паперів.

В цілому портфель “Рейтинг  $R_s$ ” у цьому періоді дозволив об’єднати у собі оптимальних емітентів з погляду системного ризику (обійшовши в доходності портфелі “Бета 1” та “Бета”) та водночас ввести у портфель акції із вищою доходністю (портфель “Низький  $P/E$ ”). Нижчу доходність у порівнянні з портфелем “Ринковий індекс (ПФТС)”, на думку автора, можна аргументувати відмінністю у кількості акцій емітентів портфелях – 3 та 10 відповідно.



**Рис. 3.17. Доходність портфеля “Рейтинг  $R_s$ ” та інших інвестиційних портфельів за 2009 рік**

Сформуємо портфель “Рейтинг  $R_s$ ”, ввівши у склад акції кращих емітентів згідно результатів розрахунків за підсумками 2009 року. Оцінимо ефективність застосування рейтингу інвестиційної привабливості у цьому періоді.

*Таблиця 3.24*

**Портфель “Рейтинг  $R_s$ ” за результатами 2009 року**

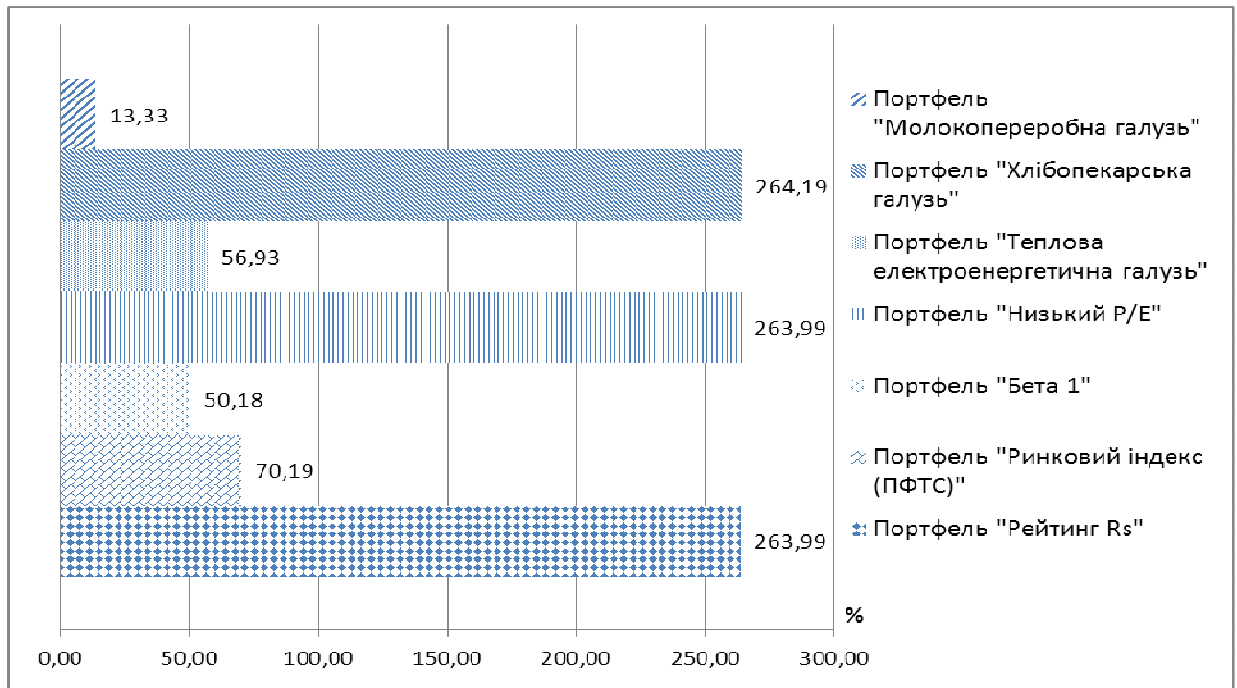
Емітент	Тікер на ПФТС	2009	2010	
		$R_s$	$R_{mi}, \%$	$R_s$
ВАТ "Кременчуцький міськмолокозавод"	KMLK	12,5	0,00	5,25
ВАТ "Коровай"	KORV	13,5	722,58	4,25
ВАТ "Західенерго"	ZAEN	9,25	69,38	5,75
Середнє		11,75	263,99	5,08

Джерело: [табл. 3.21].

Перше місце зайняв портфель “Хлібопекарська галузь”(264,19%). Портфелі “Рейтинг  $R_s$ ” та “Низький P/E” завершили 2010 рік з однаковою доходністю – 263,99% (рис. 3.18). Фактично із різницею в 0,20%, розділивши перше місце із хлібопекарською галуззю. Це пояснюється ідентичністю акцій емітентів, які входять у ці портфелі.

У 2010 році, згідно рейтингу інвестиційної привабливості акцій, у портфель

ввійшли акції, характерні для агресивної стратегії “Низький P/E”. Це підтверджує правильність відбору недооцінених акцій в період зростання фондового ринку. Решту портфелів володіли доходністю у 3,5 – 5 разів нижчою.



**Рис. 3.18. Доходність портфеля “Рейтинг R<sub>s</sub>” та інших інвестиційних портфелів за 2010 рік**

Сформуємо інвестиційний портфель “Рейтинг R<sub>s</sub>” за результатами 2010 року та проаналізуємо його ефективність.

*Таблиця 3.25*

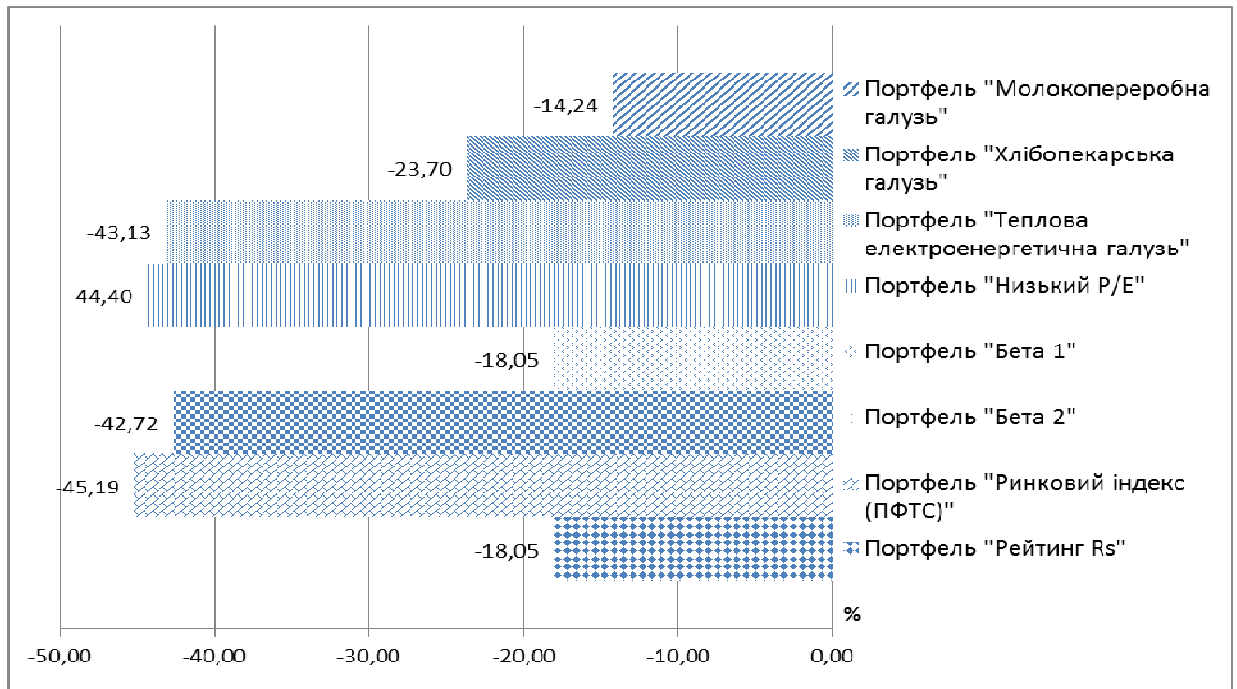
**Портфель “Рейтинг R<sub>s</sub>” за результатами 2010 року**

Емітент	Тікер на ПФТС	2010	2011	
		R <sub>s</sub>	R <sub>mi</sub> , %	R <sub>s</sub>
ВАТ “Шосткінський міськмолочкомбінат”	SHMK	12,5	-	-
ВАТ “Кримхліб”	KRHLB	10,75	-19,85	-
ВАТ “Центрэнерго”	CEEN	11	-34,30	-
Середнє		11,42	-18,05	-

Джерело: [табл. 3.21].

Згідно максимальних балів рейтингу R<sub>s</sub> за підсумками 2010 року із емітентів молокопереробної галузі ввійшли акції ВАТ “Шосткінський міськмолочкомбінат” (12,5 бала), хлібопекарської галузі – ВАТ “Кримхліб” (10,75 бала), теплової електроенергетичної - ВАТ “Центрэнерго” (11 балів).

Згідно ринкової доходності у 2011 році портфель “Рейтинг  $R_s$ ” розділив друге місце разом із портфелем “Бета 1” (рис. 3.19). У період спаду фондового ринку (індекс ПФТС знизився на 45,19%) отримано в 2,5 рази меншу збитковість (18,05%). Припинення котирування акцій ВАТ “Шосткінський міськмолокомбінат” на фондовій біржі не дозволило одержати додаткову позитивну доходність або знизити збитковість. Портфель “Молокопереробна галузь” отримав найменшу збитковість за період.



**Рис. 3.19. Доходність портфеля “Рейтинг  $R_s$ ” та інших інвестиційних портфельів за 2011 рік**

Відзначимо, що на стадії зниження на фондовому ринку рейтинг  $R_s$  дозволив сформувати портфель аналогічний до “Бета 1”, який значно знижує ринкові ризики в періоди біржових спадів.

Отже, в результаті проведеного аналізу підтверджено, що більше значення рейтингу  $R_s$  відповідає вищій інвестиційній привабливості акції. Тому більша кількість балів є рекомендацією для інвестора вкладати у такий цінний папір, і, відповідно, фільтром для формування з таких акцій ефективного інвестиційного портфеля. При цьому ефективність інвестиційного портфеля “Рейтинг  $R_s$ ” підтверджується у періоди спаду та зростання фондового ринку.



### Висновки до розділу 3

Проведене дослідження формування інвестиційного портфеля та вдосконалення управління його ефективністю дає змогу сформулювати такі найважливіші висновки та узагальнення:

1. Порівняльний аналіз портфельів акцій, сформованих за критерієм низького значення P/E, підтвердив, що портфель нерідко може містити ризикових емітентів. Ключовою перевагою такої стратегії формування інвестиційного портфеля є висока доходність в періоди зростання на фондовому ринку. З'ясовано, що інвестиційний портфель, сформований на основі стратегії “Низький P/E” зумовлює високий ступінь ризику, а дана стратегія інвестування неефективна для прийняття раціональних інвестиційних рішень.

2. Вивчення взаємозалежності між коефіцієнтом P/E та ринковою доходністю емітента акцій дало можливість встановити, що акції з низьким значенням P/E дійсно в середньому дають вищі доходи, але лише в періоди зростання на фондовому ринку. Часто акції з низьким значенням коефіцієнта демонструють вищу збитковість від інвестування, ніж у цінні папери зі значно вищим коефіцієнтом P/E. Виявлено низку аномальних результатів та випадки абсолютної відсутності взаємозв'язку між аналізованим показником та ринковою доходністю акцій.

3. Дослідження запропонованих автором портфельів згідно з критерієм “ $\beta$ -коефіцієнт” – “Бета 1” ( $0 > \beta < 1$ ) та “Бета 2” ( $1 > \beta < 2$ ), виявило їхню істотну перевагу – уникнення ризиків та одержання мінімальних збитків у період спаду на фондовому ринку. В цілому протягом досліджуваних 2008 – 2011 років ефективнішим є портфель “Бета 1”. Встановлено, що інвестиційні портфелі на основі  $\beta$ -коефіцієнта ефективні лише в періоди спаду на фондовому ринку. Загалом порівняльний аналіз доходності інвестиційних портфельів за критерієм  $\beta$ -коефіцієнт із іншими портфелями підтверджує, що за допомогою  $\beta$ -коефіцієнта можна значно усувати систематичний ризик, однак не досягнути прийнятної доходності.

4. Індивідуальна ефективність певної інвестиційної стратегії формування інвестиційного портфеля залежить від ситуації на зовнішньому ринку капіталу, макроекономічної ситуації в країні, галузі та фінансового стану емітента. Емпірично підтверджено, що ризики збитковості інвестиційного портфеля зростають у випадку врахування лише одного – ринкового або індивідуального ризику. Для формування ефективного інвестиційного портфеля та раціонального відбору акцій з найбільшою інвестиційною привабливістю ефективним є поєднання інструментів зниження як систематичного, так і специфічного ризиків окремого емітента.

5. Запропонована модель рейтингу інвестиційної привабливості акцій (рейтинг  $R_s$ ), побудована на базі концепції індексної моделі надлишкової доходності CAPM, дає змогу сформувати ефективний інвестиційний портфель. В умовах різкого зниження котирувань цінних паперів на світових та вітчизняному фондових ринках портфель “Рейтинг  $R_s$ ” дозволяє максимально мінімізувати збитки для інвестора, а у періоди зростання фондового ринку – інтегрувати в портфелі оптимальних емітентів з погляду системного ризику, обійшовши в доходності портфелі “Бета 1” та “Бета”, та, водночас, включити акції, характерні для агресивної стратегії інвестування.

6. Удосконалено методику аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для підвищення якості інвестиційного портфеля – розроблено рейтинг інвестиційної привабливості акцій. Рейтинг  $R_s$  інтегрує інструменти зниження систематичного та специфічного ризиків окремого емітента, при цьому забезпечуючи інвестора високим рівнем ринкової доходності. Емпірично доведено, що формування інвестиційного портфеля з використанням запропонованого рейтингу інвестиційної привабливості акцій дає змогу значно підвищити якість інвестиційного портфеля.

Основні наукові результати даного розділу висвітлено у працях [269 270; 271].

## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення й отримано нове вирішення науково-практичних проблем із удосконалення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів. Сформовано ряд висновків концептуально-теоретичного, методичного та науково-практичного характеру:

1. Інвестиційна привабливість цінного паперу для інвестора полягає в очікуванні отримати від вкладення прийнятний рівень доходності при максимальному зниженні ризиків. В процесі прийняття управлінських рішень стосовно фінансових інвестицій аналіз цінних паперів відіграє визначальну роль. Для оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування динаміки ціни його цінних паперів використовують фундаментальний і технічний аналіз. Критичний аналіз гіпотези ефективного ринку, теорії випадкових блукань, портфельної теорії, моделі біржових крахів та фрактальної теорії ринку засвідчив, що гіпотеза ефективного ринку є фундаментальною теорією у світовій економічній думці, прийнятою для пояснення взаємодії інформації та цін на фондовому ринку. А цінова модель ринку капіталу (САРМ) У. Шарпа є основоположною теорією, яка найбільш ефективно описує взаємозалежність величини доходності цінного паперу із ступенем його ринкового ризику.

2. Порівняльний аналіз стратегій інвестування в цінні папери У. Баффета, Б. Грехема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона та Ф. Фішера виявив, що запропонована Б. Грехемом методика аналізу цінних паперів є ключовою у розробці стратегії інвестування в цінні папери. Вона є методологічною основою для учасників фондового ринку, які розробляють стратегію інвестування в цінні папери, а також здійснюють управління інвестиційним портфелем. Загалом серед досліджених інвестиційних стратегій інвестори для прийняття інвестиційних рішень використовують фундаментальний аналіз.

3. В результаті узагальнення поглядів вчених поняття “інвестиційна привабливість” розглядається як узагальнена характеристика переваг та недоліків об’єкта інвестування, яка дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об’єкт з позиції взаємозв’язку між доходністю та ризиками інвестування в цінні папери. На основі

критичного аналізу праць вчених-економістів щодо трактування сутності поняття “фундаментальний аналіз” запропоновано його уточнення. Під поняттям “фундаментальний аналіз” слід розуміти процес дослідження ключових факторів, що впливають на ринкову вартість цінного паперу з метою встановлення справедливої цінності активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень. Аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів, який заснований на принципах фундаментального аналізу, повинен мати чітке дедуктивне спрямування дослідження – від глобальних оцінок через макрорівень до розгляду на макрорівні цінних паперів окремого емітента.

4. Існує тісний взаємозв'язок між глобальними економічними процесами, економічним розвитком країни, динамікою фондового ринку, галузями економіки та результатами діяльності окремого емітента цінних паперів. Погіршення ліквідності та спад світових фінансових ринків чинить значний негативний вплив на вітчизняну економіку та фондовий ринок зокрема. Динаміка вітчизняного фондового ринку прямо пропорційно залежить від динаміки провідних світових фондових індексів. Порушення стабільності на зовнішніх ринках супроводжується значним спадом вітчизняної економіки та негативною динамікою на фондовому ринку.

5. Дослідження сучасного стану вітчизняної економіки свідчить про її зорієнтованість на стимулювання приватного споживання, відсутність вагомих заходів щодо структурної перебудови та модернізації виробництва, експортоорієнтовану спрямованість розвитку промисловості, що негативно позначається на динаміці показників платіжного балансу, стані валютного ринку, доходах населення. В цілому погіршення макроекономічних індикаторів призводить до зниження інвестиційної привабливості цінних паперів вітчизняних емітентів, які відіграють роль найбільш ефективного та доступного механізму залучення капіталу. У підсумку це знижує рівень передбачуваності макроекономічного середовища для інвесторів, зростання рівня спекуляцій на фондовому ринку, погіршення конкурентоспроможності та зниження рівня інвестиційної привабливості економіки та вітчизняного фондового ринку зокрема.

6. Порівняльний аналіз динаміки індексів виробництва деяких галузей та вітчизняної промисловості підтвердив значний вплив макроекономічних індикаторів розвитку економіки на стан та перспективи розвитку певної галузі. Виявлено міру чутливості окремих галузей до економічного циклу. Здійснено аналіз вітчизняних молокопереробної, хлібопекарської та теплової електроенергетичної галузей з визначенням основних структурних особливостей, конкурентів та факторів впливу на їхню інвестиційну привабливість. Високим рівнем інвестиційної привабливості володіє тепла електроенергетична галузь, посереднім – молокопереробна, низьким – хлібопекарська. Загалом перспективи розвитку досліджених галузей харчової промисловості визначаються на сьогодні державним регулюванням, що значно впливає на їхню рентабельність та знижує зацікавленість інвесторів в цінних паперах цих емітентів.

7. Оцінка акцій за допомогою  $\beta$ -коефіцієнта з моделі CAPM, незважаючи на ряд недоліків, підтвердила його ефективність як інструмента аналізу для представлення взаємозв'язку між систематичним ризиком та доходністю цінних паперів. При комплексному аналізі акцій 9 емітентів із застосуванням фінансових коефіцієнтів P/B, P/E, P/S та P/CF виявлено, що кожний із них зокрема нездатний об'єктивно визначити реальну вартість цінного паперу. Підтвердженням цього є результати дослідження, які демонструють різноманітність результатів в залежності від аналізованого періоду та галузі. Найефективнішим у визначенні недооцінених акцій на практиці виявився коефіцієнт P/S, однак прийнятної ринкової доходності цінного паперу він не гарантує. Аналіз ефективності управління власним капіталом встановив, що позитивна динаміка значень коефіцієнтів ROA, ROI, ROE емітента вказує на інвестиційну привабливість його акцій на відміну від емітентів, що не реінвестують прибуток у власний розвиток.

8. Аналіз інвестиційних портфельів акцій, сформованих на основі інвестиційної стратегії “низький P/E” виявив, що її перевагою є в середньому вищі доходи, але тільки в періоди зростання на фондовому ринку. До недоліків слід віднести високу збитковість, у порівнянні з іншими портфелями, в період падіння на фондовому ринку. В результаті дослідження встановлено частковий вплив негативного значення коефіцієнта P/E на результати ринкової доходності

цінного паперу. Аналіз ефективності запропонованих інвестиційних портфелів “Бета 1” та “Бета 2”, сформованих за критерієм  $\beta$ -коефіцієнт виявив кращу результативність портфеля “Бета 1” ( $0 > \beta < 1$ ). Цей портфель дає змогу уникати збитковості у період падіння фондового ринку, але ринкова доходність у періоди зростання фондового ринку є неприйнятною для інвестування. Порівняльний аналіз ринкової доходності інвестиційних портфелів акцій, сформованих із врахуванням лише ринкового або індивідуального ризиків виявив схильність до зростання їхньої збитковості, що стало підтвердженням необхідності їх поєднання. У цілому, дослідження формування інвестиційного портфеля на основі одного коефіцієнта, який уособлює тільки ринковий або індивідуальний ризик, підтвердило неефективність підходу.

9. Для формування ефективного інвестиційного портфеля удосконалено методику рейтингового аналізу цінних паперів. Рекомендовано використовувати рейтинг інвестиційної привабливості акцій (рейтинг  $R_s$ ). Рейтинг  $R_s$  дає змогу значно знизити систематичний та специфічний ризики інвестування в акції емітента на фондовому ринку та водночас виявити недооцінений ринком цінний папір із ринковою доходністю вище середнього. При порівняльному аналізі доходності інвестиційного портфеля на базі рейтингу  $R_s$  із ринковим портфелем (індекс ПФТС), портфелем “низький P/E”, портфелями “Бета 1” та “Бета 2” та галузевими портфелями було підтверджено його результативність як у періоди спаду, так і зростання фондового ринку. Доведено, що формування інвестиційного портфеля з використанням запропонованого рейтингу інвестиційної привабливості акцій дає змогу значно підвищити якість інвестиційного портфеля. Загалом рейтинг  $R_s$  інтегрував у собі інструменти зниження систематичного та специфічного ризиків окремого емітента, при цьому забезпечуючи інвестору високий рівень ринкової доходності.

**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

1. Бандурин А. В. Финансовая стратегия корпорации. / А. В. Бандурин, В. А. Гуржиев, Р. З. Нургалиев – М.: АО “Алмаз”, 2000. - 89 с.
2. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП ИТЕМ Лтд: Юнайтед Лондон Трейд Лимитед, 1995. - 447 с.
3. Буткевич С. А. Инвестиционная привлекательность аграрного сектора экономики. – К.: Изд-во Епроп. ун-та, 2003. - 251 с.
4. Гайдуцький А. П. Оцінка інвестиційної привабливості економіки / А. П. Гайдуцький // Економіка і прогнозування. – 2004. - № 3. – С. 119-128.
5. Мамуль Л. О. Нові методичні підходи до аналізу інвестиційної привабливості регіонів / Л. О. Мамуль, Т. А. Чернявська // Вісник економічної науки України. – 2005. – № 1(7). – С. 83-89.
6. Макарій Н. Оцінка інвестиційної привабливості українських підприємств / Н. Макарій // Економіст. – 2001. – №10. – С. 52-61.
7. Задорожна Я. Є. Підвищення інвестиційної привабливості підприємництва як напрямок залучення інвестиційних ресурсів / Я. Є. Задорожна, Л. П. Дядечко // Інвестиції: практика та досвід. – 2007. – №2. – С. 32-35.
8. Носова О. В. Оцінка інвестиційної привабливості України: основні підходи / О. В. Носова // Економіка і прогнозування. – 2003. – № 3. – С. 119-137.
9. Момот Т. В. Інвестиційна привабливість акціонерного товариства: удосконалення сучасних методик оцінки / Т. В. Момот // Менеджер. Вісник Донецького державного університету управління. – 2005. – №4(34). – С. 117-122.
10. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування: підручник для студ. ВНЗ / А. П. Дука. - 2-ге вид. – К.: Каравела, 2008. - 432 с.
11. Кулініч Т. В. Оцінювання та регулювання інвестиційної привабливості виробничо-господарських структур: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.02.03 / Т. В. Кулініч; Нац. ун-т “Львів. Політехніка”. – Львів. – 2004. - 20 с.
12. Захожай В. Статистика інвестиційної діяльності / В. Захожай, М. Кіт // Персонал. – 2007. – № 8. – С. 10-17.

13. Кремень О. І. Особливості оцінювання інвестиційної привабливості регіону / О. І. Кремень, В. І. Куберка // Прикладна статистика: проблеми теорії та практики: зб. наук. пр. – К., 2010. – Вип. 7. – С. 212-22.
14. Носова О. В. Інвестиційна привабливість підприємства / О. В. Носова // Стратегічні пріоритети. – 2007 – № 1(2). – С. 120-126.
15. Єпіфанов А. О. Оцінка кредитоспроможності та інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання: Монографія / Єпіфанов А. О.; Дехтяр Н. А.; Мельник Т. М.; Школьник І. О. / Ред. Єпіфанов А. О. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 286 с.
16. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
17. Soros G. The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market. – N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1994.
18. Боди З. Принципы инвестиций / Зви Боди, Алекс Кейн, Алан Маркус; 4-е издание.: Пер с англ. – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2008. – 984 с.: ил.
19. Иванов А. П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – 2-е изд. – М.: Издательско-торговая корпорация “Дашков и К<sup>о</sup>”, 2006. – 448 с.
20. Технический анализ для начинающих (Серия “Reuters для финансистов”) / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 184 с.
21. Твардовский В. В. Секреты биржевой торговли: Торговля акциями на фондовых биржах / В. В. Твардовский, С. В. Паршиков – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 551 с.
22. Сафонов В.С. Валютный дилинг, или Как можно зарабатывать деньги честно и самостоятельно (Практическое пособие для начинающих) / Сафонов В.С. - Изд. 2-е, исправл. – М.: Издательство АО “Консалтбанкир”, 2000. – 312 с.
23. Лин К. Дейтрейдинг на рынке Forex. Стратегии извлечения прибыли / Кетти Лин; Пер с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 240 с.
24. Найман Э.Л. Трейдер-Инвестор / Э.Л. Найман – Киев: ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
25. Элдер А. Трейдинг с д-ром Элдером: энциклопедия биржевой игры / Александ Элдер. – М.: Диаграмма, 2003. – 336 с.



26. Ковел М. Биржевая торговля по трендам. Как заработать, наблюдая тенденции рынка / М. Ковел. Пер. с англ. под ред. В.В. Ильина. – СПб.: Питер, 2009. – 352 с.: ил. – (Серия “Трейдинг&Инвестиции”).
27. Appel Дж. Технический анализ. Эффективные инструменты для активного инвестора / Джеральд Appel. Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2007. – 304 с.: ил. – (Серия “Трейдинг&Инвестиции”).
28. Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб.: Питер, 2005. – 288 с.: ил. – (серия “Школа валютных трейдеров”).
29. Шкарабан С.І. Методика аналізу цінних паперів / С.І. Шкарабан // Вісник Львівської комерційної академії. – Серія економічна, випуск 16 – Львів: Львівська комерційна академія, 2004. – С. 95 – 99.
30. Мишкин Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание / Фредерик С. Мишкин. [Пер с англ.] – М.: ООО “И.Д. Вильямс”, 2006. – 880 с.: ил.
31. Muth J. “Rational Expectations and the Theory of Price Movements” / John Muth. *Econometrica*. 29, 1961. P. 315 – 335.
32. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work / Eugene F. Fama. *Journal of Finance* 25, 1970. – P. 383 – 416.
33. Gilson, Ronald J. and Kraakman, Reinier, "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias" (2003). Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 446. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://lsr.nellco.org/harvard\\_olin/446](http://lsr.nellco.org/harvard_olin/446).
34. Michael C. Jensen. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64/ *Journal of Finance* 23, 1968. P. 389 - 416.
35. Mark Grinblatt and Sheridan Titman. Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings/ Mark Grinblatt, Sheridan Titman. *Journal of Business* 62, 1989. – P. 393 – 416.
36. Ippolito R.A. Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965 – 84 / Ippolito R.A. *Quarterly Journal of Economics* 104, 1989. P. 1 – 23.
37. J. Lakonishok, A. Shleifer, and R. Vishny. The Structure and Performance of the Money

- Management Industry / Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics, 1992. – P. 339 - 391.
38. Alkiel B. Returns from Investing in Equity Mutual Funds, 1971 – 1991/ Journal of Finance 50, 1995. P. 549 – 572.
  39. Ray Ball and Philip Brown. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers / Journal of Accounting Research, 1968. P. 159 – 178.
  40. Fama E. F., Fisher Lawrence, Jensen Michael C., and Richard Roll. The Adjustment of Stock Prices to New Information / International Economic Review 10, 1969. P. 1 – 21.
  41. Alexander S. Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks? / Alexander Sidney. Industrial Management Review, May 1961. P. 7 – 26.
  42. Alexander S. “Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks? No 2.” in The Random Character of Stock Prices, ed. Paul Cootner (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1964), P. 338 – 372.
  43. F. Allen and R. Karjalainen “Using Generic Algorithms to Find Technical Trading Rules”, Journal of Financial Economics 51, 1999. P. 245 – 271.
  44. Sullivan R., Timmerman A., and White H. “Data-Snooping, Technical Trading Rule Performance and the Bootstrap” / R. Sullivan, A. Timmerman, H. White //Journal of Finance, № 54, 1999. P. 1647 – 1692.
  45. Banz R. “The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks” // R. Banz / Journal of Financial Economics, March 1981. P. 3 – 18.
  46. Olsen R.A., Troughton G. Are Risk Premium Anomalies Caused by Ambiguity? // Financial Analysts Journal, March/April 2000, Vol. 56, Number 2.
  47. Reinganum M. R.”The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests of Tax Loss Selling Effects” // Marc R. Reinganum / Journal of Financial Economics 12, 1983. P. 89 – 104.
  48. Ritter J. R. The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year // Jay R. Ritter / Journal of Finance 43, 1988. P. 701 – 717.
  49. Roll R. Vas Ist Das? The Turn-of-the Year Effect: Anomaly or Risk Mismeasurement? // Richard Roll / Journal of Portfolio Management 9, 1988. P. 18 – 28.
  50. Basu S. The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-

- Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis / Sanjoy Basu. *Journal of Finance*, vol. 32, 1977, P. 663 – 682.
51. Basu S. The Relationship between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence / Sanjoy Basu. *Journal of Financial Economics*, 12 (1), 1983, P. 129 – 156.
  52. Keim D. B. The CAPM and Equity Return Regulations // Donald B. Keim / *Financial Analysis Journal* 42, 1986. P. 19 – 34.
  53. Keim D. B. Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence / // Donald B. Keim / *Journal of Financial Economics*, vol. 12 (1), 1983. P. 13 – 32.
  54. Blume M. E. Biases in Computed Returns: An Application to the Size Effect // Marshall E. Blume, Robert F. Stambaugh / *Journal of Financial Economics* vol. 12(3), 1983. P. 387 – 404.
  55. Arbel A. Pay Attention to Neglected Firms // Avner Arbel, Paul J. Strebel / *Journal of Portfolio Management*. vol. 9, iss. 2, 1983. P. 37 – 42.
  56. Amihud Y. Liquidity, Asset Prices, and Financial Policy // Yakov Amihud, Haim Mendelson / *Financial Analysis Journal* 47, 1991. P. 1411 – 1425.
  57. De Bondt W. Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality // Werner De Bondt, Richard Thaler / *Journal of Finance* 62, 1987. P. 557 – 580.
  58. Shiller R. Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? // Robert Shiller / *American Economic Review* 71, 1981. P. 421 – 426.
  59. French K. R. Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders // Kenneth R. French, Richard Roll / *Journal of Financial Economics* 17, 1986. P. 5 – 26.
  60. De Bondt W. Does the Stock Market Overreact / Werner De Bondt, Richard Thaler. *Journal of Finance* vol. 40, No 3, 1985. P. 793 – 805.
  61. Chopra N. Measuring, Abnormal Performance: Do Stocks Overreact? / Navin Chopra, Josef Lakonishok, Jay R. Ritter / *Journal of Financial Economics*, 31, no 2, 1992. P. 235 – 268.
  62. Jegadeesh N. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock

- Market Efficiency / Narasimhan Jegadeesh, Sheridan Titman. *Journal of Finance*, 48, 1993. P. 65 – 91.
63. Ball R. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers / R. Ball, P. Brown. *Journal of Accounting Research* 6, 1968, P. 159 – 178.
64. Chan L. Momentum Strategies / L. Chan, N. Jegadeesh, J. Lakonishok. *Journal of Finance*, vol. 51, 1996, P. 1681 – 1713.
65. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Асват Дамодаран. [Пер. с англ.] – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
66. Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем; [пер. с англ. А.Ю. Заякина]. – М.: Эксмо, 2008. – 400 с. – (Личные финансы).
67. Мандельброт Б. (Не)послушные рынки: фрактальная революция в финансах / Бенуа Мандельброт, Ричард Л. Хадсон. [Пер с англ.] – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2006. – 400 с.: ил.
68. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков / Дидье Сорнетте. – М.: 2003. – 394 с.
69. Петерс Э. Фрактальный анализ финансовых рынков: применение теории Хаоса в инвестициях и экономике / Эдгар Э. Петерс. – М.: Интернет-трейдинг, 2004 – 304 с.
70. Малкиел Б. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Бертон Г. Малкиел – Минск: “Попурри”, 2006. – 512 с. (Серия “Бизнес”).
71. Markowitz H. M. Portfolio selection / Harry M. Markowitz. *Journal of Finance* 7 (1), 1952. P. 77 – 91.
72. Markowitz H. M. Foundations of Portfolio Theory // *Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46(2). – P. 469 – 478.
73. Goetzmann W.N., Lingfeng Li, Rouwenhorst R.G. Long-Term Global Market Correlations. — NBER, Working Paper No.W8612, November 2001.
74. Goetzmann W., Kumar A. Equity Portfolio Diversification. — Yale ICF Working Paper No.00-59, November 2002.

75. Sharpe W. F. A Simplified Model for Portfolio Analysis / William F. Sharpe. *Management Science*, 9 (2), 1963. P. 277 – 293.
76. Sharpe W.F. Indexed Investing: A Prosaic Way to Beat the Average Investor. – Презентация Monterey Institute of International Studies, May 1, 2002.
77. Шарп У. Инвестиции / Шарп У. Александер Г., Бейли Дж.; Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.
78. Fernandez P. Are Calculated Betas Worth for Anything? / Pablo Fernandez – Social Science Research Network Electronic Library, IESE Business School, Working paper. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1286436\\_code12696.pdf?abstractid=504565&mirid=3](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1286436_code12696.pdf?abstractid=504565&mirid=3).
79. Daniel K. Market Efficiency in an Irrational World // Daniel K., Titman S. *Financial Analysis Journal*. November/December 1999, Vol. 55, Number 6.
80. Pastor L. Comparing Asset Pricing Models: An Investment Perspective / Pastor, L. Stambaugh, R. F. /*Journal of Financial Economics*, vol. 56, 2000. P. 335-381.
81. Stiglitz J. E. Information and the Change in the Paradigm in Economics. – Nobel Prize Lecture, December 8, 2001.
82. Grossman S. On the impossibility of informationally efficient markets / Grossman S., Stiglitz J.E. *American Economic Review*, 70. P. 393 – 408.
83. Black F. Noise. *Journal of Finance*, 41, 1986. P. 529 – 543.
84. Озерс Дж. Медвежье царство // Джон Озерс. *Ведомости* / (13.10.2008, № 193 (2215)). [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2008/10/13/164417>.
85. Загоруйко Ю. Трюкачі з Enron / Юлія Загоруйко // *Дзеркало тижня*. № 4 (379) 2 – 8 лютого 2002. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.dt.ua/2000/2250/33687>.
86. Загоруйко Ю. Parmalat – італійський Enron / Юлія Загоруйко // *Дзеркало тижня*. № 3 (478) 24-30 січня 2004. - [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.dt.ua/2000/2250/45337>.
87. Fama E. F. The Distribution of the Daily Differences of the Logarithms of Stock Prices // E. F. Fama / Ph. D Dissertation, University Of Chicago, 1964. –

- [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=762601091&sid=1&Fmt=1&clientId=13392&RQT=309&VName=PQD>
88. Fama E. F. Portfolio analysis in a stable Paretian market / E. F. Fama. *Management Science*. – 2(3) (January), 1965. P. 404 – 419.
89. Fama E. F. The behavior of stock-market prices // E. F. Fama / *Journal of Business* 38(1), 1965. P. 34 – 105.
90. Коттл С. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда / Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Е. [пер. с англ. Б. Пинскер] – М.: ЗАО “Олимп – Бизнес”, 2000. – 704 с.:ил.
91. Ван К. Тарп. Трейдинг – ваш путь к финансовой свободе / Ван К. Тарп. – Пер с англ. Под ред. В. Ильина.- СПб.: Питер, 2005. – 368 с.: ил. – (Серия “Академия биржевой торговли”).
92. Красс П. Книга инвестиционной мудрости / Питер Красс. – М.: “ИК “Аналитика”, 2002. – 504 с.
93. Грэхем Б. Разумный инвестор / Бенжамин Грэхем, Д. Цвейх Пер. с англ. – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2009. – 672 с.: ил.
94. Бернстайн У. Разумное распределение активов / Уильям Бернстайн. Пер. с англ. – М.: Лори, 2004. – 310 с.
95. Баффетт У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффетт; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
96. Росс Н. Уроки Уолл-стрит: как разбогатеть на финансовом рынке. Советы от Уоррена Баффета, Бенджамина Грэхема, Филадельфия Фишера, Т. Роу Прайса и Джорджа Темплтона / Никки Росс. [пер. с англ.] – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2005. – 416 с.: ил.
97. Фишер Ф.А. Обыкновенные акции и необыкновенные доходы и другие работы / Филип А. Фишер [пер. с англ.] – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 384 с.
98. Тьюлз Р. Дж. Фондовый рынок / Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз. – 6-е изд.: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. VIII. – 648 с. – (Университетский учебник).

99. Вайс М. Д. Делай деньги во время паники на бирже / М. Д. Вайс. Пер. с англ. под ред. О.Сидоровой. – СПб.: Питер, 2005. – 384 с.: ил. – (Серия “Школа валютных трейдеров”).
100. Жижилев В. И. Оптимальные стратегии извлечения прибыли на рынке FOREX и рынке ценных бумаг / В.И. Жижилев. – М.: Финансовый консультант, 2002. – 280 с.
101. Сигел Д. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью / Джереми Сигел. Серия: Трейдинг & инвестиции. 4-е издание: “Питер”, 2010. – 416 с.
102. Thomsett M. C. Mastering Fundamental Analysis. – Dearborn Trade, 1998. p. 234.
103. Schwager J. D. A Study Guide for Fundamental Analysis / Schwager Jack D., Turner Steven C. 1st ed. - John Wiley & Sons, 1996. – p. 208.
104. Kim H. Fundamental Analysis Worldwide: Investing and Managing Money in International Capital Markets. - John Wiley & Sons, 1996. – p. 375.
105. Clark P., Bayoumi T., Bartolini L., Symansky S. Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis. – International Monetary Fund, 1994. – p. 31.
106. Царихин К.С. Фондовый рынок и мир – Выведение , 2008. – 896 с.
107. Сохацька О. Біржова справа / О.М. Сохацька [Підручник]. – 2-ге вид. змін. й доп. – Тернопіль: Карт-бланш, К.: Кондор, 2008. – 632 с.
108. Криничанський К. В. Типологія фундаментальних факторів як основа фундаментального аналізу ринку цінних паперів / К. В. Криничанський – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/article02-008.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/article02-008.pdf).
109. Якимкин В. Фундаментальный анализ / Василий Якимкин. – М.: Изд-во Омега-Л, 2008. – 640 с.: ил., табл.
110. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов / Под. ред. проф. О. И. Дегтяревой, проф. Н. М. Коршунова, проф. Е. Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2004. – 501 с.
111. Ritchie J. C. Fundamental Analysis: A Back to the Basics Investment Guide to

- Selecting Quality Stocks / John C. Ritchie, Jr. – Rev. ed. Irwin Professional Pub., 1996, 394 p.
112. French D. W. Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management / French Daniel W. – Prentice Hall, 1989, 608 p.
113. Портер М. Стратегія конкуренції / Майкл Е. Портер. [Пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський]. – К.: Основи, 1998. – 390 с.
114. Ліхновський П. М. Проблемні питання класифікації фінансових інвестицій / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2003. – Вип. 12, Ч. 2. – С. 122–125.
115. Ліхновський П. М. Дискусійні питання трактування категорії інвестицій / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільського державного економічного університету. – 2006. – Вип. 15. – С. 194–196
116. Ліхновський П. М. Особливості аналізу фінансових інвестицій в сучасних умовах / П. М. Ліхновський // [“Актуальні проблеми економічного аналізу”]: матеріали круглого столу (м. Тернопіль, 19 черв. 2007 р.) / За заг. ред. д.е.н, професора Шкарабана С. І. – Тернопіль: ТНЕУ, – 2007. – С. 40 – 42.
117. Ліхновський П. М. Дискусійні питання трактування сутності поняття “фундаментальний аналіз” / П. М. Ліхновський // Імперативи розвитку України в умовах глобалізації: міжнар. наук.-практ. конф. (м. Чернігів, 13-14 травня 2011 р.): мат. доп. та вист. – Чернігів: ЧДІЕУ, 2011. – С. 141 – 142.
118. Ліхновський П. М. Порівняльний аналіз стратегій інвестування на фондовому ринку / П. М. Ліхновський // [“Актуальні проблеми розвитку національної економіки України”]: матеріали міжнародної наукової студентсько-аспірантської конференції, Львів, 13-14 травня 2011 р.– Львів: ЛНУ імені Івана Франка, – 2011. – С. 302 – 303.
119. World economic outlook (International Monetary Fund). Russian Перспективы развития мировой экономики Апрель 2010 – [Washington, D.C.]: Международный Валютный Фонд – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/texttr.pdf>.
120. Кортунув Г. Г. Вплив глобальної фінансової кризи на розвиток національно-



- го та світового фондових ринків на сучасному етапі – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/prvs/2009\\_2/0839.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/prvs/2009_2/0839.pdf).
121. Lehman Brothers зазнає аварії. Огляд фондових ринків за тиждень (08-12 вересня) – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~/3/0/all/2008/09/15/137165>.
122. Фондовий ринок США обвалився в середу на побоюваннях колапсу найбільших фінансових компаній – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~/3/0/all/2008/09/18/137531>.
123. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за жовтень 2008 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_10\\_2008.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_10_2008.pdf).
124. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за січень 2009 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_01\\_2009.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_01_2009.pdf).
125. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за січень 2010 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_01\\_2010.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_01_2010.pdf).
126. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за січень 2011 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_01\\_2011.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_01_2011.pdf).
127. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за грудень 2008 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_12\\_2008.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_12_2008.pdf).
128. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за лютий 2010 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_02\\_2010.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_02_2010.pdf).
129. Обзор мировой экономики – июль 2009 года – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ereport.ru/reviews/rev200907.htm>.
130. Річний звіт Національного банку України за 2008 рік. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/an\\_rep/A\\_report\\_2008.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2008.pdf).

131. Річний звіт Національного банку України за 2010 рік. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/an\\_rep/A\\_report\\_2010.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2010.pdf).
132. Річний звіт Національного банку України за 2009 рік. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/an\\_rep/A\\_report\\_2009.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2009.pdf).
133. Бюлетень Національного банку України № 9/2010 (210) – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Buletten/2010/bull\\_09-10.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Buletten/2010/bull_09-10.pdf)
134. Бюлетень Національного банку України № 2/2011 (215) – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Buletten/2010/bull\\_02-11.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Buletten/2010/bull_02-11.pdf).
135. World economic outlook (International Monetary Fund). Russian Перспективы развития мировой экономики Апрель 2011 – [Washington, D.C.]: Международный Валютный Фонд – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/textr.pdf>.
136. JPMorgan Global Manufacturing PMI – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ism.ws/files/ISMReport/JPMorgan/JPMorganMfg010311.pdf>.
137. JPMorgan Global Services PMI – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ism.ws/files/ISMReport/JPMorgan/JPMorganSvcs010611.pdf>.
138. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за грудень 2010 року – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR\\_12\\_2010.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/EOFR/EOFR_12_2010.pdf).
139. Бюлетень Національного банку України № 4/2011 (217) – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Buletten/2011/bull\\_04-11.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Buletten/2011/bull_04-11.pdf).
140. Сільське господарство. Зведені показники (1991 – 2010 pp.) [http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/sg/sg\\_rik/sg\\_u/zp\\_u.html](http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/sg/sg_rik/sg_u/zp_u.html).
141. Облікова ставка Національного банку України – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Statist/Stat\\_data/discount\\_rate.htm](http://bank.gov.ua/Statist/Stat_data/discount_rate.htm).
142. Оцінка економічного стану України (січень 2010) / Національний банк України. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/Publication>

- /econom / DDP\_IP/ Exp\_01.10\_PUBL.pdf.
143. Місячний макроекономічний огляд – 2011 № 7 (68) – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.me.gov.ua/file/link/169673/file/Ogljad\\_7\(68\).rar](http://www.me.gov.ua/file/link/169673/file/Ogljad_7(68).rar).
  144. Макроекономічний огляд (лютий 2011) / Національний банк України К.: 2011. – 47 с. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Inflation\\_report/MacroReView%20IV-10.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Inflation_report/MacroReView%20IV-10.pdf).
  145. Аналітичний звіт “Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи”. К.: 2009. 58 с. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Report\\_fin\\_kr.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Report_fin_kr.pdf).
  146. Монетарний огляд за 2010 рік. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Mon\\_review/2010/2010.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Mon_review/2010/2010.pdf).
  147. Монетарний огляд за 2008 рік. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Mon\\_review/2008/2008.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Mon_review/2008/2008.pdf).
  148. Платіжний баланс і зовнішній борг України 2010 рік К.: 2011. 105 с. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Balans/PB\\_2010.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Balans/PB_2010.pdf)
  149. Платіжний баланс і зовнішній борг України 2009 рік К.: 2010. 103 с. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/BALANS/PB\\_2009.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/BALANS/PB_2009.pdf).
  150. Еременко А. Ценители бумаг / Анна Еременко. Бизнес. № 3 (782). 2008. – 132 с.
  151. Монетарний огляд за 2009 рік. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/Publication/econom/Mon\\_review/2009/2009.pdf](http://bank.gov.ua/Publication/econom/Mon_review/2009/2009.pdf).
  152. Загальний огляд фондового ринку України за 2011 рік – К.: 2012. 10 с. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=103487>.
  153. Індекси промислової продукції – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/pr/prm\\_ric/prm\\_ric\\_u/ipv2006\\_u.html](http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/pr/prm_ric/prm_ric_u/ipv2006_u.html).
  154. Виробництво основних видів промислової продукції за 2003–2010 роки – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/pr/prm\\_ric/prm\\_ric\\_u/vov2005\\_u.html](http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/pr/prm_ric/prm_ric_u/vov2005_u.html).

155. Кучерява О. Характеристика ринку молочних продуктів України в 2008 році. / Олена Кучерява. 2009. – 5 с. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.credit-rating.ua/ua/analytics/analytical-articles/milk\\_file\\_viewer\(credit-rating\).pdf](http://www.credit-rating.ua/ua/analytics/analytical-articles/milk_file_viewer(credit-rating).pdf).
156. Молочный потенциал / Инвестгазета. №29, 26 июля 2009. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.investgazeta.net/kompanii-i-rynki/molochnyj-potencial-157628>.
157. Силивончик А. Кислый приварок / А. Силивончик // Бизнес. – 12.10.2010. – № 44. – С. 64.
158. Сидорченко В. Украина без молока / В. Сидорченко // Еженедельник 2000. – 2009. – № 48(487) 27 ноября – 3 декабря.
159. Експрес-випуск. Про стан сільського господарства у 2008 році. Державний комітет статистики України, 2009. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://ukrstat.gov.ua/express/expr2009/0109/08\\_pdf.zip](http://ukrstat.gov.ua/express/expr2009/0109/08_pdf.zip).
160. Експрес-випуск. Про стан сільського господарства у 2009 році. Державний комітет статистики України, 2010. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2010/01\\_10/10.zip](http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2010/01_10/10.zip).
161. Експрес-випуск. Про стан сільського господарства у 2010 році. Державний комітет статистики України, 2011. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://ukrstat.gov.ua/express/expr2011/01\\_11/10.zip](http://ukrstat.gov.ua/express/expr2011/01_11/10.zip)
162. Тваринництво (1990 – 2010 рр.) / Державний комітет статистики України – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/sg/sg\\_rik/sg\\_u/tvar\\_u.html](http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2006/sg/sg_rik/sg_u/tvar_u.html).
163. Динаміка цін на молоко в Україні у 2010 році. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.milkua.info/usrfiles/-26500.pdf>.
164. Статистичний щорічник України за 2008 рік / Державний комітет статистики України; за ред. О. Г. Осауленка. – К.: ДП “Інформаційно-аналітичне агентство”, 2009. – 568 с.
165. Закон України “Про внесення змін до деяких законів України щодо підтримки агропромислового комплексу в умовах світової фінансової кризи”

- № 1782-17 від 22.12.2009 р. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1782-17>.
166. Рынок молока и молочных продуктов Украины // Молочное дело. – 2010. – № 2. – С. 19-27.
167. Експорт-імпорт окремих видів товарів за країнами світу за січень-листопад 2010 року: живі тварини; продукти тваринного походження – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2010/zd/e\\_iovt/11\\_2010/01.rar](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2010/zd/e_iovt/11_2010/01.rar).
168. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/5974>.
169. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/11600>.
170. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/10809>.
171. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/26541>.
172. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/44487>.
173. Річний звіт за 2010 рік ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/105643>.
174. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/2943>.
175. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/2583>.
176. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” –

- [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/36418>.
177. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/42410>.
178. Річний звіт за 2010 рік ПАТ “Кременчуцький міськмолокозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/102270>.
179. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/4435>.
180. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/12307>.
181. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/18164>.
182. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/28794>.
183. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/42840>.
184. Річний звіт за 2010 рік ПАТ “Бель Шостка Україна” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/101681>.
185. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Концерн Хлібпром” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/5954>.
186. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Концерн Хлібпром” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/10415>.
187. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Концерн Хлібпром” – [Електронний ресурс] –

- Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/6054>.
188. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Концерн Хлібпром” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/33081>.
189. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Концерн Хлібпром” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/43792>.
190. Річний звіт за 2010 рік ПАТ “Концерн Хлібпром” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/104493>.
191. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Коровай” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/489>.
192. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Коровай” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/32309>.
193. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Коровай” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/18795>.
194. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Коровай” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/34307>.
195. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Коровай” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/41196>.
196. Річний звіт за 2010 рік ВАТ “Коровай” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/108015>.
197. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/1519>.
198. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/8963>.
199. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/10263>.
200. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/31421>.
201. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/44495>.
202. Річний звіт за 2010 рік ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим

- доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/109127>.
203. Офіційний сайт компанії ДТЕК. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [www.dtek.com.ua](http://www.dtek.com.ua).
204. Стратегія розвитку електроенергетичного комплексу України – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.ecu.gov.ua/ua/development/concept\\_development.html](http://www.ecu.gov.ua/ua/development/concept_development.html).
205. Вітроенергетика може бути надзвичайно прибутковою і давати Україні до третини електроенергії. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ua-reporter.com/novosti/21243>.
206. Кулик М. М. Аналіз та оцінка наслідків прийняття Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про електроенергетику” та до Закону України “Про альтернативні джерела енергії” (щодо встановлення спеціальних “зелених” тарифів на електричну і теплову енергію / М. М. Кулик, Б. А. Костюковський, С. В. Шульженко, П. П. Кобрин // [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/pze/2008\\_17/Kulyk.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/pze/2008_17/Kulyk.pdf).
207. Енергетична стратегія України до 2030 року. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/signal/kr06145a.doc>.
208. Сірук М. Тест на довіру / Микола Сірук. День. № 228 13.08.2008. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.day.kiev.ua/261768>.
209. Закон України Про внесення змін до Закону України “Про електроенергетику” щодо стимулювання використання альтернативних джерел енергії – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1220-17>.
210. Перехід до нової моделі ринку електроенергії в Україні. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.ueex.com.ua/files/perehid\\_elektropanorama.doc](http://www.ueex.com.ua/files/perehid_elektropanorama.doc).
211. Клочко Л. Перехід до нової моделі ринку електроенергії в Україні. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://investory.com.ua/products\\_services/energetika\\_e/energy/lodka\\_ebe\\_na\\_plavu\\_\\_v\\_energetike\\_kazhdij\\_denj\\_\\_\\_krizis](http://investory.com.ua/products_services/energetika_e/energy/lodka_ebe_na_plavu__v_energetike_kazhdij_denj___krizis).



212. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/609>.
213. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/31676>.
214. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/19038>.
215. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/42752>.
216. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/48317>.
217. Річний звіт за 2010 рік ПАТ “Центренерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/106497>.
218. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Західенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/1250>.
219. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Західенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/31499>.
220. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Західенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/7007>.
221. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Західенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/25753>.
222. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Західенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/43049>.
223. Річний звіт за 2010 рік ПАТ “Західенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/102475>.
224. Річний звіт за 2005 рік ВАТ “Дніпроенерго” – [Електронний ресурс] – Режим

- доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2005/vat177/2612>.
225. Річний звіт за 2006 рік ВАТ “Дніпроенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/arch/show/2006/vat177/10694>.
226. Річний звіт за 2007 рік ВАТ “Дніпроенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/21396>.
227. Річний звіт за 2008 рік ВАТ “Дніпроенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/37514>.
228. Річний звіт за 2009 рік ВАТ “Дніпроенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/47558>.
229. Річний звіт за 2010 рік ВАТ “Дніпроенерго” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent/report/year/show/108314>.
230. Економічний аналіз: Навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів спеціальності 7.050106 “Облік і аудит”. За ред. проф. Ф. Ф. Бутинця. – Житомир: ПП “Рута”, 2003. – 680 с.
231. Иванов А. П. Инвестиционная привлекательность акций / – М.: Издательский центр “Акционер”, 2002. – 192 с.
232. Мних Є. В. Економічний аналіз / Є. В. Мних. Підручник: Вид. 2-ге, перероб. та доп. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 472 с.
233. Комаринський Я. Фінансово – інвестиційний аналіз / Ярослав Комаринський, Іван Яремчук. Навч. пос. – К.: “Українська енциклопедія” імені М. П. Бажана, 1996. – 298 с.
234. Крылов Э. И., Власова В. М., Журавкова И. В. Анализ эффективности инвестиционной деятельности предприятия: Учеб. Пособие. – 2-е изд., перераб и доп. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 608 с.: ил.
235. Шеремет О. О. Фінансовий аналіз: Навчальний посібник. – К: “Кондор”, 2005. 196 с.
236. Боди З. Финансы / Зви Боди, Роберт Мертон. Пер с англ.: Уч. пос. – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2008. – 592 с.: ил.
237. Лазаришина И. Д. Совершенствование отдельных составляющих финансовой отчетности: методический аспект/ И. Д Лазаришина, В. А. Хомедюк //

- Международный бухгалтерский учет. – Москва. – 2011. – № 10 (160). – С. 55–60.
238. Герасименко Т. О. Фінансовий аналіз: проблеми теорії та практики / Т. О. Герасименко // Економічні науки. Серія “Облік і фінанси”. Збірник наукових праць. – Луцьк: Луцький національний технічний університет. – 2010. – С. 349–353.
239. Історія індексу акцій фондової біржі ПФТС за 2006 – 2011 роки. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://pfts.com/uk/shares-indexes/?firstDate=01.01.2006&lastDate=30.09.2011>.
240. Котирування акцій ВАТ “Житомирський маслозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/quotes/equity/company/1928/quotes.html>.
241. Котирування акцій ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/quotes/equity/company/1944/quotes.html>.
242. Котирування акцій ВАТ “Шосткінський міськмолкозавод” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/quotes/equity/company/1886/quotes.html>.
243. Пейтел Э., Пейтел П. Internet – трейдингу / Пейтел Элпеш Б., Пейтел Прайен. Полное руководство. Пер. с англ. – М.: Издательский дом “Вильямс” , 2003. – 320 с.
244. Нидехоффер В., Лорел К. Практика биржевых спекуляций / Виктор Нидехоффер, Кеннер Лорел / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 560 с.
245. Акції GM виключаються з котирувальних списків на NYSE – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.rbc.ua/ukr/newsline/show/aktsii\\_gm\\_isklyuchayutsya\\_iz\\_kotirovalnyh\\_spiskov\\_na\\_nyse\\_010620090](http://www.rbc.ua/ukr/newsline/show/aktsii_gm_isklyuchayutsya_iz_kotirovalnyh_spiskov_na_nyse_010620090).
246. Котирування акцій ПАТ “Концерн Хлібпром”. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/transactions/equity/company/1744/quotes.html>.
247. Котирування акцій ВАТ “Коровай”. – [Електронний ресурс] – Режим доступу:

- <http://www.kinto.com/research/marketupdate/transactions/equity/company/255/quotes.html>.
248. Котирування акцій ВАТ “Кримхліб” – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/transactions/equity/company/2156/quotes.html>.
249. Котирування акцій ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго”. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/transactions/equity/company/17/quotes.html>.
250. Котирування акцій ВАТ “Західенерго”. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kinto.com/research/marketupdate/transactions/equity/company/203/quotes.html>.
251. Котирування акцій ВАТ “Дніпроенерго”. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://kinto.com/research/marketupdate/quotes/equity/company/33/quotes.html>.
252. Ліхновський П. М. Особливості обліку і аналізу фінансових інвестицій на основі використання П(С)БО 12 / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2002. – Вип. 11, Ч. 2. – С. 16–19.
253. Ліхновський П. М. Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій в облігації / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2004. – Вип. 13, Ч. 2. – С. 144–148.
254. Ліхновський П. М. Особливості обліку фінансових інвестицій за методом участі в капіталі / П. М. Ліхновський // [“Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть”]: тези доп. Міжнар. наук.-теор. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених., (Тернопіль, 12 берез. 2004 р.) / відп. за вип. Олексюк. О. С.– Тернопіль: ТІЕП, 2004. – С. 94 – 95.
255. Ліхновський П. М. Облік фінансових інвестицій за методом участі в капіталі / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2005. – Вип. 14. – С. 155–158.
256. Ліхновський П. М. Інтегральний аналіз інвестиційних якостей фінансових

- інструментів фондового ринку / П. М. Ліхновський // [“Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації”]: зб. тез доп. Другої міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених, (Тернопіль, 24 – 25 лютого 2005 року) Ч. 2. / відп. за вип. к.е.н. Монастирський Г. Л., – Тернопіль:ТАНГ, 2005. – С. 372 – 374.
257. Ліхновський П. М. Практика застосування  $\beta$ -коефіцієнта в аналізі інвестиційної привабливості акцій українських компаній / П. М. Ліхновський // Економічний аналіз. – 2010. – Вип. 7. – С. 195–198.
258. Ліхновський П. М. Проблемні питання практики застосування коефіцієнта P/E в оцінці акцій компаній / П. М. Ліхновський // [“Важелі і механізми формування сталого розвитку економіки в умовах світової глобалізації”]: зб. тез доп. міжнар. наук.-практ. Інтернет-конф., (Тернопіль, 09 – 10 груд. 2010 р.) Ч. 1. / відп. за вип. к.е.н. Сава А. П. – Тернопіль: Тернопільський інститут АПВ НААН, 2010. – С. 355 – 356.
259. Ліхновський П. М. Оцінка інвестиційної привабливості акцій на основі коефіцієнта P/B / П. М. Ліхновський // Економічний аналіз. – 2011. – Вип. 8, Ч.1. – С. 435–440.
260. Ліхновський П. М. Коефіцієнт P/S як індикатор інвестиційної привабливості акцій / П. М. Ліхновський // Науковий вісник ЧДІЕУ. Серія 1, Економіка. – 2011. – № 2(10). – С. 214–220.
261. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
262. Аньшин В. Инвестиционный анализ: Учеб.- практ. пособие. / Аньшин В.М. – 3-е изд., испр. – М.: Дело, 2004. – 280 с. (Сер. “Библиотека современного менеджера”).
263. Барбаумов В. Е. Финансовые инвестиции: Учебник / В. Е. Барбаумов, И. М. Гладких, А. С. Чуйко. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.: ил.
264. Економічний аналіз: Навч. посібник / М. А. Боллох, В. З. Бурчевський, М. І. Горбаток та ін.; За ред. акад. НАНУ, проф. М. Г. Чумаченка. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2003. – 556 с.

265. Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – 4 –е изд. – М.: Издательско-торговая корпорация “Дашков и К<sup>о</sup>”, 2006. – 544 с.:ил.
266. Дамодаран А. Инвестиционные байки: разоблачение мифов о беспроигрышных биржевых стратегиях / Пер. с англ. под ред. В. В. Ильина. – Спб.: Питер, 2007. – 480 с. – (Серия “Академия биржевой торговли”).
267. Ukraine Strategy 2008. In step and on the horizon: Growth stories for 2008 – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [www.dragon-capital.com](http://www.dragon-capital.com).
268. Долінський Л. Б. Дослідження можливостей застосування ринкової моделі Шарпа для оцінювання доходності на біржовому фондовому ринку України / Л. Б. Долінський, Д. М. Стащук – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Mise/2010\\_81/dolin.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Mise/2010_81/dolin.pdf).
269. Ліхновський П. М. Проблемні питання аналізу фінансових інвестицій за допомогою комп’ютерної техніки / П. М. Ліхновський // Матеріали III всеукраїнської наукової конференції з фінансового аналізу студентів та аспірантів, (Львів, 19 – 21 квіт. 2004 р.) / відп. за вип. Кінаш О.М. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, ЛБІ НБУ, 2004. – С. 153 – 155.
270. Шкарабан С. І., Ліхновський П. М. Індекс інвестиційної привабливості акцій як інструмент підвищення відбору недооцінених цінних паперів / С. І. Шкарабан, П. М. Ліхновський // [“Формування та розвиток економіки в сучасних умовах господарювання”]: зб. тез доп. Всеукр. наук.-практ. інтернет-конфер., (Луцьк, 23 – 24 грудня 2010 р.). – Луцьк: ВІЕМ, 2011. – С. 167–169.
271. Ліхновський П. М. Портфель цінних паперів на основі  $\beta$ -коефіцієнта з моделі У. Шарпа: вибір активів та оцінка ефективності / П. М. Ліхновський // Фінансова система України. – 2011. – Вип. 16. – С. 615–624.

## **ДОДАТКИ**

Додаток А  
Фінансові коефіцієнти

Показник	Алгоритм розрахунку
<b>Показники управління активами</b>	
1. Капіталовіддача активів	Чистий обсяг продаж / Активи
2. Оборотність запасів	Собівартість реалізованої продукції / Запаси
3. Оборотність дебіторської заборгованості	Чистий обсяг продаж / Дебіторська заборгованість по чистій реалізованій продукції
4. Середній період обороту дебіторської заборгованості	365 / Оборотність дебіторської заборгованості
<b>Показники рентабельності</b>	
1. Валова рентабельність продажів	Валовий прибуток / Обсяг продаж
2. Операційна рентабельність	Прибуток від операційної діяльності (ЕВІТ) / Обсяг продаж
3. Чиста рентабельність продажів	Чистий прибуток / Обсяг продаж
4. Доходність активів	Чистий прибуток / Активи
5. Доходність акціонерного капіталу	(Чистий прибуток – Дивіденди на привілейовані акції) / Акціонерний капітал
<b>Показники платоспроможності</b>	
1. Поточна платоспроможність	Оборотні активи / Поточні зобов'язання
2. Абсолютна платоспроможність	(Оборотні активи – Запаси) / Поточні зобов'язання
<b>Показники фінансового ризику</b>	
1. Коефіцієнт покриття процентів	Прибуток від операційної діяльності (ЕВІТ) / Фінансові видатки
2. Коефіцієнт заборгованості в загальній сумі активів	Поточні та довгострокові зобов'язання / Активи

Джерело: [96, с. 122].



## Додаток Б.1

**П'ятнадцять пунктів методики Ф. Фішера**

Пункт 1. Чи володіє компанія продуктами або послугами, які мають ринковий потенціал достатній для того, щоб підтримати суттєвий ріст обсягів продажу протягом кількох років ?

Пункт 2. Чи має намір керівництво компанії продовжити розробку продуктів та розвивати процеси, які забезпечать зростання потенціалу збуту після того, як значною мірою буде вичерпаний потенціал росту асортименту продукції, що є привабливою сьогодні ?

На перший погляд, пункт 2 може здаватись повторенням пункту 1. Але насправді це не так. Пункт 1 – це констатація факту, оцінка потенціального росту продажу продукту або послуги, які зараз виробляють (надають). Пункт 2 – це питання компетентності керівництва. Наскільки компанія усвідомлює, що з часом використає весь потенціал ринку і для продовження росту їй у певний момент необхідно буде розпочати освоєння нових ринків. Найбільший інвестицій інтерес має така компанія, в якій є хороший рейтинг за першим пунктом та позитивну націленість за другим.

Пункт 3. Наскільки (враховуючи розмір) є результативною компанія у сфері науково-дослідних та експериментально-конструкторських роботах ?

Пункт 4. Чи володіє компанія організацією збуту вище середнього рівня ?

Пункт 5. Чи має компанія достатню норму прибутку ?

Пункт 6. Що робить компанія для того, щоб зберегти або підвищити норму прибутку ?

Пункт 7. Чи створена в компанії найкраща модель трудових відносин та стосунків з персоналом ?

Пункт 8. Чи створені в компанії найкращі відносини між працівниками керівних посад ?

Пункт 9. Чи є в компанії резерв керівників ?

Пункт 10. Наскільки ефективно в компанії здійснюється аналіз витрат та бухгалтерський контроль ?

Пункт 11. Чи є інші можливості або галузеві особливості бізнесу, що можуть дати інвестору ключ до розуміння ефективності компанії порівняно з конкурентами ?

Пункт 12. Якої стратегії одержання прибутку – короткотермінової чи довготермінової – дотримується компанія ?

Пункт 13. Чи потребує ріст компанії найближчим часом суттєвого фінансування через емісію цінних паперів у таких розмірах, що зростання кількості акцій в обігу “з’їсть” значну частину доходів, які акціонери могли б одержати від росту ?

Пункт 14. Чи немає ситуації, що команда керівників охоче веде діалог з інвесторами про стан справ в компанії, коли все гаразд, але “набирають води”, коли з’являються проблеми ?

Пункт 15. Чи очолює компанію команда керівників, чесність яких не викликає сумніву ?

Джерело: [97, с. 43 – 87].

## Додаток Б.2

**Десять пунктів “не” для інвесторів за методикою Ф. Фішера**

1. Не вкладайте кошти в компанії, які розпочали своє просування на ринок.
2. Не гребуйте хорошими акціями лише тому, що ними торгують тільки на позабіржовому ринку.
3. Не купуйте акцій тільки тому, що вам подобається “тон” річного звіту. Тут варто зазначити зауваження Ф. Фішера про те, що звіти пишуть з розрахунком на зростання репутації компанії, показуючи корпорацію з кращого боку. Однак існують рідкісні випадки збалансованого та всебічного аналізу реальних проблем та труднощів, з якими стикається компанія.
4. Не думайте, що висока ціна акцій відносно прибутків обов’язково вказує на те, що в ній уже врахований подальший ріст прибутків.
5. Не дозволяйте “вісімкам” та “четвертинкам” відволікати вас від головного. Це правило означає, що у випадку правильного вибору компанії для інвестування, а курс акцій досить привабливий, – варто купувати за ринковою ціною. При цьому будь-яка переплата восьмої, четвертої або половинки пункту ціни не мають значення порівняно з тим доходом, який може бути втрачений, якщо не придбати акції. У книзі Ф. Фішер наводить хороший приклад втрат у разі не дотримання цього правила.
6. Не перестарайтесь в диверсифікації. Ф. Фішер наголошує, що покупка акцій компаній, які вам маловідомі, з метою зниження ризиків портфеля акцій, може бути ризикованішою, ніж неадекватна диверсифікація. З метою диверсифікації автор поділяє акції на групи А, В, С залежно від ступеня ризику інвестування. Ф. Фішер не є прихильником диверсифікації та наголошує, що краще невелика кількість “козирних” (високодохідних) акцій, ніж “перебрати” в диверсифікації.
7. Не бійтесь купувати на хвилі “передвоєнної” паніки. Аргумент для покупки акцій – зростання їх ціни в результаті знецінення грошей в такі періоди.

Але це правило дійсне лише за умови, що війна відбувається не на території держави фондового ринку, на якому ми працюємо.

8. Не забувайте про Гілберта та Саллівана. Цей пункт звертає увагу на те, що не варто приділяти надмірної уваги статистичним показникам минулих років, які характеризують доходи компанії та особливо діапазон коливання курсів акції за певний період, оскільки це майже не стосується справи. Важливіше питання: достатність якісних змін, що відбулися чи можуть відбутись у майбутньому, з метою виправданого зростання цін на акції аналізованої компанії. Іншими словами: першочергове значення має інформація про те, що може відбутись з компанією найближчим часом, а не ретроспективний аналіз.

9. Не помиляйтесь у визначенні моменту та визначенні ціни під час покупки акцій зростання.

10. Не йдіть за “масами”. Базуючись на фактах та логіці, слід вивчити популярність або заниженість ціни тієї компанії чи акції певної галузі у фінансових колах. Враховуючи фінансовий стан та недооціненості ринком цих акцій, інвестор не повинен “йти за масами”, а придбати акції та одержати значну вигоду. З іншого боку, завжди треба переконатися в доцільності купівлі акцій, що є фаворитами у певний період.

Джерело: [97, с. 166 – 200].

## Додаток В.1

**Правила інвестування від У. Баффета**

1. Занотуйте Ваш план дій або тримайте його в умі, а головне – якнайточніше дотримуйтесь його на практиці.
2. Якщо будь-які обставини або нова інформація значно змінять ситуацію, внесіть зміни у свій план дій.
3. Вивчіть динаміку обсягів продажу та прибутку компанії. Проаналізуйте джерела їх одержання.
4. Сконцентруйте на потенційному об'єкті інвестування. Ретельно проаналізуйте номенклатуру продукції, що виробляється компанією, або послуги, які надаються, її позиції в галузі загалом і порівняно з ближчими конкурентами.
5. Збирайте щонайбільше інформації про людей, які управляють компанією.
6. Якщо ви знайшли чудовий об'єкт для інвестування, не звертайте уваги на несприятливі прогнози динаміки ринку або економіки в цілому.
7. Не інвестуйте тільки для того, щоб вкласти гроші. Якщо відповідних об'єктів немає, то зберігайте свій капітал в грошовій формі. Багато хто надто емоційний інвестор, не знайшовши ідеального об'єкта для інвестування, купує те, що є, а потім шкодує про це.
8. Визначіть, що для вас є відоме, а що ні. Інвестуйте лише в ті компанії, бізнес яких ви знаєте.

Джерело: [96, с. 37 – 38].

## Додаток В.2

**Критерії відбору компанії для інвестицій У. Баффета**

1. Інвестиційний аналіз фінансової звітності.
2. Розуміння моделі бізнесу компанії.
3. Корпоративні цілі та стратегія їх реалізації.
4. Фінансова стійкість та платоспроможність.
5. Перевага програм зворотного викупу акцій.
6. Підприємницькі ризики.
7. Звіт аудиторів.
8. Пошук компаній зі стійкою динамікою росту обсягів продажу та прибутку.
9. Прибуток на власний капітал та чистий грошовий потік.
10. Пошук компанії з високим рівнем рентабельності продажу.
11. Аналіз динаміки власного капіталу.
12. Доходність власного капіталу (ROE) – важливий фактор вибору.
13. Заборгованість як фактор вибору.
14. Огляд методик розрахунку “ціна/прибуток”.
15. Доходність інвестицій і темпи росту компанії.

Джерело: [96, с. 42 – 65].

## Додаток Г

**Критерії інвестування Т. Роу Прайса**

1. Дієздатність та репутація топ-менеджера.
2. Значною частиною акцій компанії володіють топ-менеджери та члени ради директорів.
3. Перевага товарів або послуг компанії над товарами і послугами конкурентів, постійний попит споживачів на них.
4. Постійний ріст обсягів продажу, прибутків та дивідендів.
5. Стійка висока рентабельність операційної діяльності.
6. Висока доходність акціонерного та сумарно інвестованого капіталу.
7. Високий кредитний рейтинг компанії та порівняно невеликі зобов'язання у складі інвестованого капіталу.
8. Активне інвестування в дослідження та розробки, їх високий рівень, – що можна підтвердити прогресивністю та технічним рівнем продуктів, які випускаються.
9. Лідерство у галузі, суттєві конкурентні переваги.
10. Моральний клімат в колективі, модель оплати праці, яка дозволяє наймати та утримувати кращих спеціалістів.
11. Привабливість поточного курсу акцій компанії, зважаючи на майбутні прибутки та динаміку коефіцієнта “ціна/прибуток”.

Джерело: [96, с. 222 – 223].

## Додаток Д

**Основний перелік факторів досліджуваних під час галузевого аналізу**

<b>I. Визначення галузі</b>
А. Характеристика основного продукту або послуги
Б. Конкурентні та доповнювальні галузі
В. Вплив держави
Г. Ризики галузі, можливі негативні ситуації та вплив, що вони здійснюють на об'єкт інвестування
<b>II. Розвиток галузі</b>
А. Цикл життя основного продукту
1. Типовий зразок продукту
- Основні витрати
- Операційний прибуток
2. Поточний цикл в галузі
3. Перерви в циклі (якісні стрибки в технологіях, форс-мажорні обставини – війна і т.д.)
Б. Потенційний ріст продажів
1. Попит на продукт
- Насиченість ринкового попиту, який вже існує
- Конкурентні товари
- Зміна попиту в довгостроковій перспективі
2. Пропозиція виробничих факторів для виробництва продукту
- Капітал
- Праця
- Сировина
В. Вплив макроекономіки
<b>III. Конкуренція всередині галузі</b>
А. Конкуренція на внутрішньому ринку
1. Провідні компанії галузі
2. Потенційні конкуренти
Б. Конкуренція на зовнішньому ринку
1. Іноземні компанії – конкуренти
2. Залежність від іноземних компаній

Джерело: [112, с. 239].



## Додаток Е

### Характеристика факторів конкуренції в галузі

#### 1. Загроза появи нових конкурентів.

Поява в галузі нових конкурентів призводить до тиску на ціни і зниження прибутку. Навіть тоді, коли потенційний конкурент не вступав у галузь, але має для цього необхідний потенціал, то тільки це спричинить тиск на рівень цін та прибуток, оскільки високі ціни та високий рівень прибутку залучать в галузь нових конкурентів. Тому бар'єри, які перешкоджають новим конкурентам входити в галузь, можуть бути одними з ключових факторів, що визначають прибутковість цієї галузі. Ці бар'єри можуть бути різних форм. Наприклад, активні фірми в галузі можуть мати довгострокові зв'язки з покупцями та постачальниками, дублювання яких обійдеться новачкові у велику суму. Звичка покупців до товарів певної марки також може створювати труднощі для нових компаній, які вступають в галузь, і може потребувати гнучкішої цінової політики. Власність на ноу-хау або захист патентом також можуть надавати компаніям переваги в роботі на ринку. Сам досвід роботи на ринку може надати фірмі досить відчутні переваги, оскільки знання отримується лише з часом.

#### 2. Конкуренція серед конкурентів, які вже існують.

Якщо в галузі діють кілька фірм-конкурентів, то це найчастіше означає, що вони ведуть цінову конкуренцію і цим же знижують рівень рентабельності, оскільки кожен з них старається захопити більшу частку ринку. Повільні темпи росту галузі стимулюють цей процес, тому що в таких умовах розширення частки ринку фірми можливо тільки завдяки її конкурентам. Високий рівень постійних витрат також чинить тиск на зниження ціни, оскільки вимагає від фірми максимального використання виробничих потужностей. У галузях, де виготовляють однорідний продукт, тиск на ціни також порівняно більший, тому що фірми не мають можливості конкурувати через диференціацію продукту.

#### 3. Ціновий тиск із боку товарів-замінників.

Присутність товарів-замінників означає, що галузеві фірми будуть стикатися з конкуренцією зі сторони компаній у суміжних галузях. Наприклад,

виробники шерстяних тканин конкурують із виробниками штучних волокон. Присутність товарів-субститутів обмежує рівень цін на цей товар.

#### 4. Ринковий тиск з боку постачальників.

Якщо постачальник основних або комплектуючих матеріалів монополіст, то це дає йому можливість підвищувати ціни на матеріали та комплектуючі, одержувати додатковий прибуток від галузі.

Ключовим фактором, який визначає ступінь тиску зі сторони постачальників, є присутність ресурсів-субститутів. Якщо вони доступні, то постачальники не зможуть чинити суттєвий тиск та підвищувати ціни.

#### 5. Ринковий тиск з боку покупців.

Якщо покупець купує значну частину обсягу виготовленої галузевої продукції, то він може чинити значний тиск на виробників, знижуючи ціни. Наприклад, автоскладальні підприємства можуть суттєво впливати на виробників комплектуючих для автомобілів. Це може значно знизити рентабельність виробників запчастин.

Джерело: [113; 3, с. 600].

## Додаток Ж

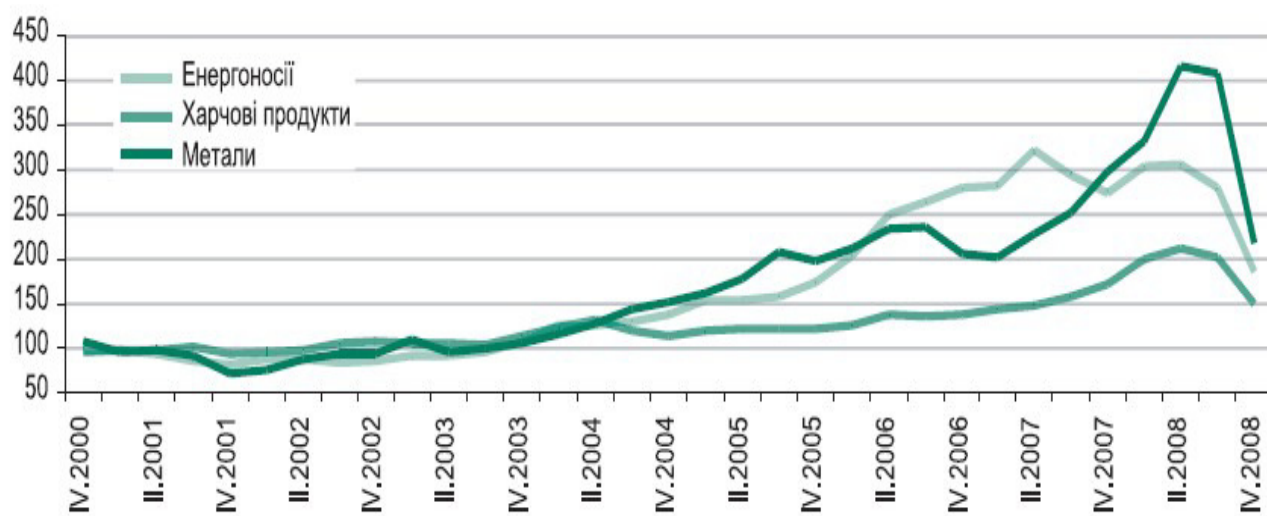
## Динаміка фондових індексів у 2005 – 2010 роках

(дані станом на кінець періоду)

Період	Фондові індекси							
	ПФТС	RTS	DAX	S&P500	DJI	Nasdaq	Nikkei 225	SSE
<b>2005</b>	353	1126	5408	1248	10718	2205	16111	1161
<b>2006</b>	499	1910	6597	1418	12463	2415	17226	2675
<b>2007</b>	1174	2291	8067	1468	13265	2652	15308	5262
<b>2008</b>	301	632	4810	903	8776	1577	8860	1821
<b>2009</b>	572,9	1445	5957	1115	10428	2269	10546	3277
<b>2010</b>	975,1	1770	6914	1258	11578	2653	10229	2808
	Приріст, %							
<b>За 2006 рік</b>	41,36	69,63	21,99	13,62	16,28	9,52	6,92	130,40
<b>За 2007 рік</b>	135,34	16,22	19,31	4,43	7,29	10,17	-8,97	82,09
<b>За 2008 рік</b>	-74,33	-72,41	-40,37	-38,49	-33,84	-40,54	-42,12	-65,39
<b>За 2009 рік</b>	90,07	128,62	23,85	23,45	18,82	43,89	19,04	79,98
<b>За 2010 рік</b>	70,20	22,54	16,06	12,78	11,02	16,91	-3,01	-14,31

Джерело: складено автором за [124 – 127].

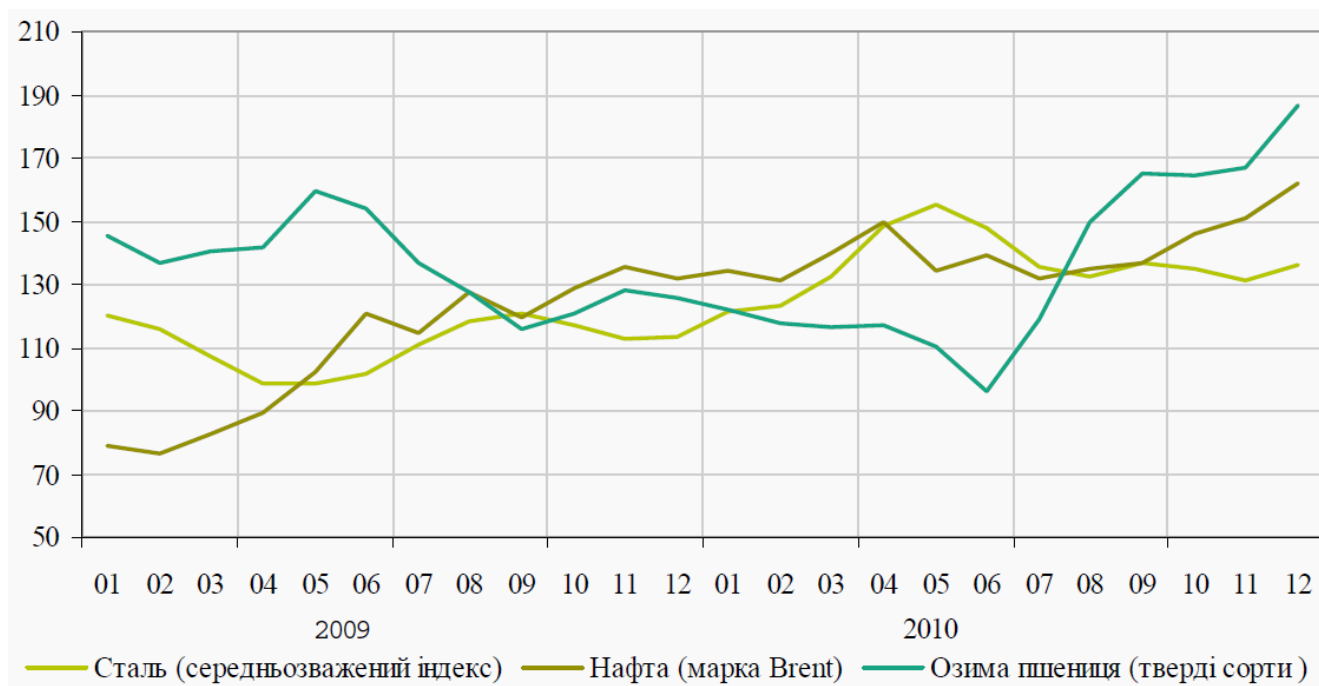
## Додаток 3.1

**Динаміка цін на харчові та основні сировинні продукти  
(індекс 2000 р. = 100)**

Джерело: [130, с. 40].

## Додаток 3.2

## Динаміка цін на харчові та основні сировинні продукти (індекс, 12.2005=100)



Джерело: [131, с. 12].

## Додаток И.1

**Окремі країни з розвинутою економікою: реальний ВВП, споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття (річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
	Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Країни з розвинутою економікою</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>
США	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Зона євро <sup>4,5,6</sup>	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Японія	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Об'єднане Королівство <sup>3</sup>	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Канада	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
Інші держави з розвинутою економікою <sup>7</sup>	5,7	3,9	3,8	2,3	3,1	2,6	5,1	5,5	4,8	5,0	4,5	4,4
<i>Для довідки</i>												
Нові індустріальні держави Азії	8,4	4,9	4,5	2,3	3,8	2,9	7,1	6,3	6,0	4,1	3,6	3,6

Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятись.
4. Базується на гармонізованому індексу споживчих цін Євростату.
5. Позиція по рахунку поточних операцій скоректована з врахуванням розходжень у звітності по операціях всередині зони євро.
6. Виключаючи Естонію.
7. Виключаючи США, зона євро і Японія, але з Естонією.

Джерело: [135, с. 65].

## Додаток И.2

**Окремі країни Європи: реальний ВВП, споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття (річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
	Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Європа</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	...	...	...
<b>Країни Європи з розвинутою економікою<sup>4</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>
Зона євро <sup>5,6,7</sup>	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Німеччина	3,5	2,5	2,1	1,2	2,2	1,5	5,3	5,1	4,6	6,9	6,6	6,5
Франція	1,5	1,6	1,8	1,7	2,1	1,7	-2,1	-2,8	-2,7	9,7	9,5	9,1
Італія	1,3	1,1	1,3	1,6	2,0	2,1	-3,5	-3,4	-3,0	8,5	8,6	8,3
Іспанія	-0,1	0,8	1,6	2,0	2,6	1,5	-4,5	-4,8	-4,5	20,1	19,4	18,2
Нідерланди	1,7	1,5	1,5	0,9	2,3	2,2	7,1	7,9	8,2	4,5	4,4	4,4
Бельгія	2,0	1,7	1,9	2,3	2,9	2,3	1,2	1,0	1,2	8,4	8,4	8,2
Австрія	2,0	2,4	2,3	1,7	2,5	2,0	3,2	3,1	3,1	4,4	4,3	4,3
Греція	-4,5	-3,0	1,1	4,7	2,5	0,5	-10,4	-8,2	-7,1	12,5	14,8	15,0
Португалія	1,4	-1,5	-0,5	1,4	2,4	1,4	-9,9	-8,7	-8,5	11,0	11,9	12,4
Фінляндія	3,1	3,1	2,5	1,7	3,0	2,1	3,1	2,8	2,6	8,4	8,0	7,8
Ірландія	-1,0	0,5	1,9	-1,6	0,5	0,5	-0,7	0,2	0,6	13,6	14,5	13,3
Словацька Республіка	4,0	3,8	4,2	0,7	3,4	2,7	-3,4	-2,8	-2,7	14,4	13,3	12,1
Словенія	1,2	2,0	2,4	1,8	2,2	3,1	-1,2	-2,0	-2,1	7,2	7,5	7,2
Люксембург	3,4	3,0	3,1	2,3	3,5	1,7	7,7	8,5	8,7	6,1	5,9	5,8
Естонія	3,1	3,3	3,7	2,9	4,7	2,1	3,6	3,3	3,1	16,9	14,8	12,8
Кіпр	1,0	1,7	2,2	2,6	3,9	2,8	-7,0	-8,9	-8,7	6,8	6,5	6,3
Мальта	3,6	2,5	2,2	2,0	3,0	2,6	-0,6	-1,1	-2,3	6,5	6,5	6,4
Об'єднане Королівство	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Швеція	5,5	3,8	3,5	1,9	2,0	2,0	6,5	6,1	5,8	8,4	7,4	6,6
Швейцарія	2,6	2,4	1,8	0,7	0,9	1,0	14,2	13,2	12,8	3,6	3,4	3,3
Чеська Республіка	2,3	1,7	2,9	1,5	2,0	2,0	-2,4	-1,8	-1,2	7,3	7,1	6,9
Норвегія	0,4	2,9	2,5	2,4	1,8	2,2	12,9	16,3	16,0	3,6	3,6	3,5
Данія	2,1	2,0	2,0	2,3	2,0	2,0	5,0	4,8	4,8	4,2	4,5	4,4
Ісландія	-3,5	2,3	2,9	5,4	2,6	2,6	-8,0	1,1	2,1	8,1	7,5	6,5
<b>Країни Європи з ринком, що формується<sup>8</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,7</b>	...	...	...
Туреччина	8,2	4,6	4,5	8,6	5,7	6,0	-6,5	-8,0	-8,2	11,9	11,4	11,0
Польща	3,8	3,8	3,6	2,6	4,1	2,9	-3,3	-3,9	-4,2	9,0	9,0	8,7
Румунія	-1,3	1,5	4,4	6,1	6,1	3,4	-4,2	-5,0	-5,2	7,6	6,6	5,8
Угорщина	1,2	2,8	2,8	4,9	4,1	3,5	1,6	1,5	0,9	11,2	11,5	10,9
Болгарія	0,2	3,0	3,5	3,0	4,8	3,7	-0,8	-1,5	-2,0	10,3	8,0	6,7
Сербія	1,8	3,0	5,0	6,2	9,9	4,1	-7,1	-7,4	-6,6	19,4	19,6	19,8
Хорватія	-1,4	1,3	1,8	1,0	3,5	2,4	-1,9	-3,6	-3,6	12,3	12,8	12,3
Литва	1,3	4,6	3,8	1,2	3,1	2,9	1,8	-0,9	-2,9	17,8	16,0	14,0
Латвія	-0,3	3,3	4,0	-1,2	3,0	1,7	3,6	2,6	1,5	19,0	17,2	15,5

Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятись.
4. Включаючи Естонію.
5. Позиція по рахунку поточних операцій скоректована з врахуванням розходжень у звітності по операціях всередині зони євро.
6. Базується на гармонізованому індексі споживчих цін Євростату.
7. Виключаючи Естонію.
8. Включаючи Албанію, Боснію і Герцеговину, Косово, колишню югославську республіку Македонія, Сербію і Чорногорію.

Джерело: [135, с. 69].

## Додаток И.3

**Співдружність Незалежних Держав: реальний ВВП, споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття (річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
	Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози		
	2010	2011	2012	2010	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Співдружність Незалежних Держав (СНД)<sup>4</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	...	...	...
Росія	4,0	4,8	4,5	6,9	9,3	8,0	4,9	5,6	3,9	7,5	7,3	7,1
Україна	4,2	4,5	4,9	9,4	9,2	8,3	-1,9	-3,6	-3,8	8,1	7,8	7,2
Казахстан	7,0	5,9	5,6	7,4	9,1	6,4	2,5	5,8	4,2	5,8	5,7	5,6
Білорусь	7,6	6,8	4,8	7,7	12,9	9,7	-15,5	-15,7	-15,2	0,7	0,7	0,7
Азербайджан	5,0	2,8	2,5	5,7	10,3	7,5	27,7	28,4	24,2	6,0	6,0	6,0
Туркменія	9,2	9,0	6,4	4,4	6,1	7,3	-11,4	-4,7	-3,9	...	...	...
Монголія	6,1	9,8	7,1	10,2	16,4	16,0	-15,2	-13,3	-14,0	3,3	3,0	3,0
<b>Країни СНД з низькими доходами</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	...	...	...
Узбекистан	8,5	7,0	7,0	9,4	11,6	12,3	6,7	10,0	6,7	0,2	0,2	0,2
Грузія	6,4	5,5	4,8	7,1	12,6	7,9	-9,8	-13,0	-12,0	16,8	16,7	16,5
Вірменія	2,6	4,6	4,3	8,2	9,3	5,5	-13,7	-12,4	-11,3	7,0	7,0	7,0
Таджикистан	6,5	5,8	5,0	6,5	13,9	9,7	2,2	-4,1	-7,2	...	...	...
Киргизька Республіка	-1,4	5,0	6,0	7,8	18,8	9,3	-7,4	-6,7	-7,8	5,8	5,6	5,5
Молдова	6,9	4,5	4,8	7,4	7,5	6,3	-10,9	-11,1	-11,2	7,4	6,5	6,0
<i>Для довідки</i>												
Чисті експортери енергоресурсів <sup>5</sup>	4,4	5,0	4,6	6,9	9,4	8,0	5,3	6,3	4,5	...	...	...
Чисті імпортери енергоресурсів <sup>6</sup>	5,1	5,3	4,9	8,7	10,7	8,7	-6,5	-7,9	-8,0	...	...	...

## Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятися.
4. Грузія та Монголія, котрі не є членами Співдружності Незалежних Держав, були включені в цю групу в силі їх географічного положення та схожих характеристик структури економіки.
5. В групу чистих експортерів енергоресурсів входять Азербайджан, Казахстан, Росія, Туркменістан та Узбекистан.
6. В групу чистих імпортерів енергоресурсів входять Білорусь, Вірменія, Грузія, Киргизька Республіка, Молдова, Монголія, Таджикистан та Україна.

Джерело: [135, с. 75].



## Додаток И.4

**Окремі країни Азії: реальний ВВП, споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття (річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
	Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Азія</b>	8,2	6,7	6,8	4,3	4,7	3,4	3,3	3,1	3,1	...	...	...
<b>Країни Азії з розвинутою економікою</b>	5,3	2,8	3,1	0,8	1,8	1,5	3,4	2,8	2,4	4,8	4,5	4,3
Японія	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Австралія	2,7	3,0	3,5	2,8	3,0	3,0	-2,6	-0,4	-2,1	5,2	5,0	4,8
Нова Зеландія	1,5	0,9	4,1	2,3	4,1	2,7	-2,2	-0,2	-4,4	6,5	6,7	6,2
<b>Нові індустріальні країни Азії</b>	8,4	4,9	4,5	2,3	3,8	2,9	7,1	6,3	6,0	4,1	3,6	3,6
Корея	6,1	4,5	4,2	3,0	4,5	3,0	2,8	1,1	1,0	3,7	3,3	3,3
Тайвань, провінція Китаю	10,8	5,4	5,2	1,0	2,0	2,0	9,4	11,6	10,9	5,2	4,6	4,5
САР Гонконг	6,8	5,4	4,2	2,4	5,8	4,4	6,6	5,2	5,5	4,3	3,6	3,8
Сінгапур	14,5	5,2	4,4	2,8	3,3	3,0	22,2	20,4	19,0	2,2	2,2	2,2
<b>Країни Азії, що розвиваються</b>	9,5	8,4	8,4	6,0	6,0	4,2	3,3	3,3	3,6	...	...	...
Китай	10,3	9,6	9,5	3,3	5,0	2,5	5,2	5,7	6,3	4,1	4,0	4,0
Індія	10,4	8,2	7,8	13,2	7,5	6,9	-3,2	-3,7	-3,8	...	...	...
<b>АСЕАН-5</b>	6,9	5,4	5,7	4,4	6,1	4,7	3,5	2,7	2,2	...	...	...
Індонезія	6,1	6,2	6,5	5,1	7,1	5,9	0,9	0,9	0,4	7,1	6,7	6,5
Таїланд	7,8	4,0	4,5	3,3	4,0	3,4	4,6	2,7	1,9	1,0	1,2	1,2
Філіппіни	7,2	5,5	5,2	1,7	2,8	2,5	11,8	11,4	10,8	3,3	3,2	3,1
Малайзія	7,3	5,0	5,0	3,8	4,9	4,3	4,5	2,9	2,8	7,2	7,2	7,2
В'єтнам	6,8	6,3	6,8	9,2	13,5	6,7	-3,8	-4,0	-3,9	5,0	5,0	5,0
<b>Інші країни Азії, що розвиваються<sup>4</sup></b>	5,7	4,7	5,2	9,1	10,9	9,6	-0,6	-1,3	-1,8	...	...	...
<i>Для довідки</i>												
Країни Азії з ринком, що формується <sup>5</sup>	9,4	7,9	7,9	5,5	5,7	4,0	3,9	3,8	4,0	...	...	

Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятись.
4. В групу країн Азії, що розвиваються входять: Ісламська республіка, Афганістан, Бангладеш, Бруне-Дарусалам, Бутан, Вануату, Камбоджа, Кірибаті, Лаоська НДР, Мальдівські острови, М'янма, Непал, Пакистан, Папуа-Нова Гвінея, Самоа, Соломонові острова, Тімор – Лешті, Тонга, Тувалу, Республіка Фіджі та Шрі-Ланка.
5. До країн Азії з ринком, що формується відносяться всі країни, що входять в групи нових індустріальних країн та країн Азії, що розвиваються.

Джерело: [135, с. 77].

## Додаток И.5

**Окремі країни Західної півкулі: реальний ВВП, споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття (річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
	Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Північна Америка</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
США	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Канада	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
Мексика	5,5	4,6	4,0	4,2	3,6	3,1	-0,5	-0,9	-1,1	5,4	4,5	3,9
<b>Південна Америка</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	...	...	...
Бразилія	7,5	4,5	4,1	5,0	6,3	4,8	-2,3	-2,6	-3,0	6,7	6,7	6,7
Аргентина <sup>4</sup>	9,2	6,0	4,6	10,5	10,2	11,5	0,9	0,1	-0,5	7,7	9,0	8,5
Колумбія	4,3	4,6	4,5	2,3	3,6	2,8	-3,1	-2,1	-2,2	11,8	11,5	11,0
Венесуела	-1,9	1,8	1,6	28,2	29,8	31,3	4,9	7,0	6,3	8,6	8,1	8,6
Перу	8,8	7,5	5,8	1,5	2,7	3,2	-1,5	-2,1	-2,8	8,0	7,5	7,5
Чилі	5,3	5,9	4,9	1,5	3,6	3,2	1,9	0,5	-1,3	8,3	7,2	7,2
Еквадор	3,2	3,2	2,8	3,6	3,5	3,2	-4,4	-4,0	-4,0	7,6	7,3	7,5
Уругвай	8,5	5,0	4,2	6,7	7,2	6,0	0,5	-1,0	-1,6	7,0	6,9	6,8
Болівія	4,2	4,5	4,5	2,5	10,4	5,4	4,8	3,8	4,4	...	...	...
Парагвай	15,3	5,6	4,5	4,7	9,6	9,0	-3,2	-4,1	-3,7	6,1	5,9	5,5
<b>Центральна Америка<sup>5</sup></b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,6</b>	...	...	...
<b>Карибський басейн<sup>6</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,5</b>	...	...	...
<i>Для довідки</i>												
Латинська Америка і Карибський басейн	6,1	4,7	4,2	6,0	6,7	6,0	-1,2	-1,4	-1,8	...	...	...

Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятися.
4. Згідно оцінок приватних аналітиків, інфляція індексу споживчих цін була значно вищою, ніж в офіційних оцінках за період з 2007 року. Влада Аргентини оголосила, що вона розробляє національний індекс споживчих цін (ІСЦ) на заміну використовуваного в даний час ІСЦ Буенос-Айреса. На прохання влади МВФ надає технічну допомогу в цій роботі. Привітні аналітики також вважають, що ріст реального ВВП був значно нижче офіційних оцінок в 2008 і 2009 роках, проте розбіжності між приватними та офіційними оцінками росту реального ВВП в 2010 році скоротилось.
5. Центральна Америка включає: Гватемалу, Гондурас, Коста-Ріку, Нікарагуа, Панаму, Сальвадор.
6. Карибський басейн включає: Антигуа і Барбуду, Багамські острови, Барбадос, Беліз, Гаїті, Гайану, Гренаду, Домініку, Домініканську Республіку, Сент-Вінсент і Гренадіни, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Суринам, Тринідад і Тобаго та Ямаїку.

Джерело: [135, с. 82].

## Додаток И.6

**Окремі країни Африки на південь від Сахари: реальний ВВП, споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття (річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
	Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Африка на південь від Сахари</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	...	...	...
<b>Експортери нафти</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>2,6</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	...	...	...
Нігерія	8,4	6,9	6,6	13,7	11,1	9,5	6,4	14,6	13,3	4,5	4,5	4,5
Ангола	1,6	7,8	10,5	14,5	14,6	12,4	-1,8	6,2	9,5	...	...	...
Екваторіальна Гвінея	-0,8	7,2	4,0	7,5	7,3	7,0	-23,8	-10,2	-9,0	...	...	...
Габон	5,7	5,6	3,3	0,6	2,3	3,4	11,8	17,0	15,3	...	...	...
Республіка Конго	9,1	7,8	4,7	5,0	5,9	5,2	2,7	12,5	16,0	...	...	...
Чад	5,1	4,1	6,0	1,0	3,0	3,0	-21,3	-8,0	-6,1	...	...	...
<b>Країни із середніми доходами</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,1</b>	...	...	...
Південна Африка	2,8	3,5	3,8	4,3	4,9	5,8	-2,8	-4,4	-5,1	24,8	24,4	23,7
Ботсвана	8,6	6,0	6,6	6,9	7,8	7,0	-2,5	-2,4	-0,0	...	...	...
Маврикій	4,0	4,1	4,2	2,9	7,4	4,6	-9,5	-11,6	-9,6	7,5	7,8	7,9
Намібія	4,4	4,8	4,5	4,5	5,9	5,6	-1,1	-0,9	-3,3	...	...	...
Свазіленд	2,0	0,5	1,5	4,5	7,9	6,1	-20,6	-16,0	-12,9	25,0	25,0	25,0
Кабо-Верде	5,4	5,5	6,8	2,1	4,4	5,4	-11,8	-18,0	-15,7	...	...	...
<b>Країни із низькими доходами<sup>4</sup></b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,7</b>	...	...	...
Ефіопія	8,0	8,5	8,0	2,8	12,9	11,2	-4,3	-8,1	-8,1	...	...	...
Кенія	5,0	5,7	6,5	3,9	7,2	5,0	-7,9	-9,3	-7,9	...	...	...
Гана	5,7	13,7	7,3	10,7	8,7	8,7	-7,2	-6,8	-5,2	...	...	...
Танзанія	6,5	6,4	6,6	10,5	6,3	7,0	-8,6	-9,5	-10,7	...	...	...
Камерун	3,0	3,5	4,5	1,3	3,0	2,5	-3,9	-3,1	-3,0	...	...	...
Уганда	5,2	6,0	6,5	9,4	6,1	11,0	-9,9	-10,6	-9,2	...	...	...
Кот-Д'Івуар <sup>5</sup>	2,6	-7,5	6,0	1,4	5,0	2,5	3,9	...	...	...	...	...

## Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятись.
4. Включаючи Бенін, Буркіна-Фасо, Бурунді, Гамбію, Гану, Гвінею, Гвінею-Бісау, Замбію, Зімбабве, Коморські Острови, Демократичну Республіку Конго, Лесото, Ліберію, Мадагаскар, Малаві, Малі, Мозамбік, Нігер, Руанду, Сан-Томе і Принсіпі, Сейшельські острови, Сенегал, Сієра-Леоне, Того, Центральноафриканську Республіку та Еритрею.
5. Прогнози сальдо рахунку поточних операцій не показані у зв'язку з невизначеністю в політичній ситуації.

Джерело: [135, с. 86].

## Додаток И.7

**Окремі країни Близького Сходу та Північної Африки: реальний ВВП,  
споживчі ціни, сальдо рахунку поточних операцій і безробіття  
(річна процентна зміна)**

	Реальний ВВП			Споживчі ціни <sup>1</sup>			Сальдо рахунку поточних операцій <sup>2</sup>			Безробіття <sup>3</sup>		
			Прогнози			Прогнози			Прогнози			Прогнози
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Близький Схід та Північна Африка</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	...	...	...
<b>Експортери нафти<sup>4</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>10,6</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>16,9</b>	<b>15,0</b>	...	...	...
Ісламська Республіка Іран	1,0	-0,0	3,0	12,5	22,5	12,5	6,0	11,7	10,4	...	...	...
Саудівська Аравія	3,7	7,5	3,0	5,4	6,0	5,5	8,7	19,8	13,8	10,5	...	...
Алжир	3,3	3,6	3,2	4,3	5,0	4,3	9,4	17,8	17,4	10,0	9,8	9,5
Об'єднані Арабські Емірати	3,2	3,3	3,8	0,9	4,5	3,0	7,7	10,4	10,5	...	...	...
Катар	16,3	20,0	7,1	-2,4	4,2	4,1	18,7	36,1	34,0	...	...	...
Кувейт	2,0	5,3	5,1	4,1	6,1	2,7	31,8	39,4	39,4	1,6	1,6	1,6
Ірак	0,8	9,6	12,6	5,1	5,0	5,0	-6,2	-3,2	-0,7	...	...	...
Судан	5,1	4,7	5,6	13,0	9,0	7,0	-8,5	-5,5	-6,6	13,7	12,6	11,4
<b>Імпортери нафти<sup>5</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,5</b>	...	...	...
Єгипет	5,1	1,0	4,0	11,7	11,5	12,0	-2,0	-2,7	-2,3	9,2	9,2	9,1
Марокко	3,2	3,9	4,6	1,0	2,9	2,9	-4,2	-5,7	-4,1	9,0	8,9	8,7
Сірійська Арабська Республіка	3,2	3,0	5,1	4,4	6,0	5,0	-4,4	-4,6	-4,8	8,4	...	...
Туніс	3,7	1,3	5,6	4,4	4,0	3,3	-4,8	-7,8	-5,8	13,0	14,7	14,4
Ліван	7,5	2,5	5,0	4,5	6,5	3,0	-10,2	-12,9	-12,8	...	...	...
Йорданія	3,1	3,3	3,9	5,0	6,1	5,6	-5,4	-8,5	-8,7	12,5	12,5	12,5
<i>Для довідки</i>												
Ізраїль	4,6	3,8	3,8	2,7	3,0	2,5	3,1	3,3	3,1	6,7	5,5	5,0
Магриб <sup>6</sup>	3,5	3,3	4,1	3,2	4,2	3,7	5,3	7,2	7,6	...	...	...
Машрек <sup>7</sup>	5,0	1,5	4,2	9,6	10,0	9,8	-3,6	-4,7	-4,4	...	...	...

Примітки:

1. Зміна споживчих цін показана як середньорічні значення.
2. В процентах ВВП.
3. В процентах. Визначення безробіття в різних країнах можуть відрізнятися.
4. Включає Бахрейн, Єменська Республіка, Лівія та Оман. Виключає Лівію за прогнозні роки, зважаючи на політичну ситуацію.
5. Включає Джибуті та Мавританію.
6. Магриб включає: Алжир, Лівію, Мавританію, Марокко і Туніс. Виключає Лівію за прогнозні роки, зважаючи на політичну ситуацію.
7. Машрек включає: Єгипет, Йорданію, Ліван та Сірійську Арабську Республіку.

Джерело: [135, с. 89].

## Додаток К

### Загальний огляд прогнозів “Перспективи розвитку світової економіки” (процентне співвідношення, якщо не вказано інше)

	У порівнянні з попереднім роком						IV кв. в порівнянні з IV кв.		
			Прогнози		Відмінність від прогнозів ПРСЕ січень 2011 року		Оцінка	Прогнози	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Світові обсяги виробництва<sup>1</sup></b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
<b>Країни з розвинутою економікою</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
США	-2,6	2,8	2,8	2,9	-0,2	0,2	2,7	3,0	2,7
Зона євро <sup>2</sup>	-4,1	1,7	1,6	1,8	0,1	0,1	2,0	1,5	2,1
Німеччина	-4,7	3,5	2,5	2,1	0,3	0,1	4,0	1,9	2,5
Франція	-2,5	1,5	1,6	1,8	0,0	0,0	1,5	1,7	2,0
Італія	-5,2	1,3	1,1	1,3	0,1	0,0	1,5	1,3	1,2
Іспанія	-3,7	-0,1	0,8	1,6	0,2	0,1	0,6	1,1	1,9
Японія	-6,3	3,9	1,4	2,1	-0,2	0,3	2,5	2,5	1,3
Об'єднане Королівство	-4,9	1,3	1,7	2,3	-0,3	0,0	1,5	2,2	2,4
Канада	-2,5	3,1	2,8	2,6	0,5	-0,1	3,2	2,8	2,5
Інші країни з розвинутою економікою <sup>3</sup>	-1,2	5,7	3,9	3,8	0,1	0,1	4,8	4,3	3,7
Нові індустріальні країни Азії	-0,8	8,4	4,9	4,5	0,2	0,2	6,1	5,9	3,8
<b>Країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються<sup>4</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
Центральна та Східна Європа	-3,6	4,2	3,7	4,0	0,1	0,0	3,7	3,7	4,0
Співдружність Незалежних Держав	-6,4	4,6	5,0	4,7	0,3	0,1	4,7	4,5	3,7
Росія	-7,8	4,0	4,8	4,5	0,3	0,1	4,7	4,3	3,5
Крім Росії	-3,1	6,0	5,5	5,1	0,4	-0,1	...	...	...
Країни Азії, що розвиваються	7,2	9,5	8,4	8,4	0,0	0,0	9,2	8,4	8,5
Китай	9,2	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0	9,8	9,4	9,5
Індія	6,8	10,4	8,2	7,8	-0,2	-0,2	9,7	7,7	8,0
АСЕАН-5 <sup>5</sup>	1,7	6,9	5,4	5,7	-0,1	0,0	6,1	5,4	5,6
Близький Схід та Північна Африка	1,8	3,8	4,1	4,2	-0,5	-0,5	...	...	...
Країни Африки на південь від Сахари	2,8	5,0	5,5	5,9	0,0	0,1	...	...	...
Латинська Америка і Карибський басейн	-1,7	6,1	4,7	4,2	0,4	0,1	5,2	5,0	4,6
Бразилія	-0,6	7,5	4,5	4,1	0,0	0,0	5,0	5,0	4,0
Мексика	-6,1	5,5	4,6	4,0	0,4	-0,8	4,4	4,4	3,7
<i>Для довідки:</i>									
Європейський союз	-4,1	1,8	1,8	2,1	0,1	0,1	2,1	1,8	2,4
Темпи росту у світі, розраховані на основі ринкових обмінних курсів	-2,1	3,9	3,5	3,7	0,0	0,1	...	...	...
<b>Обсяг світової торгівлі (товари та послуги)</b>	<b>-10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Імпорт									
Країни з розвинутою економікою	-12,6	11,2	5,8	5,5	0,3	0,3	...	...	...
Країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються	-8,3	13,5	10,2	9,4	0,9	0,2	...	...	...
Експорт									
Країни з розвинутою економікою	-12,2	12,0	6,8	5,9	0,6	0,1	...	...	...
Країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються	-7,5	14,5	8,8	8,7	-0,4	-0,1	...	...	...
<b>Ціни на біржові товари (в доларах США)</b>									
Нафта <sup>6</sup>	-36,3	27,9	35,6	0,8	22,2	0,5	...	...	...
Непаливні товари (середнє значення на основі питомої ваги в світовому експорті біржових товарів)	-15,8	26,3	25,1	-4,3	14,1	1,3	...	...	...
<b>Споживчі ціни</b>									
Країни з розвинутою економікою	0,1	1,6	2,2	1,7	0,6	0,1	1,6	2,2	1,5
Країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються <sup>4</sup>	5,2	6,2	6,9	5,3	0,9	0,5	6,3	5,9	4,2

Продовж. дод. Л

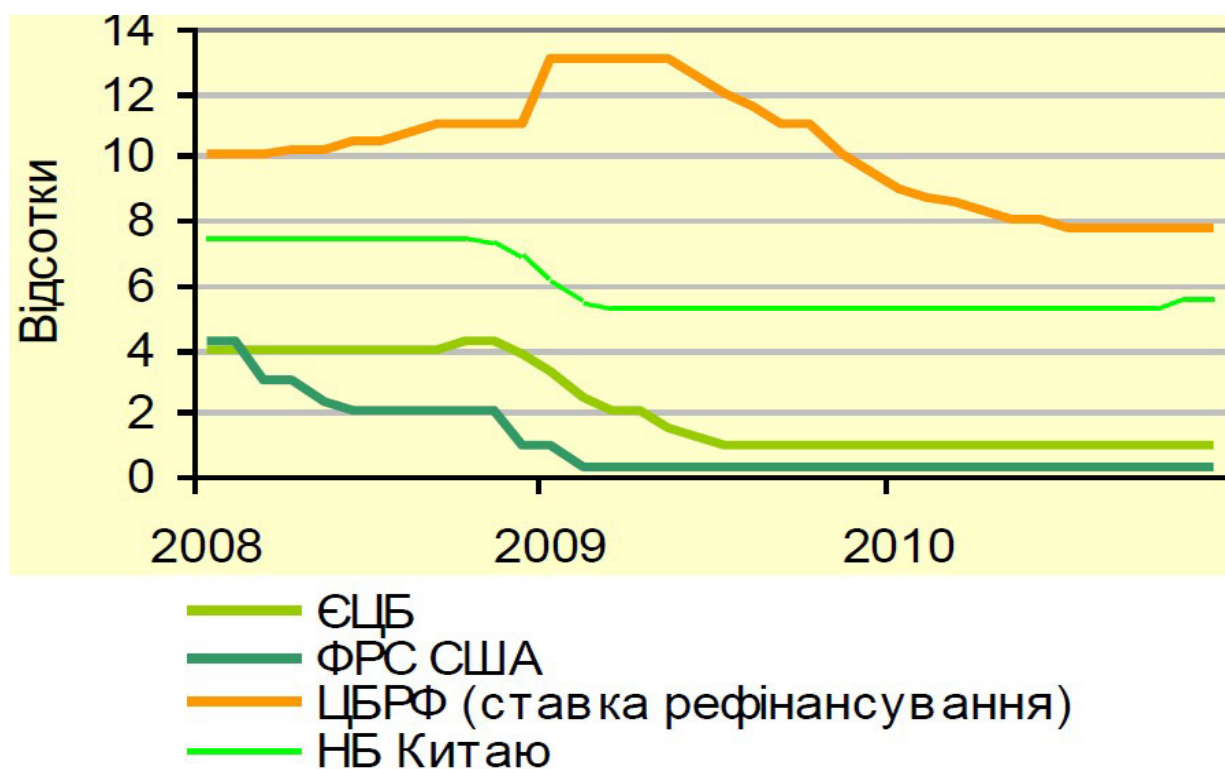
ЛБОР (в процентах) <sup>7</sup>									
По депозитах в доларах США	1,1	0,5	0,6	0,9	-0,1	0,0	...	...	...
По депозитах в євро	1,2	0,8	1,7	2,6	0,5	0,9	...	...	...
По депозитах в єнах	0,7	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	...	...	...

Примітка. Припускається, що реальні ефективні курси залишаються на рівнях, що були 8 лютого по 8 березня 2011 року. Якщо країна розміщена не в алфавітному порядку, то їхня послідовність визначається розміром економіки. Агреговані квартальні дані скоректовані з врахуванням сезонних факторів.

1. Квартальні оцінки та прогнози відображають 90 відсотків світового співвідношення по паритету купівельної спроможності.
2. Окрім Естонії.
3. Окрім США, зони євро і Японії, але включно з Естонією.
4. Квартальні оцінки та прогнози відображають приблизно 79 відсотків виробництва країн з ринком, що формується та країн, що розвиваються.
5. В'єтнам, Індонезія, Малайзія, Таїланд та Філіппіни.
6. Проста середня цін на нафту сортів U.K. Brent, Dubai та West Texas Intermediate. Середня ціна нафти в доларах США за барель склала 79,03 долара США в 2010 році; прогнозована ціна, базується на ф'ючерсних ринках, і складає 107,16 доларів США в 2011 році та 108,00 доларів США в 2012 році.
7. Шестимісячна ставка в випадку валют США та Японії, трьохмісячна ставка доля зони євро.

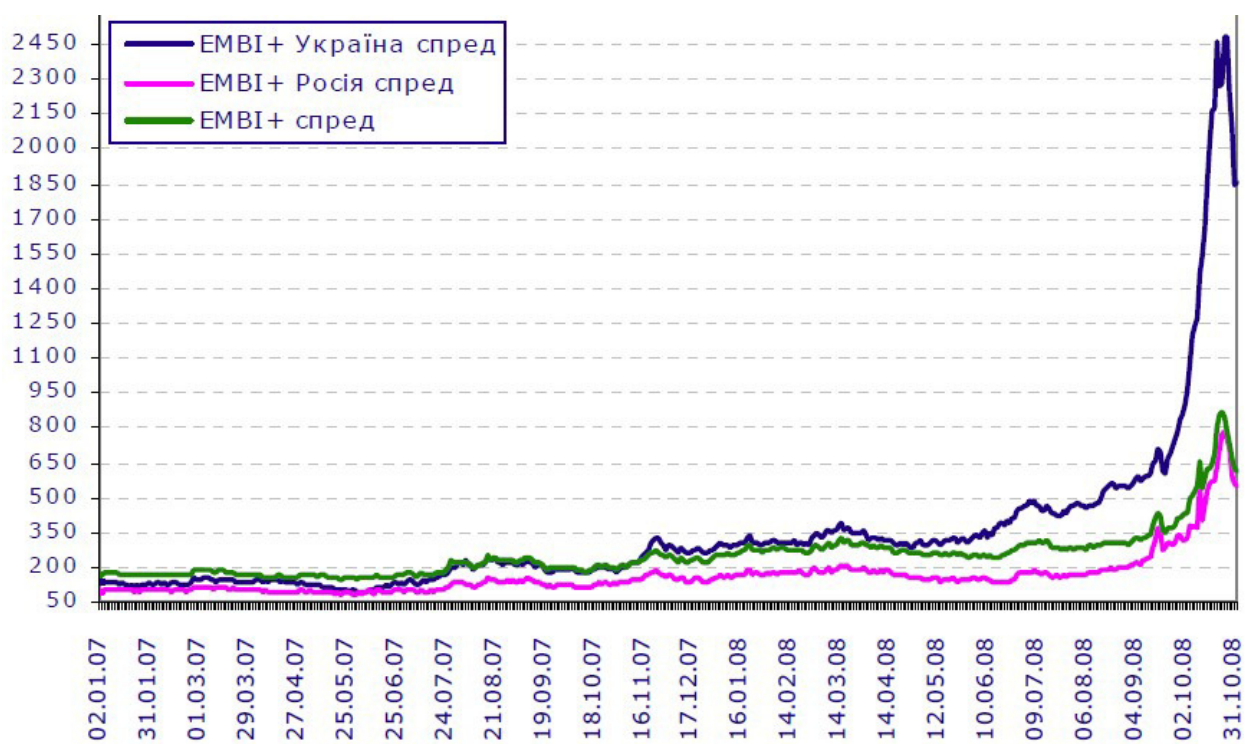
Джерело: [135, с. 2].

## Додаток Л

**Базові відсоткові ставки центральних банків Єврозони, США, Росії та Китаю  
у 2008 – 2010 роках**

Джерело: [134, с. 6].

## Додаток М.1

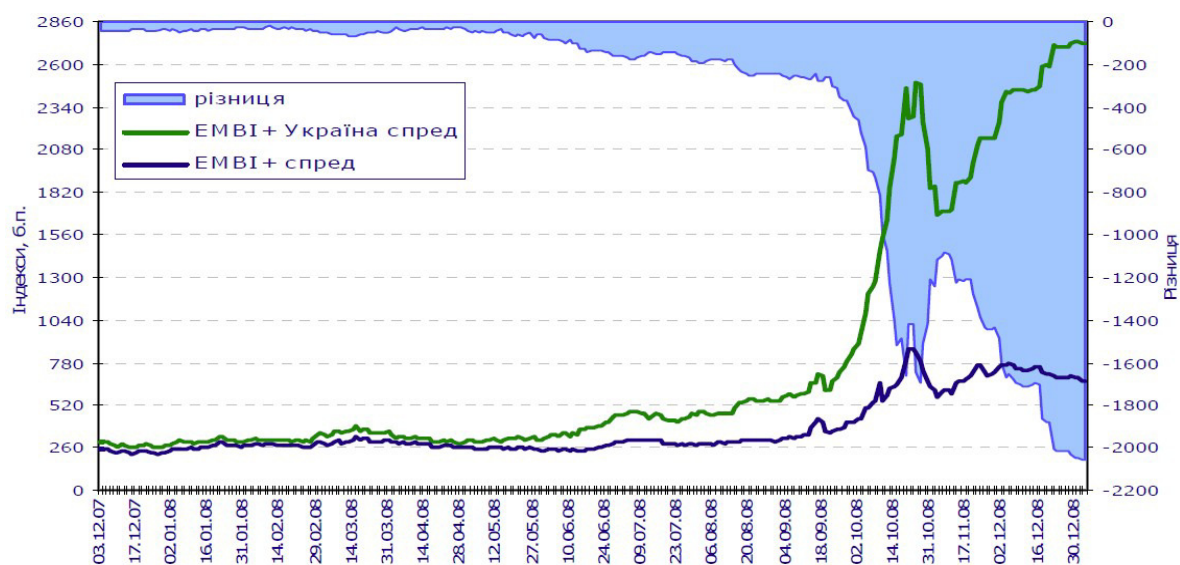
**Індекси ЕМВІ+Україна спред, ЕМВІ+ Росія спред та ЕМВІ + спред з  
02.01.2007 по 31.12.2008 року**

Джерело: [123, с. 5].



## Додаток М.2

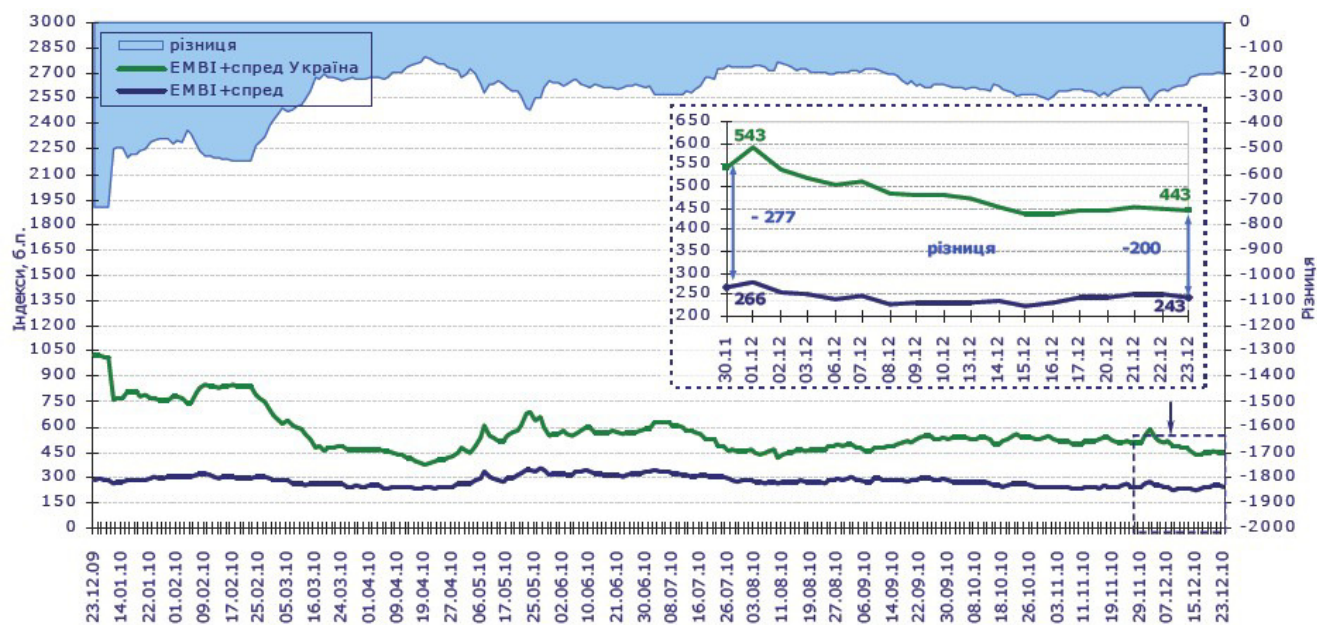
### Індекси ЕМВІ + Україна, ЕМВІ + спред між ними з грудня 2007 по грудень 2008 року



Джерело: [127, с. 5].

## Додаток М.3

### Індекси ЕМВІ+Україна спред та ЕМВІ+спред з 23.12.2009 по 23.12.2010 року

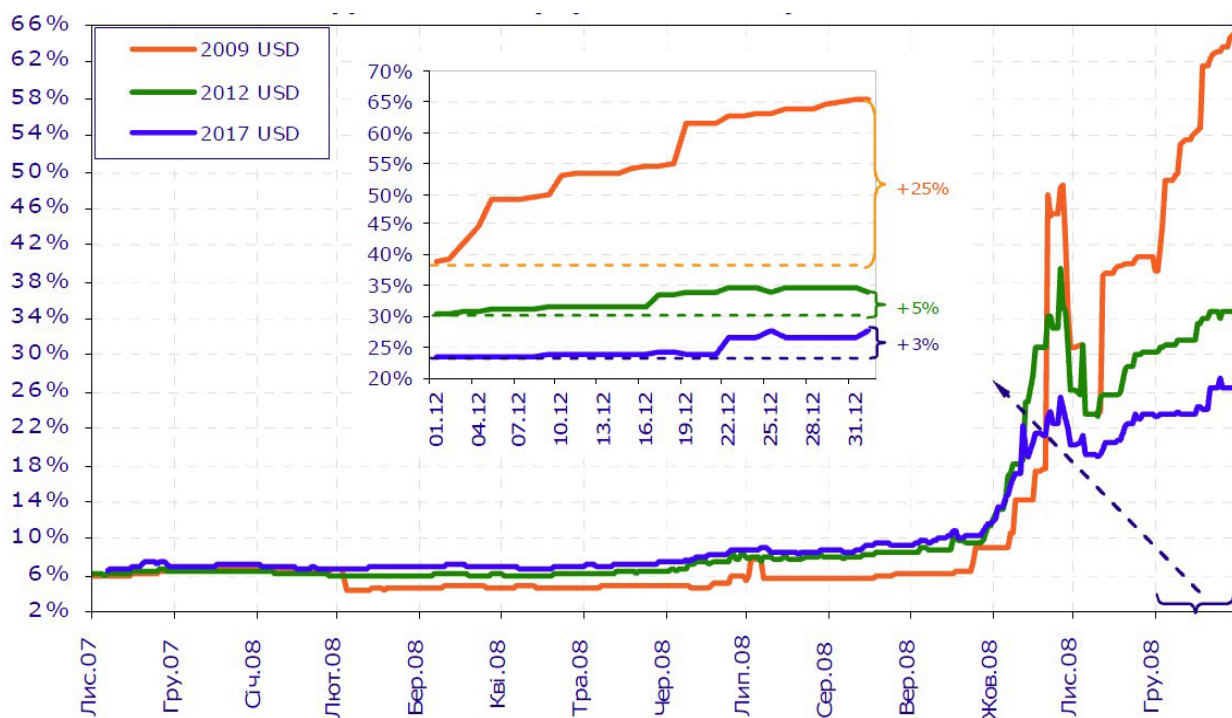


Примітка. Дані за 24 – 31 грудня 2010 року відсутні.

Джерело: [138, с. 10].

## Додаток Н.1

## Доходність українських євробондів з листопада 2007 по грудень 2008 року

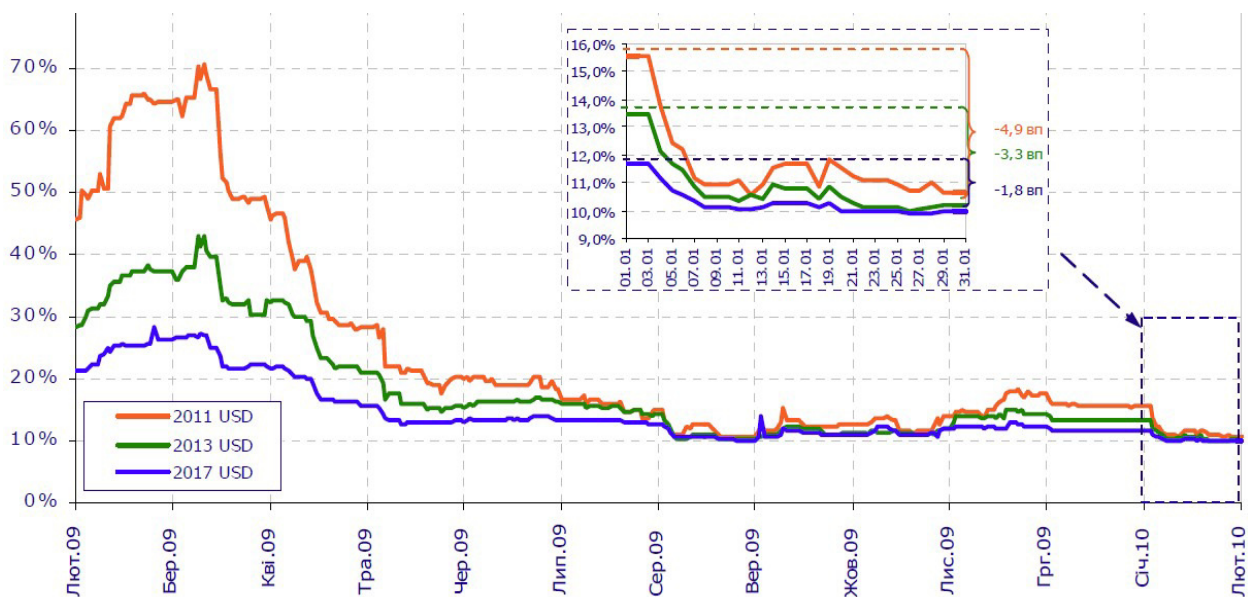


Примітка. При аналізі використано типові за терміном погашення (коротко-, середньо- та довгострокові) українські євробонди.

Джерело: [127, с. 5].

## Додаток Н.2

## Доходність українських євробондів з лютого 2009 по січень 2010 року

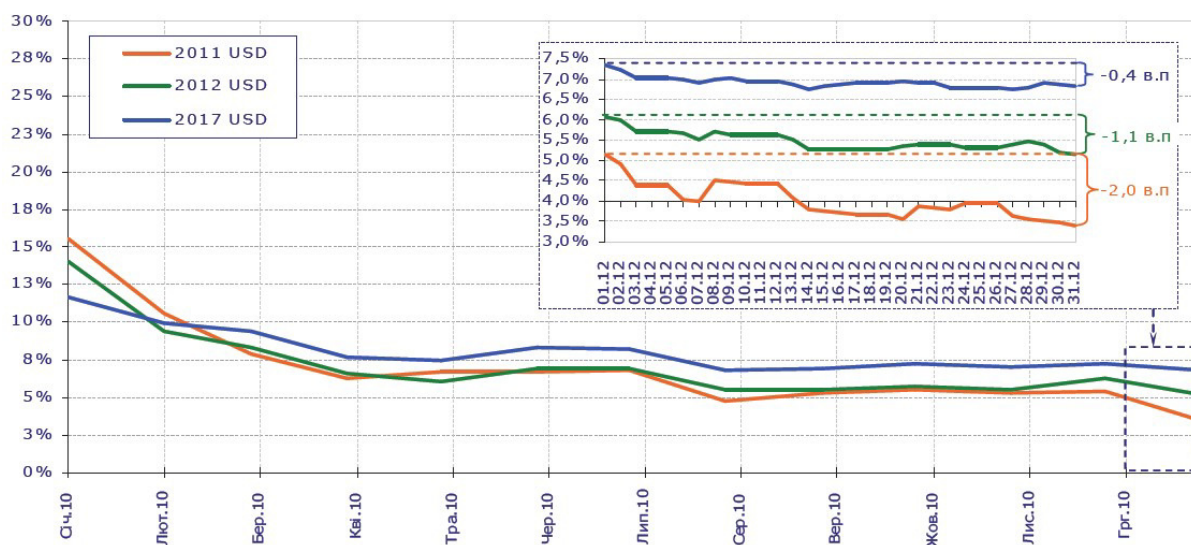


Примітка. При аналізі використано типові за терміном погашення (коротко-, середньо- та довгострокові) українські євробонди.

Джерело: [125, с. 5].

## Додаток Н.3

## Доходність українських євробондів з січня по грудень 2010 року

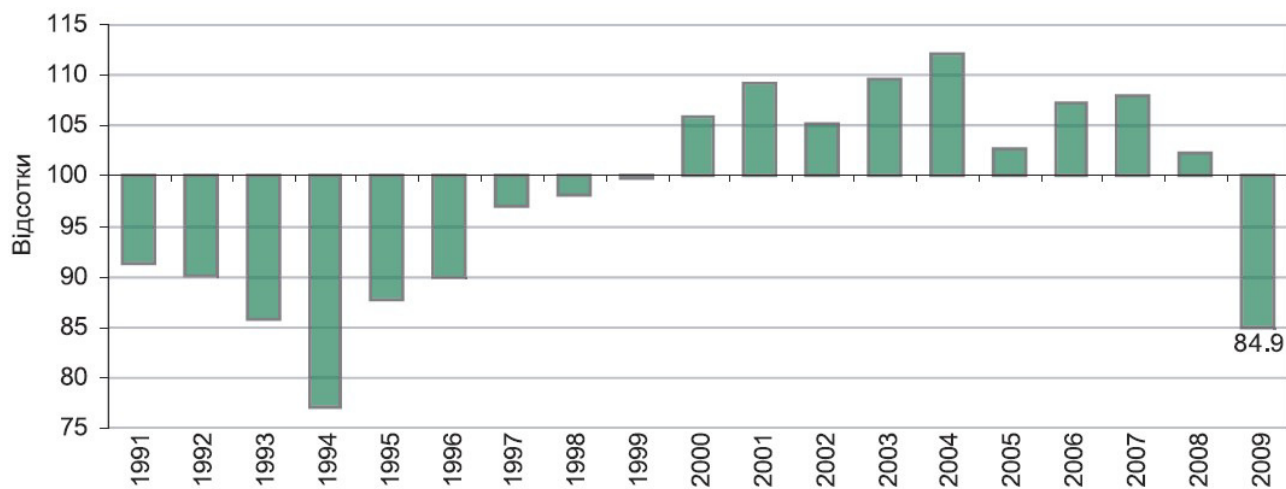


Примітка. При аналізі використано типові за терміном погашення (коротко-, середньо- та довгострокові) українські євробонди.

Джерело: [138, с. 10].

## Додаток П.1

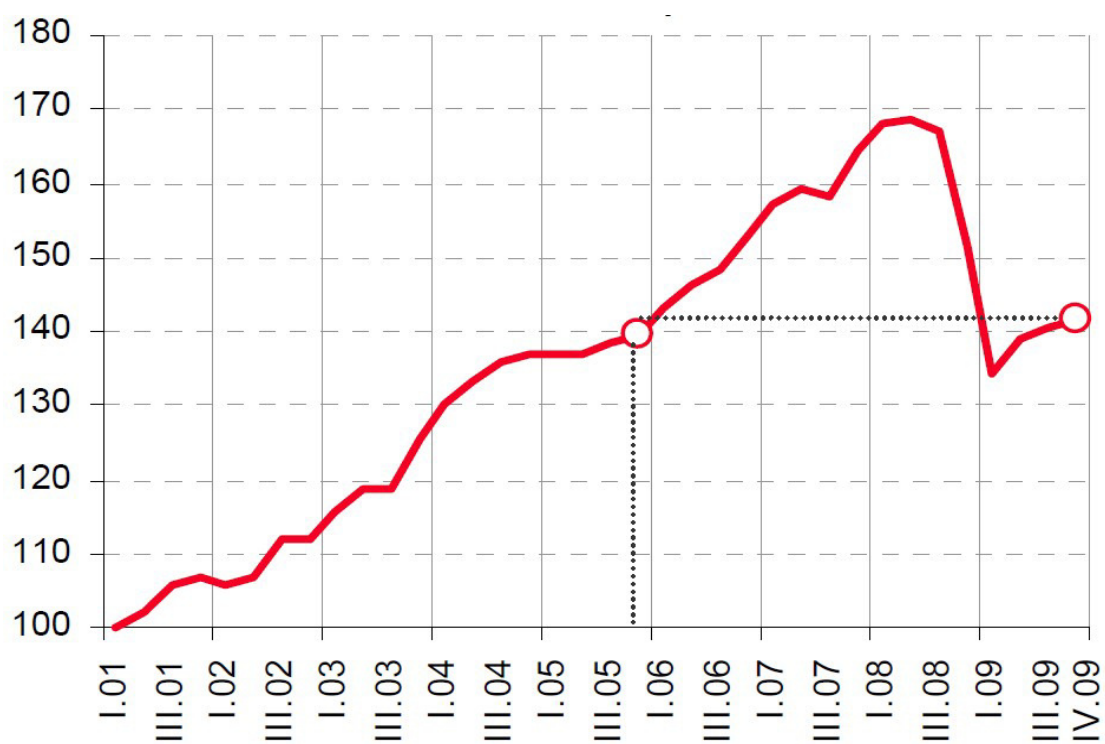
## Реальний ВВП України в 1991 – 2009 роках (до попереднього року)



Примітка. Реальний ВВП 2009 року – 84,9% – попередня оцінка.

Джерело: [132, с. 14].

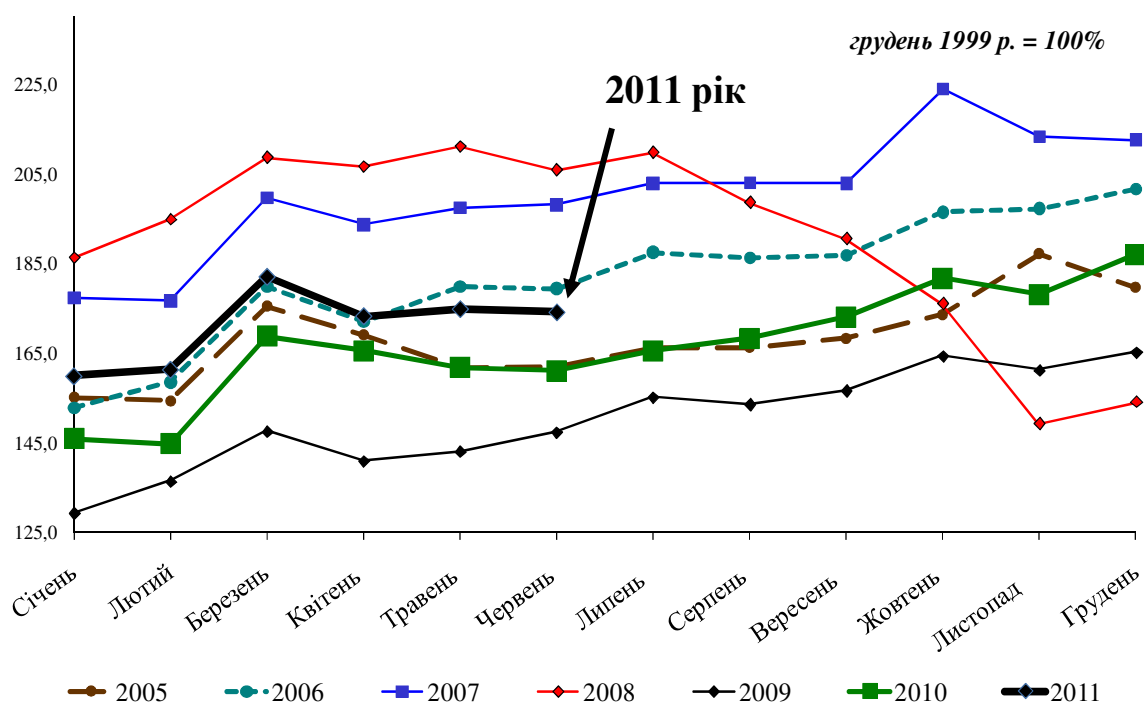
## Додаток П.2

**Рівень ВВП України у 2001 – 2009 роках в постійних цінах  
(I.2001 = 100, сезонно скориговані дані)**

Джерело: [142, с. 1].

## Додаток П.3

**Індекс обсягу продукції промисловості в 2005 – 2011 роках**  
(грудень 1997=100% )



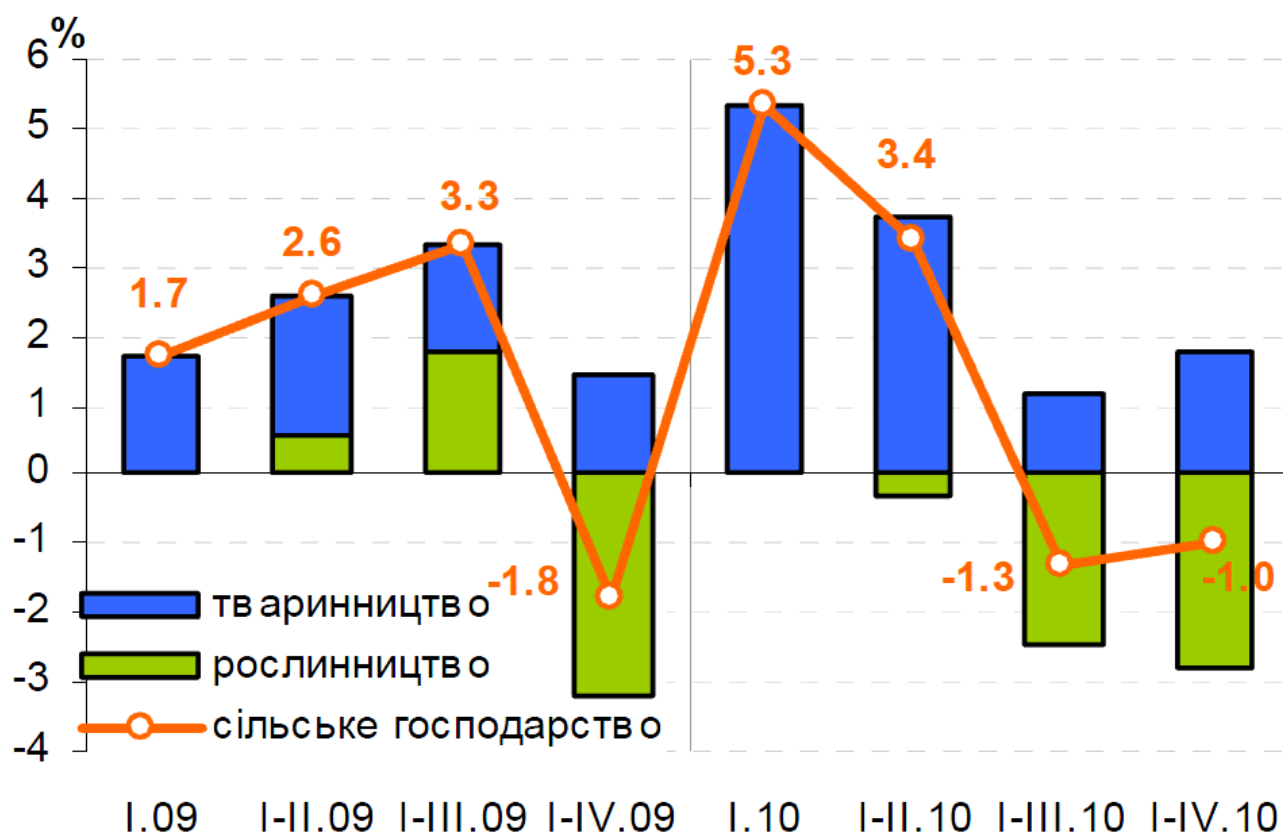
Примітка. Темп росту (індекс) промислової продукції, починаючи з січня 2009 року розраховується відповідно до міжнародних стандартів за Методикою, затвердженою наказом Держкомстату від 02.08.2005р. № 224.

Джерело: [143, с. 2].



## Додаток П.4

**Зростання сільськогосподарського виробництва за рахунок рослинництва та тваринництва в 2009 – 2010 роках, %**

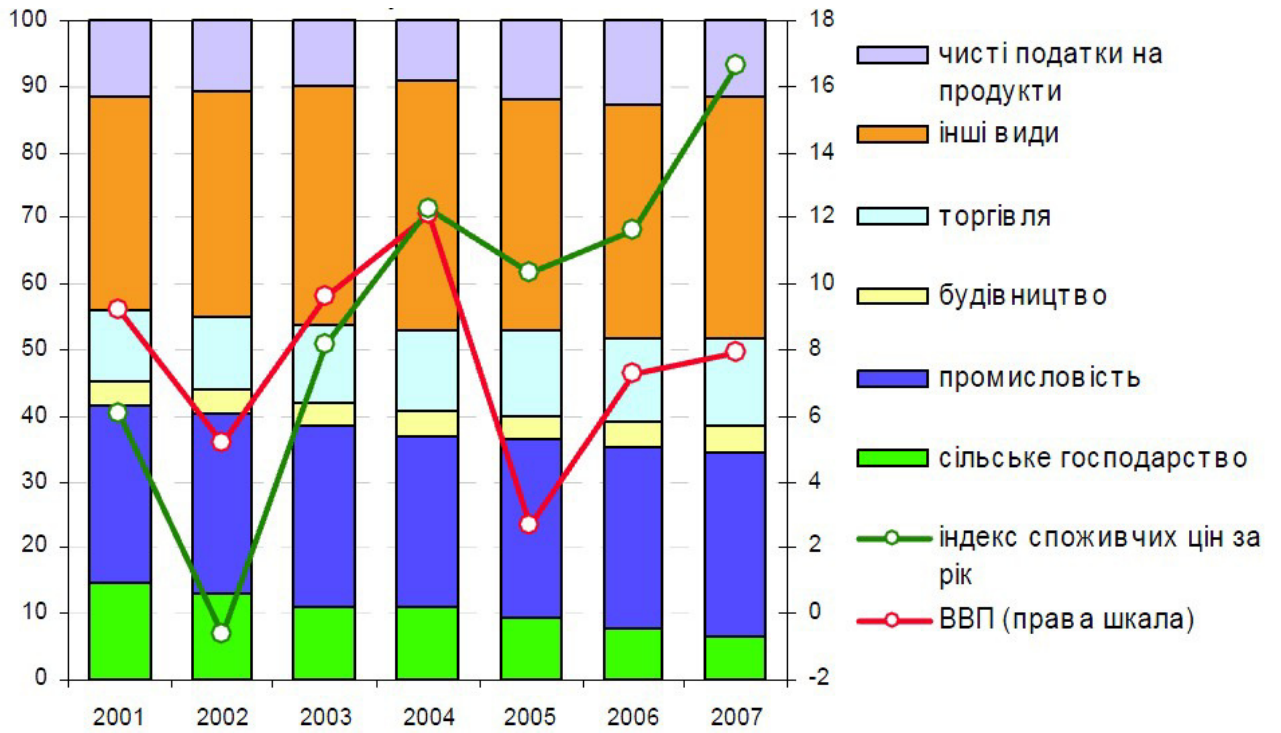


Джерело: [144, с. 16].

Додаток П.5

Структура ВВП за видами економічної діяльності та зміна реального ВВП і

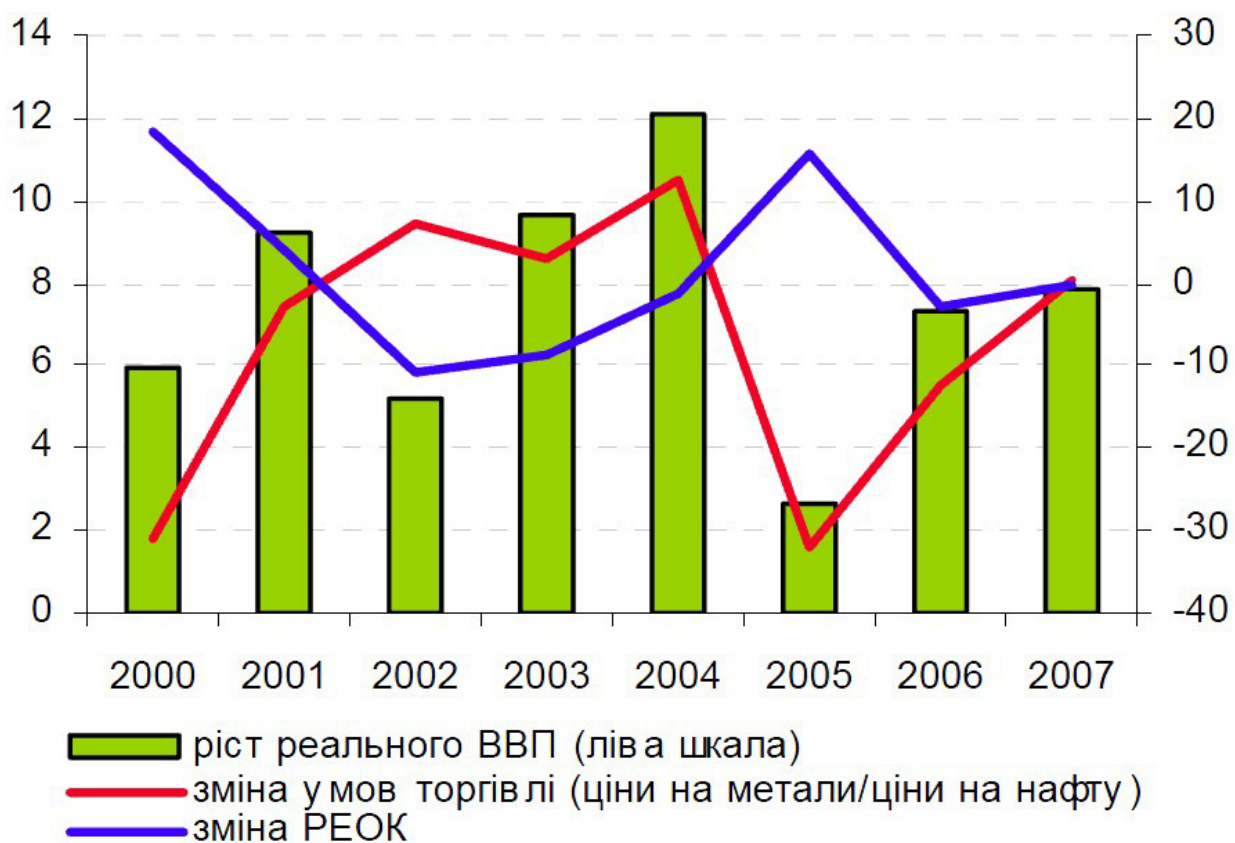
ІСЦ в 2001 – 2007 роках



Джерело: [145, с. 5].

## Додаток П.6

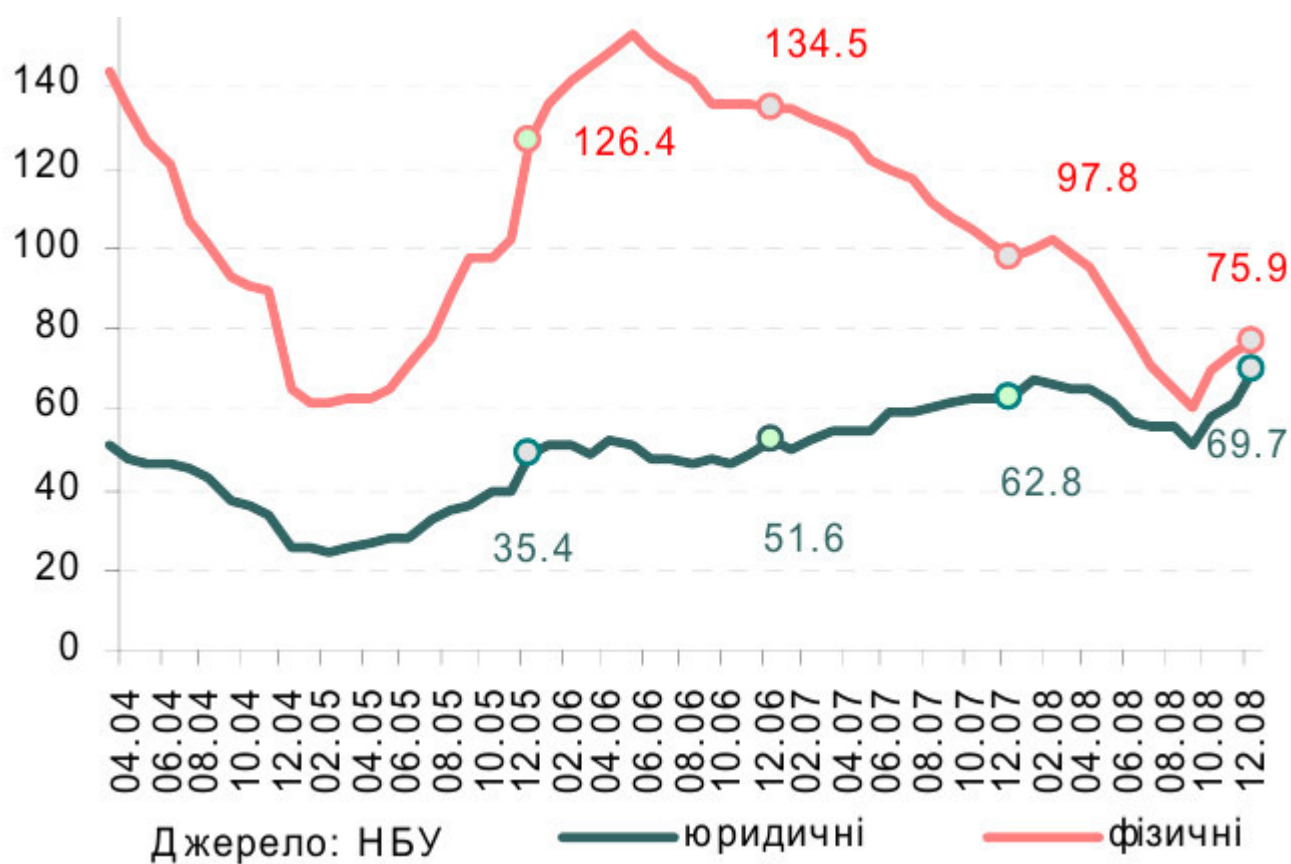
## Фактори впливу на ВВП України в 2000 – 2007 роках



Джерело: [145, с. 5].

## Додаток П.7

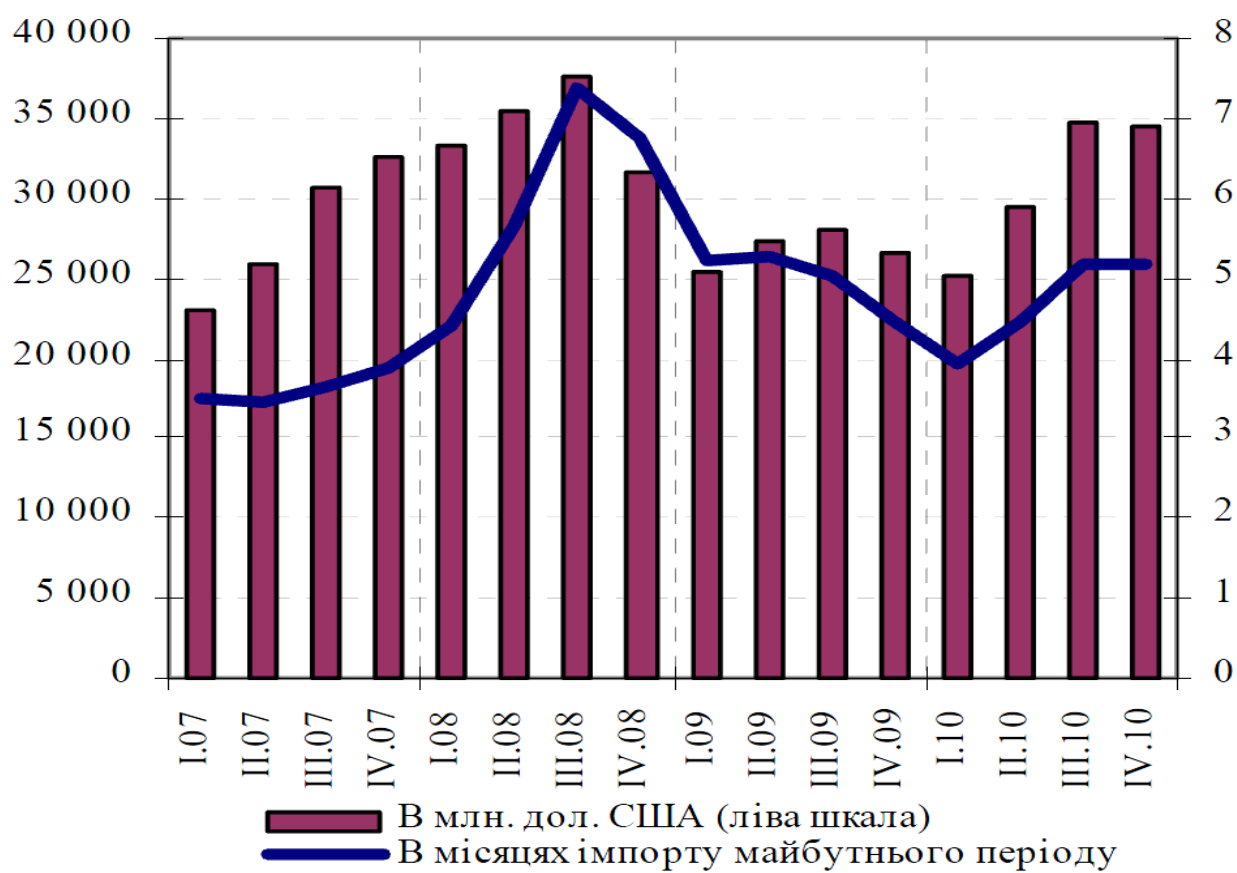
**Кредити надані юридичним та фізичним особам в 2004 – 2008 роках,  
річна зміна, %**



Джерело: [145, с. 6].

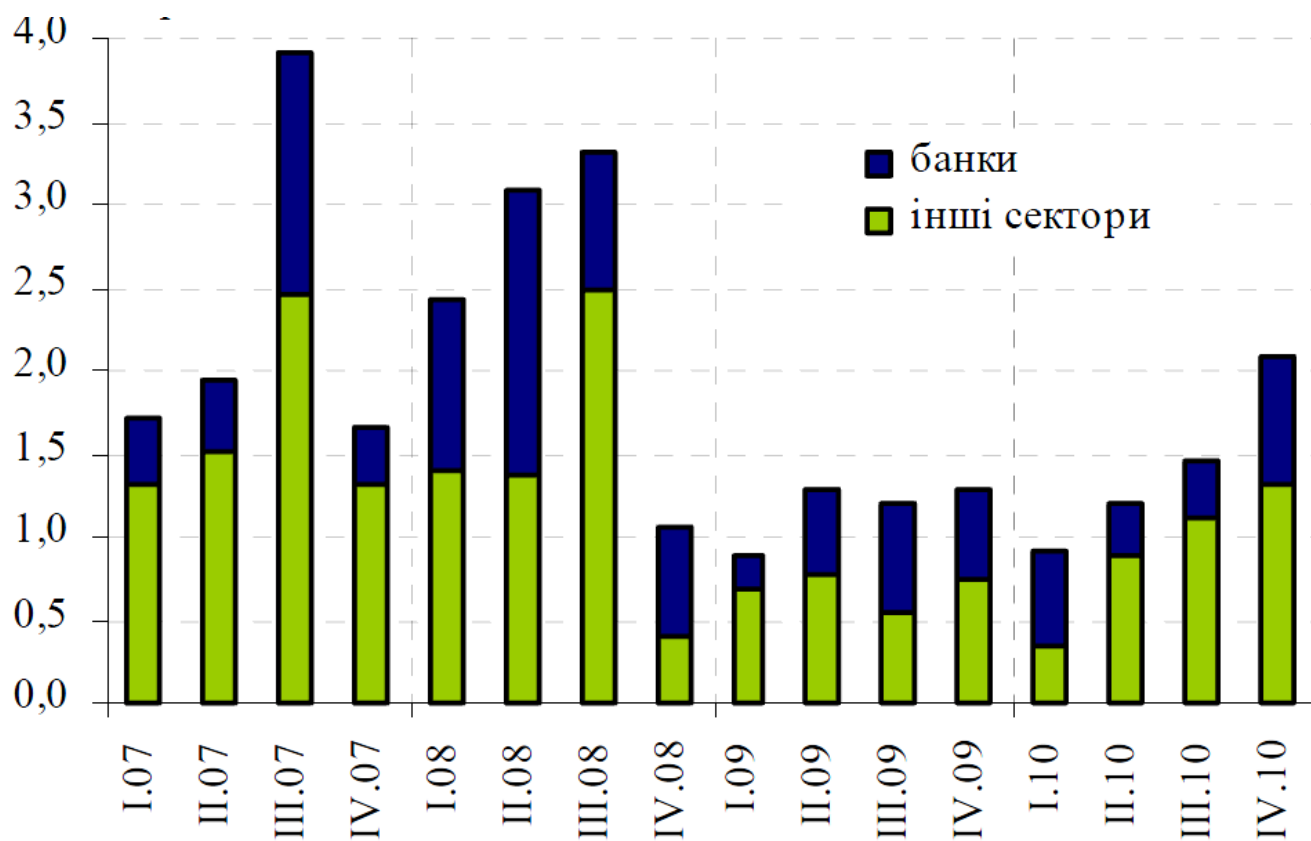
## Додаток П.8

## Міжнародні резерви Національного банку України в 2007 – 2010 роках



Джерело: [144, с. 29].

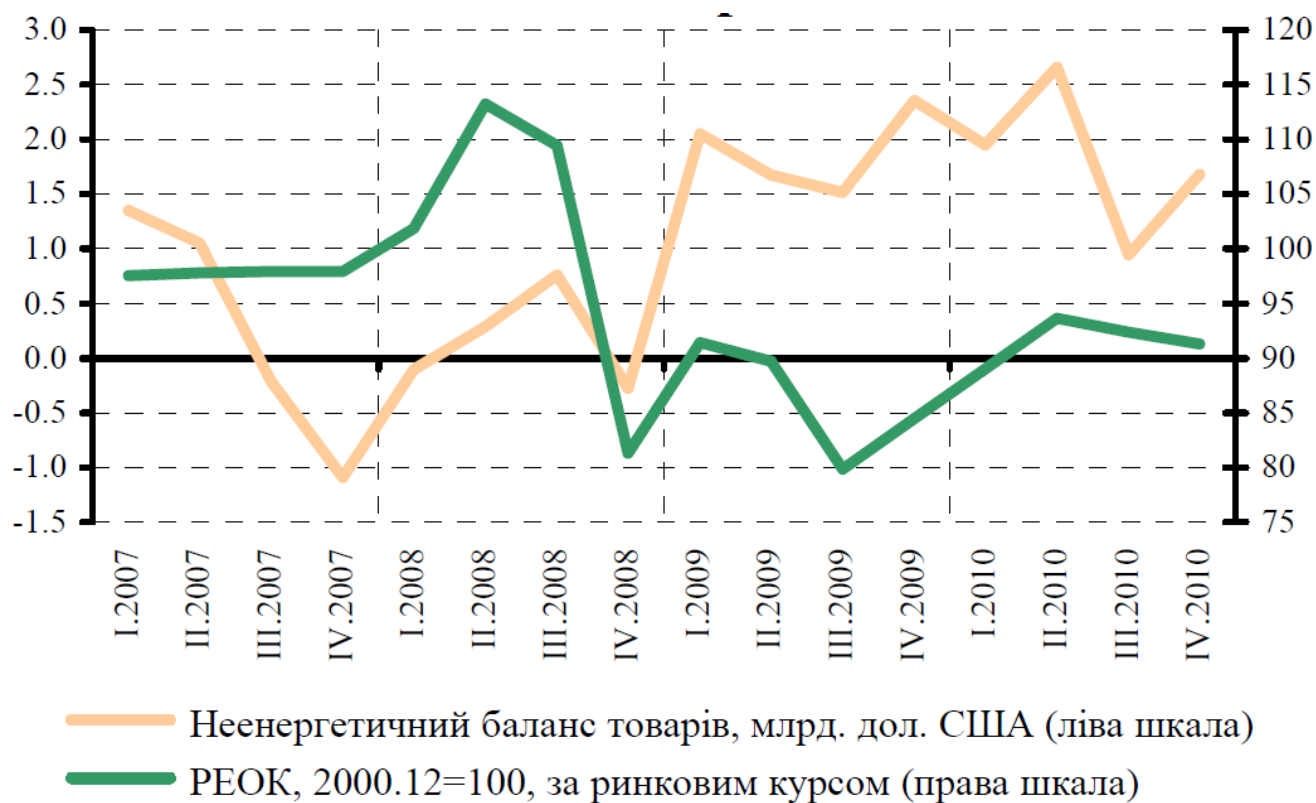
## Додаток П.9

**Прямі інвестиції в економіку України (сальдо) 2007 – 2010 роках,  
млрд. дол. США**

Джерело: [144, с. 28].

## Додаток П.10

## Товарний баланс (без енергоносіїв) і РЕОК гривні в 2007 – 2010 роках



Джерело: [148, с. 3].

## Додаток П.11

## Платіжний баланс, зовнішній борг, офіційні резервні активи, обмінний курс

Період	Сальдо поточного рахунку платіжного балансу*		Експорт товарів та послуг*		Імпорт товарів та послуг*		Валовий зовнішній борг, на кінець періоду		Офіційні резервні активи, на кінець періоду млн. дол. США	Офіційний курс гривні до долара США, на кінець періоду грн. за 100 дол. США
	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	2531	2,9	44378	51,4	43707	50,6	39619	45,9	19391	512,47
2006	-1617	-1,5	50239	46,6	53307	49,5	54512	50,6	22358	505,00
2007	-5272	-3,7	64001	44,8	72153	50,6	79955	56,0	32479	505,00
2008	-12763	-7,0	85612	47,1	99962	55,1	101659	55,9	31543	770,00
2009	1801	...	54253	...	56206	...	103396	...	26505	798,50
2010	-2884	...	69255	...	73105	...	117343	...	34576	796,17

Джерело: [139, с. 50].



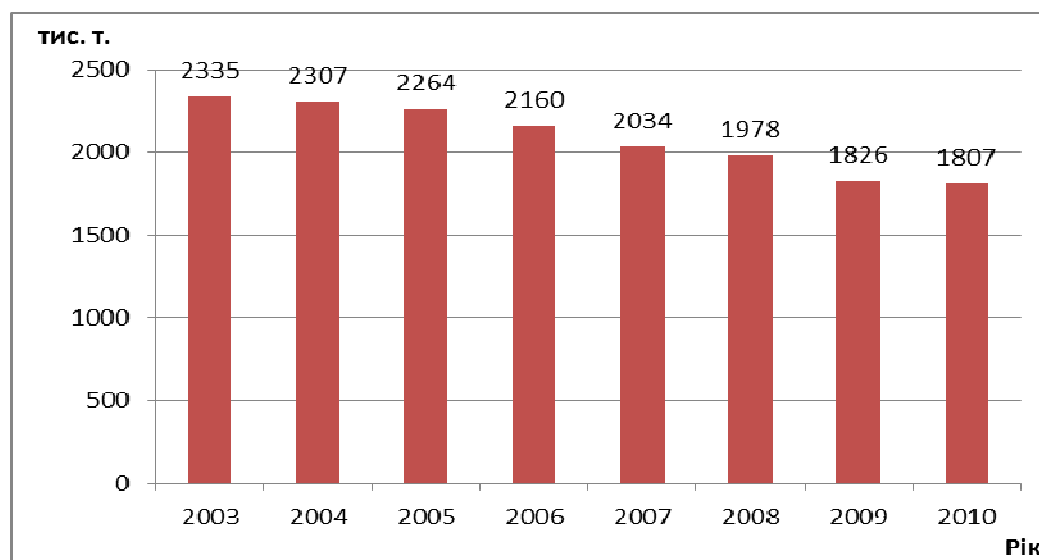
## Додаток Р.1

**Аналіз хлібопекарської галузі України**

Продукцією галузі є виробництво хліба та хлібобулочних виробів, сухарів, печива, пирогів та тістечок (з тривалим терміном зберігання), борошно, кондитерські вироби.

Специфіка хлібопекарського ринку полягає в тому, що він на 99% представлений продукцією вітчизняного виробництва. Національна хлібопекарська галузь працює в режимі натурального господарства: виробництво дорівнює споживанню.

Протягом останнього десятиріччя стан хлібопекарської галузі спостерігаємо спад обсягів виробництва хліба та хлібобулочних виробів.



**Рис. Р.1.1. Виробництво хлібобулочних виробів у 2003 – 2010 роках**

**Джерело: складено автором за [154].**

Цю тенденцію можна пояснити зменшенням споживання хліба внаслідок скорочення населення країни більше, ніж на 4 млн. осіб за останні 15 років, економнішим використанням хліба та значним збільшенням випікання хліба невеликими пекарнями та сільським населенням самотужки, реальні обсяги якого не враховані статистичними даними.

Через значне скорочення обсягів виробництва хліба та хлібобулочних виробів, виникло декілька взаємопов'язаних проблем: низький рівень використання потужностей пекарень зумовлює нераціональне використання

технологічного обладнання, що збільшує витрати палива. В результаті спостерігаємо негативний вплив на економічні показники, зокрема на рентабельність виробництва.

Фінансовий стан погіршився через адміністративне стримування рівня цін на хліб та хлібобулочні вироби під час одночасного зростання цін на борошно та паливно-енергетичні ресурси. Вартість борошна у собівартості хліба складає більше 70%, а з його подорожчанням неминуче зростає собівартість виробництва хліба. Намагаючись підвищити рентабельність виробництва, виробники розширюють асортимент продукції завдяки борошняним кондитерським виробам. За останні роки багато заводів встановили пекарні малої потужності, що дало їм змогу швидко змінювати асортимент виробів відповідно до попиту споживача.

Особливість ринку – порівняно легкий вхід нових виробників. Технологія виробництва пшеничних сортів (особливо формових хлібів) не складна, і багато новостворюваних виробників можуть досягнути прийнятного рівня якості.

Ринок хлібних напівфабрикатів є стратегічним для розвитку компаній. Перспективний напрямок розширення асортименту хлібопродуктів – це виробництво хліба спеціальних лікувально-дієтичних сортів. З цією метою виробники освоїли виробництво нових сортів хліба із житнього борошна з харчовими добавками: вівсяних пластівців, соєвого борошна, плющеної гречки тощо, а також виробів з радіопротекторними властивостями (булочки з добавками з морських водоростей – еламіну, йодованої солі). Проте розвиток виробництва лікувально-дієтичних сортів хліба стримується через низьку купівельну спроможність значної частини населення. Саме з цієї причини останніми роками збільшився попит на доступний за ціною хліб з борошна нижчих сортів. На ці “соціальні” види хліба припадає до 65% попиту населення. Сегмент кондитерських виробів порівняно з попередніми роками значно збільшився. Основною причиною є доступна ціна при високій якості та натуральності продукції.

Ринок хлібних напівфабрикатів на початковому етапі. Значними частками ринку в Україні володіють: “Форнетті Україна” – 24%, “Колос ЛТД” – 19%, ВАТ

“Концерн Хлібпром” – 12%, ВАТ “Київхліб” – 11%, “ТіС” – 8%. Проте кожен із виробників є монополістом у значній частині своїх локальних ринків виробництва та реалізації напівфабрикатів.

Структура галузі склалася так, що в основному хлібобулочні підприємства обслуговують підприємства зони своєї локалізації.

Всіх конкурентів можна розділити на три групи: великі, середні й дрібні. До великих належать підприємства, обсяг випуску яких становить 23 – 4 т/добу хлібобулочних виробів. До середніх належать пекарні, що виробляють 3 – 1 т/добу, інші пекарні є дрібними, що виробляють до 1 т/добу хлібобулочних виробів.

Наприклад, хлібобулочну продукцію ВАТ “Концерн Хлібпром” реалізують у Вінницькій, Львівській, Рівненській, Івано-Франківській та Черкаській областях, і тому концерн займає більше 8% національного ринку хліба та хлібобулочних виробів і входить у трійку національних виробників хліба. Крім цього, концерн займає міцні позиції в регіонах. У Вінницькій області ВАТ “Концерн Хлібпром” забезпечує своєю продукцією близько 90% населення Вінниці та понад 60% населення області [189; 190].

Ринок хліба в Україні достатньо структурований. Наприклад, такі потужні виробники хліба, як “Київхліб” (14,5% ринку хліба в країні) і “Донбасхліб” (10,5% ринку хліба в країні) діють виключно в межах міст з великим населенням. Наприклад, основними конкурентами ВАТ “Концерн Хлібпром” є “ТіС” (6,2%), “Укрзернопро” (5,7%), “Хлібні інвестиції” (4,8%). З конкурентів у Вінницькому регіоні відомими є Хмельницькі виробники – “Хмельницький комбінат хлібопродуктів” та “Мамин хліб”. Потужними виробниками є ЗАТ “Агробізнес”, який проводить активну політику освоєння дрібних точок м. Вінниці, Крижопільському та Тульчинському районах Вінницької області. До дрібних виробників належить ВАТ “Жмеринський хлібозавод”, ВАТ “Тульчинський хлібозавод”, ВАТ “Ладжинхліб”, приватні пекарні “Подільський хліб” та “Онур” (м. Вінниця) [190].

ВАТ “Концерн Хлібпром” планує продовжувати експансію на український

ринок виробництва хліба та хлібобулочних виробів. Зокрема є сподівання розширити діяльність на ринку західних та центральних областей України. З цією метою компанія проводить переговори щодо придбання корпоративних прав, цілісних майнових комплексів, хлібопекарських підприємств тощо. Концерн планує направити на придбання нових цілісних майнових комплексів найближчих 7 років близько 130 млн. дол. США.

Борошно є основним видом сировини для компаній галузі. Тому низький врожай зернових може спричиняти значне зростання цін на борошно та періодичний дефіцит окремих гатунків борошна на ринку. Українські виробники закупають борошно в інших областях України, а житнє борошно у білоруських виробників для стабільного забезпечення сировиною виробництва. Серед іншої сировини значущими є дріжджі, цукор, масло рослинне та маргарин. Всі види цієї сировини є на ринку у значній кількості постачальників. Наприклад, у 2008 – 2009 роках дефіциту за цими продуктами не було. Однак спостерігалось зростання цін на сировину. На кінець 2008 року (порівняно з кінцем 2007 року) ці продукти за деякими компонентами значно зросли: борошно – на 23,1 – 31,4% залежно від гатунку; цукор – на 12,8%, масло рослинне – на 90,6%, маргарин – на 45,6%, дріжджі пресовані – на 30,9%, сіль – на 25,4% [188].

Оскільки хліб та хлібобулочні вироби є щоденними продуктами харчування, тому набагато менше піддаються сезонним коливанням попиту. Проте сезонні коливання попиту все-таки простежуються. У холодну пору року (осінь – зима та березень) обсяг реалізації хлібобулочних виробів стабільно зростає, бо в раціоні населення більше бутербродів, чай, з яким споживають сухарно-бубличну продукцію тривалого строку зберігання. Цей сезон триває з вересня до середини березня. Через деякі причини, такі як Великий піст, “теплий сезон”, коли збільшується життєва активність населення (заняття спортом, перехід на фрукти, овочі тощо) більшою мірою коливається попит на здобні й кондитерські вироби, а також на деякі види хліба, які містять жири тваринного походження. За статевовіковою ознакою це 35% жіночого населення, 15% чоловічого у віці від 18 до 60 років. Однак та частина населення, на яку не впливають вищевказані

чинники, продовжує стабільно споживати хліб, тому що при збільшенні життєвої активності населення організм людини вимагає поповнення витраченої енергії, яку відшкодовує хліб та інші продукти харчування. Це 35% жіночого населення, 70% чоловічого населення у віці від 18 до 75 років, а також діти до 18 років [191 – 196].

Основними клієнтами в роздрібній торгівлі виробників хліба та хлібобулочних виробів є: супермаркети (торговельні мережі); фірмова торгівля (власні магазини, кіоски); приватні підприємці (кіоски, павільйони, продуктові магазини); ринки. Стосовно оптового продажу (переважно продукції тривалого строку зберігання), основними партнерами компаній є приватні підприємці, великі торговельні мережі, оптові бази тощо.

Компанії хлібопекарської галузі прагнуть гнучко реагувати на зміни ринкового попиту, щоб утримати існуючі позиції та освоїти нові ринки збуту. Під час організації продажів використовують нульовий канал збуту: реалізація продукції через фірмову торговельну мережу виробника (від виробника до споживача). Також використовують первинні та вторинні канали збуту (виробник – торговельна компанія – споживач). Багато компаній проводять заходи щодо організації дистриб'юторської мережі на території України. Підприємства використовують метод активних продажів: робота торговельних представників, мерчендайзерів, проведення рекламних заходів, що збільшує прихильність споживачів, а також метод пасивних продажів (партнери відповідають за рекламу та просування продукції).

Обсяги споживання на сегментах хлібів постійно звужуються, що зумовлено демографічною ситуацією в країні. Також відбулася зміна споживчих переваг – люди стали споживати менше хліба. За таких умов компанії збільшили обсяг виробництва продукції преміум-класу та оздоровлювальної серії, збагаченої насінням, горіхами, родзинками, салом, обліпиховою олією, йодом.

Висновки, що стосуються проведеного аналізу хлібопекарської галузі, сформульовані та представлені в табл. 2.9 (питання 2.3 дисертаційного дослідження).

## Додаток Р.2

### Аналіз теплової електроенергетичної галузі України

Українська електроенергетика має повну електричну генеративну потужність 52 ГВт. 52% генерують теплові електростанції, 27% ядерні, а решта генерують гідроелектростанції, комбіновані установки та інші джерела.

Україна використовує великобританський зразок системи накопичення, розподілу, передачі та поширення енергії, який регулює держава. Всі енергогенеруючі компанії продають електрику виключно операторові оптового ринку НЕК “Укренерго”. Усі тарифи встановлює держава як регулятор. Розподіл та передачу електроенергії здійснює компанія НЕК “Укренерго”. В областях 27 регіональних розповсюджувачів – облenerго. Держава володіє частками від 5% до 85% більшістю з енергетичних компаній.

Виробництво електроенергії тепловою генерацією представлено такими компаніями: ВАТ “Київенерго”, ВАТ “Центренерго”, ВАТ “Дніпроенерго”, ВАТ “Донбасенерго”, ВАТ “Західенерго” і приватна ТОВ “Східенерго”. Остання – підрозділ групи СКМ – найбільшої української фінансово-індустріальної групи.

Всі вищенаведені компанії сектора працюють на застарілому, поношеному устаткуванні. Більше 90% блоків з виробництва електрики в Україні працювали більше, чим 100000 годин, і на 64% вже перетнули лінію критичного використання (більше 170000 годин). Тому всі компанії анонсували довготривалі програми модернізації і шукають джерел фінансування.

Варто відзначити актуальність модернізації в енергетиці і пов'язаних з нею секторах: знос потужностей складає близько 90%, передавальних – приблизно 70%. Об'єм інвестиційних програм генеруючих компаній, які затверджує держава, є достатнім лише для підтримки енергоблоків в працездатному стані – про оновлення потужностей поки не йдеться. Нині масштабні інвестиційні програми в енергетиці реалізує лише холдинг “ДТЕК”, який оголосив про намір до 2012 року інвестувати в розвиток “Східенерго” 650 млн. дол. США. Крім того, ВАТ “Дніпроенерго”, в якому структури “ДТЕК” на сьогодні контролюють блокуючий пакет акцій, оголосило про намір до 2020 року інвестувати в оновлення потужно-

стей близько 4 млрд. дол. США [203].

28 листопада 2007 Кабінет Міністрів України схвалив реформу щодо лібералізації ринку електрики до 2014 року. Електрику продаватимуть через прямі контракти між генераторами і кінцевим споживачем, також як і через балансуєчий ринок, який замінить стару систему оптового оператора. Згідно з реформою, у 2008 – 2009 роках відбувається формування законодавчої бази, у 2009 році перший двосторонній контракт буде підписаний; у 2011 році балансуєчий ринок буде створений. Реалізацію програми реформування енергоринку планують завершити до кінця 2014 року. До цього часу в Україні функціонуватиме ринок прямих контрактів, біржа електроенергії, на якій полягатимуть контракти “на день вперед”, а також балансуєчий енергоринок, який продаватиме електроенергію для покриття пікових навантажень. Метою лібералізації є взаємовигідна співпраця як генераторів, так і розповсюджувачів. Вона забезпечить для них більші можливості дій щодо поліпшення ефективності, прибутковості та капіталізації. Відповідно до планів лібералізації, прозора приватизація сектора електрики приведе стратегічних інвесторів, які зможуть здійснити дуже необхідні програми модернізації.

Українська теплова генерація відрізняється дефіцитом паливних ресурсів, а також надлишковою встановленою потужністю, що є не затребуваною на внутрішньому ринку. Частка українських теплоелектростанцій (далі – ТЕС) в загальній потужності енергосистеми країни складає 64%. Наприклад, за вісім місяців 2008 року ТЕС внесли в загальноукраїнський енергоринок лише 44,8%.

Проте наявність надлишкових потужностей означає, що їх можна фізично використовувати. Згідно з інформацією, наданою НАК “Енергетична компанія України” (далі – НАК ЕКУ), на сьогодні рівень зносу вітчизняної теплової генерації досягає вже не критичного, а передкатастрофічного рівня. Енергоблоки необхідно або закривати, або терміново реконструювати [204].

У базовому сценарії енергетичної стратегії України передбачено наявність в енергосистемі до 2030 року 42 тис. Мвт потужності ТЕС замість 30 тис. Мвт на сьогодні. Стратегія передбачає поступове зниження потужності ТЕС і приведення

її до оптимального рівня у 2015–2017 роках. При цьому передбачається реконструювати близько 18 – 19 тис. Мвт потужності вугільних енергоблоків та 3,8 тис. Мвт – газових. Решта 5,2–6 тис. Мвт підлягають консервації з подальшим демонтажем. Ще 20 тис. нових потужностей ТЕС необхідно ввести в експлуатацію в період з 2011-го по 2030 роки.

Реконструкція ТЕС дозволить не лише продовжити життя енергоблокам, але й істотно скоротити витрати палива. Це можливо за допомогою установки й використання казанів з циркулюючим киплячим шаром, казанів на суперкритичні параметри, газощільних топків, газифікаторів вугілля. Нові технології спалювання вугілля дозволять понизити витрату вугілля на 17% і газу на 84%, що дозволить енергетикам заощадити за рік 4,5 млн. тонн вугілля і 1,4 млрд. кубометрів газу, а також понизити тарифне навантаження на споживача на 25%.

Згідно з оцінками НАК ЕКУ, в розвиток чотирьох теплових генеруючих компаній до 2018 року необхідно вкласти 17,5 млрд. дол. США інвестицій. З цієї загальної суми: 11,9 млрд. дол. США потрібно витратити на спорудження нових і реконструкцію існуючих потужностей; 4,8 млрд. дол. США – на приведення енергоблоків до європейських екологічних стандартів; 0,8 млрд. дол. США – на інтеграцію в європейську енергосистему USTE [204].

На сьогодні інвестор стикається з неможливістю прорахувати інвестиційні ризики унаслідок політичної нестабільності у країні, невизначеності майбутньої моделі конкурентного енергоринку, дефіциту енергетичного вугілля найближчими роками, можливого зростання тарифів на український кіловат вище за європейський рівень.

Щодо появи нових конкурентів у галузі, не варто забувати про два фактори: перехід до відкритого конкурентного ринку та альтернативна енергетика.

Основним потенційним конкурентом із альтернативної енергетики, на думку автора, повинна стати у середньо- та довгостроковій перспективі вітроенергетика, яка може бути прибутковою і давати Україні до третини електроенергії. Лише частково – сонячна енергетика.

Кабінет Міністрів України затвердив “Комплексну програму будівництва



вітрових електричних станцій в Україні до 2010 року”. У ній передбачено, що в перспективі до 20-30% від загального споживання електроенергії у країні буде забезпечуватись вітровими електростанціями. Однак програма не була впроваджена, але потенціал вітроенергетики залишається високим. За оцінками експертів, це близько 10 – 15 тисяч мегават, тобто приблизно стільки, скільки сьогодні дають всі 15 атомних енергоблоків України [205].

У табл. Р.2.1 наведено результати розрахунків рентабельності вітрових електростанцій (далі – ВЕС) періоду 2008 – 2020 років за умови встановлення “зеленого” тарифу.

*Таблиця Р.2.1*

### **Показники рентабельності вітрових електростанцій**

<b>Рік</b>	<b>2008</b>	<b>2015</b>	<b>2020</b>
Рентабельність ВЕС, %	154	518	842

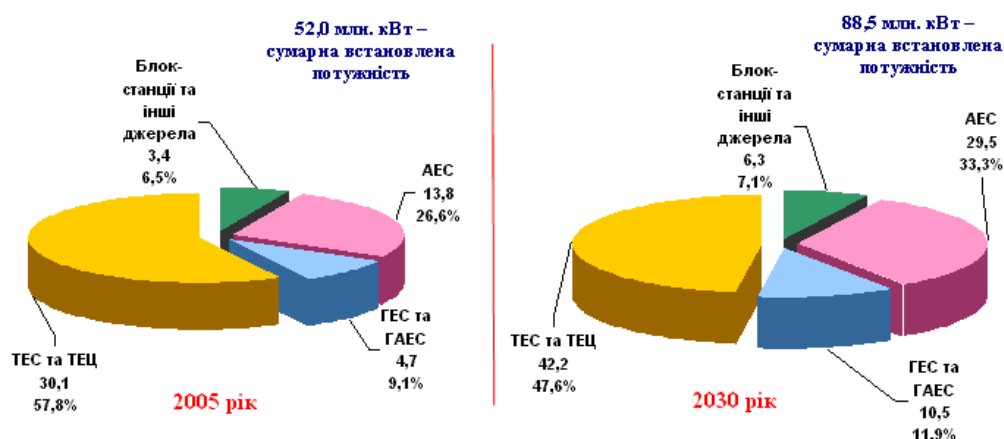
Джерело: [206, с. 85].

Розрахунки показують, що навіть за існуючих цін на оптовому ринку електроенергії, які матимуть тенденцію до зростання і без впровадження “зеленого” тарифу, рентабельність ВЕС є дуже високою і перевищує 150% вже у перший рік їх роботи, а через сім і більше років надприбутки (520 – 840%). Рентабельність енергетичних підприємств у розвинених країнах становить зазвичай 15-25%.

Конкурентною перевагою виробників цього виду альтернативної енергії є незалежне джерело енергії. Адже сучасна залежність економіки України від закордонних нафти та газу, як показує досвід “газового конфлікту” у січні 2009 року, є доволі небезпечним фактором. З іншого боку, традиційні джерела виробництва енергії не виправдовують себе: запасів вугілля кожного року стає все менше, а якість – все нижча; гідроелектростанції призводять до вимирання риби; а можливі наслідки збоїв на атомних електростанціях становлять колосальну екологічну небезпеку.

Однак варто зазначити, що відповідно до “Енергетичної стратегії України до 2030 року” для забезпечення попиту споживання електричної енергії та її

експорту згідно з базовим сценарієм розвитку економіки країни, необхідно збільшити потужність генеруючих електростанцій до рівня 88,5 млн. кВт. За песимістичним сценарієм розвитку економіки цей рівень складе 74,9 млн. кВт, за оптимістичним – 98,6 млн. кВт (рис. Р.2.1). У планах нарощування частки переважно АЕС та ГЕС у виробництві електроенергії.



**Рис. Р.2.1. Структура енергогенеруючих потужностей електричних станцій України (базовий сценарій) [207, с. 23]**

Однак, на думку автора, енергетична стратегія буде переглянута до збільшення частки блок-станцій та інших джерел. Для цього суттєвим аргументом є плани України щодо вступу в ЄС у майбутньому. А як відомо, 12.12.2008 року саміт глав Європейського Союзу ухвалив “Кліматично-енергетичний пакет”, або так званий план “20 – 20 – 20”. Він передбачає скорочення до 2020 року на 20% від рівня 1999 року обсягу забруднених викидів у атмосферу, підвищення до 20% у загальній структурі енергоспоживання частки енергії з відновлюваних джерел. А починаючи з 2013 року, квоти на викид газів, що викликають парниковий ефект, купуватимуть на відкритих аукціонах. До того ж це правило в обов’язковому порядку поширюватиметься на всі підприємства сектора виробництва електричної енергії, які сьогодні мають безкоштовні квоти на викид газів і на частку яких припадає 40% у загальному обсязі парникової емісії [208].

У квітні 2009 року Президент України підписав відповідний закон “Про внесення змін до закону “Про електроенергетику”, який має на меті стимулювати використання альтернативних джерел енергії. Національна комісія регулювання електроенергетики (далі – НКРЕ) України затвердила спеціальний підвищений,

так званий “зелений”, тариф на електроенергію альтернативних джерел електроенергії для стимулювання їх розвитку. Цей закон встановлює спеціальний коефіцієнт “зеленого” тарифу для електроенергії з використанням різних альтернативних джерел енергії, на який множиться звичайний тариф для споживачів другого класу напруги. Зокрема, наприклад, для вітроенергетики цей коефіцієнт має три значення залежно від потужності джерела енергії: 1,2 – до 600 кВт; 1,4 – від 600 кВт до 2000 кВт і 2,1 – понад 2000 кВт.

Закон встановлює “зелений” тариф на строк до 1 січня 2030 року. Окрім того, документ передбачає, що величина “зеленого” тарифу не може бути менша фіксованого мінімального розміру, встановленого шляхом перерахування в євро величини “зеленого” тарифу, розрахованого на 1 січня 2009 року за офіційним курсом НБУ. Відповідно до закону, умовою вказаного порядку стимулювання виробництва електроенергії з альтернативних джерел енергії є використання мінімальної частки сировини, матеріалів, основних фондів, робіт і послуг українського походження: з 2012 року – 30%, 2014 роки – 50%.

Закон також забороняє учасникам енергоринку відмовляти виробникам електроенергії з альтернативних джерел енергії в доступі до мереж електропередачі [209].

Починаючи з 2009 року, в Україні розпочався поетапний перехід від закритої моделі перерозподілу електроенергії між обмеженим довшола учасників до відкритого конкурентного ринку для всіх. Підприємствам та інвесторам потрібно терміново починати вивчати нову модель, аби мати нові конкурентні переваги. Теоретично промисловці мають можливість ставати учасниками оптового ринку електроенергії (ОРЕ) і зараз. Для цього необхідно отримати в НКРЕ ліцензію на постачання електроенергії за нерегульованим тарифом, а тоді поставляти. Деякі великі підприємства так і роблять, проте не особливо активно. Адже електроенергію можна купити лише у одного єдиного монопольного оптового продавця в особі держпідприємства “Енергоринок” і за середньою оптовою ціною. Якщо додати до витрат плату за передачу електрики мережами обленерго, економія від самостійної закупівлі виходить незначною. Тому біль-

шість підприємств вважають за краще купувати електрику в обленерго.

Але не всі постачальники струму за нерегульованим тарифом (далі – ПНТ) є промисловими підприємствами. В основному це компанії-посередники, що заробляють на перепродажі струму між ДП “Енергоринок” і споживачем. Раніше при формуванні умов роботи в ОРЕ був допущений перекид на користь обленерго, тому конкурувати з обласними постачальниками за регульованим тарифом складно. За результатами 2007 року частка інституту ПНТ в загальному об’ємі постачань електроенергії в Україні склала всього 10,5%. Ця цифра характеризує глибину конкуренції на українському роздрібному ринку. Конкуренція є, але надто обмежена, оскільки і обленерго, і незалежні постачальники купують електрику в одного і того ж оптового продавця. Не набагато краще йдуть справи з конкуренцією і на оптовому ринку. Тут теж всі енергогенеруючі компанії реалізують вироблений товар “Енергоринку”. При цьому конкуренція існує лише між п'ятьма тепловими генеруючими компаніями. Вони реалізують електрику в ринок за ціновими заявками, тоді як “Енергоатом” і “Укргідроенерго” – за адміністративно встановленою НКРЕ ціною.

Проте і в теплових виробників електрики з конкуренцією не все гаразд. По-перше, існує ряд енергоблоків, системотворчих або тих, що працюють на експорт, які зупинити неможливо. Такі блоки звужують конкуренцію. По-друге, енергетики постійно скаржаться на адміністративне втручання в роботу ринку із сторони держави, яка намагається час від часу перерозподіляти паливно-грошові потоки між електростанціями. І по-третє, сам механізм ціноутворення на продукцію ТЕС відрізняється крайньою зарегульованістю, що і не дивно, оскільки покупець один.

Модель єдиного покупця або пулу, що діє в українській енергетиці, вважається в світовій класифікації енергоринків тимчасово виправданою, але в цілому неефективною.

Двосторонні контракти – це прямі договори між виробниками електроенергії та її постачальниками або безпосередніми споживачами. Український уряд усвідомив необхідність переходу до конкурентної моделі ринку

електроенергії ще в 2002 році, затвердивши “Концепцію функціонування і розвитку оптового ринку електроенергії” (далі – Концепція). Проте терміни впровадження двосторонніх контрактів, зазначені в Концепції, були зірвані через об'єктивні економічні, так і суб'єктивні причини. Робота над реформою помітно поживалась лише в 2007 році, коли в Україні почав свою роботу міжнародний консорціум консалтингових компаній у складі КЕМА і Mусcroft (Нідерланди), ЕСА і Norton Rose (Великобританія), DIW (Німеччина), а також “Трансенергоконсалтинг” (Україна). Робота консорціуму фінансується з кредитних коштів Світового банку [210].

Внаслідок проведення реформи, виробники електроенергії в боротьбі за покупця будуть прагнути продати дешевше. А це означає, що на сьогодні замість домінуючого принципу витратного ціноутворення, – в енергетиці будуть впроваджені конкурентні ціноутворюючі механізми. Генеруючі компанії в умовах конкуренції будуть вимушені скорочувати власні витрати. Наступна перевага: і виробники, і покупці прагнутимуть витримувати графіки навантажень, зазначені в двосторонніх контрактах. В іншому випадку брак електроенергії доведеться докуповувати на балансуєчому ринку.

Сьогодні енергетична галузь страждає від урядових дій щодо стабілізації ринків в умовах світової фінансової кризи. Насамперед енергетиків “насилено” в умовах різкого зниження вжитку електроенергії змушують купувати вугільну продукцію в ДП “Вугілля України”, де вона на 35% дорожча, ніж у приватних підприємствах. Те, що на складах генерації заморожено мільйони оборотних коштів компаній, які можна було б витратити на устаткування і матеріали для ремонтів, схоже, нікого особливо не хвилює [211].

Основними споживачами електроенергії є промисловість та населення. Щодо перспектив збуту, то згідно зі стратегією розвитку споживання електроенергії, до 2030 року збільшиться у 2,2 рази і перевищить за прогнозними даними 395,1 млрд. кВт-год, експортні можливості зростуть до 25 млрд. кВт-год.

З рисунку Р.2.2 видно значне прогнозоване зростання споживання в цілому.

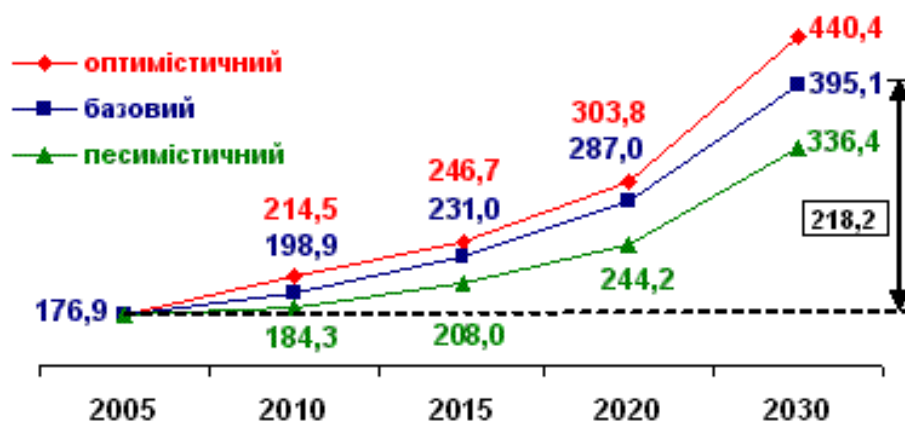


Рис. Р.2.2. Споживання електроенергії до 2030 року: сценарії розвитку [207, с. 13]

На рис. Р.2.3 наведено прогноз споживання електричної енергії за групами споживачів.

Державні підприємства набагато сильніше відчують адміністративне втручання в оперативно-господарську діяльність з боку державних органів – обласних і районних держадміністрацій, галузевого міністерства, Головного контрольно-ревізійного управління та інших центральних і місцевих органів державної влади.

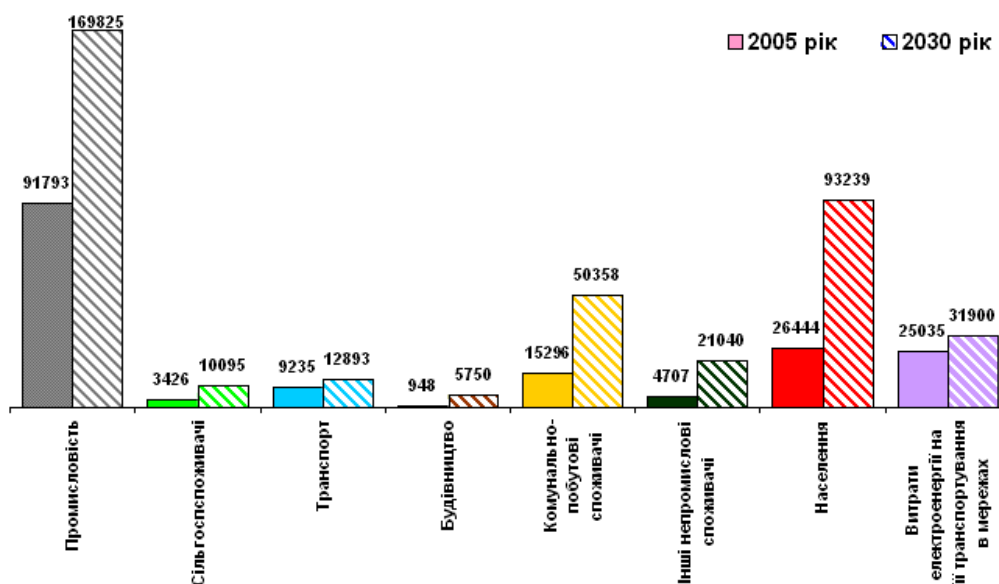


Рис. Р.2.3. Прогноз споживання електричної енергії за групами споживачів, млн. кВт. [207, с. 15]

Однією з причин того, що рівень збору коштів за відпущену електроенергію державними енергозабезпечуючими компаніями завжди поступався аналогічному

показникові приватних компаній, – була заборона першою відключати боржників з боку місцевих органів, а інколи і з боку Міністерства палива і енергетики.

Ринок одного покупця, що існує в Україні та діє за правилами англійського пулу, був заснований у 1996 році, а реально запрацював з 2000-го року після введення так званих розподільних рахунків. За час роботи цього ринку багато що змінилось на краще. Зокрема, рівень оплати електроенергії у грошовій формі виріс з 10% до 99 – 100%.

Експорт української електроенергії найприбутковіший на східноєвропейському ринку. Саме у цьому напрямі між держкомпанією “Укрінтеренерго” і місцевими споживачами створено відразу декілька посередницьких структур. Всі ці компанії не виробляють електрику, але, купуючи її в Україні на кордоні, продають потім в Угорщину, Словаччину, Польщу, Румунію.

У 2009 році купувати українську електроенергію стало не вигідно. Проте, якщо промисловість Єврозони знову почне працювати, то вартість “мегаватів” нестримно піде вгору і доступ до енергопотужностей українського виробництва знову виявиться надприбутковим. Крім того, трейдери продовжують купувати українську електроенергію тому, що мають середньострокові контракти з чітко прописаними двосторонніми зобов'язаннями. Вони просто зобов'язані вибирати певний об'єм української електроенергії, щоб уникнути штрафних санкцій.

Найгострішими галузевими проблемами є: показники втрат у мережах, питома витрата палива на ТЕС, рівень використання встановленої потужності атомними електростанціями. Ці показники, що перераховані як наші досягнення, вже давно перестали бути навіть нормою для більшості розвинених країн світу. Це швидше вчорашній день енергетики розвинених країн. До цього варто додати вкрай погані екологічні показники вітчизняних ТЕС і незадовільні показники якості та надійності енергопостачання. Все це наслідки застарілої матеріально-технічної бази вітчизняної енергетики і неефективного господарського механізму, який не створює необхідних мотивацій для залучення інвестицій і динамічного підвищення техніко-економічних показників роботи енергетичних підприємств.

Для підвищення ефективності господарського механізму насамперед потрібно реформувати оптовий ринок електроенергії. Адже на ОРЕ, що діє, оптовий тариф вже давно не визначається ринком, а це означає, що інвестор не отримує правильних цінових сигналів. Ще більше інвестора відлякує адміністративне втручання у роботу ринку, інтенсивність і глибина якого з часом лише збільшуються. Нарешті в ОРЕ, що діє з одним оптовим покупцем, суб'єкти ринку не мають можливості вільного вибору контрагентів, вибору, який існує на інших товарних ринках і вже давно склався на оптових ринках електроенергії більшості розвинених країн світу. Таке реформування передбачене схваленою урядом ще в 2002 році Концепцією функціонування і розвитку ОРЕ.

Ще одним дуже важливим напрямом реформування, що дуже запізнився, є кардинальна зміна підходів до тарифоутворення. Перший крок до цього – впровадження ринку двосторонніх договорів, що забезпечить дійсно ринкове формування оптового тарифу в конкурентному секторі енергетики, а саме на електроенергію, яку виробляє ТЕС. Другим назрілим кроком є зміна підходів до тарифоутворення в секторі природних і штучних монополій, де функції ринку з формування тарифу виконує регулювальник. Міцно вкорінені в енергетиці країни витратні методи тарифоутворення зводять нанівець будь-яку мотивацію для компаній меншими ресурсами добиватися кращих результатів. Цим же гальмується поліпшення показників ефективності роботи.

Логічним продовженням витратного тарифоутворення сьогодні є дріб'язкова опіка енергокомпаній при формуванні інвестиційних програм. Не компанії, а фактично регулювальник сьогодні визначає напрями інвестування прибутків і черговість здійснення тих або інших заходів. Майже поелементний контроль за виконанням інвестиційних програм сильно завантажує регулювальника та мало впливає на результати роботи компаній.

Перехід до нової моделі ринку передбачає ослаблення державного регулювання в секторі. І тому біля генеруючих і збутових компаній з'явиться стимул для зниження витрат, а також буде можливість залучати інвестиції для проведення модернізації і розширення потужностей. Водночас, враховуючи



політичні ризики, автор вважає, що в коротко - і середньостроковому періоді не варто чекати значного поліпшення показників рентабельності енергокомпаній.

Відміна моделі єдиного покупця та перехід на прямі договори купівлі-продажу струму між виробниками і кінцевими споживачами електрики – ще не остаточна схема взаємодії на оновленому ринку. Проте, на думку автора, це допомогло стартувати реформі ринку електроенергії. Разом з приватизацією таке перетворення є чинником довгострокової інвестиційної привабливості української електроенергетики.

Висновки щодо інвестиційної привабливості теплової електроенергетичної галузі наведено в табл. 2.10 (питання 2.3 дисертаційної роботи).

Додаток С.1

**Ключові фінансові показники ВАТ “Житомирський маслозавод” за 2005 – 2010 роки**

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	C	77157500,00	94858700,00	113897300,00	138651000,00	172678000,00	202903000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	27865000	27865000	27865000	27865000	27865000	27865000
3	Балансова вартість акції, грн.	B	2,77	3,40	4,09	4,98	6,20	7,28
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	15442400,00	24899800,00	27245700,00	34684000,00	46389000,00	41552000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	0,55	0,89	0,98	1,24	1,66	1,49
7	Обсяг продаж, грн.	S	362106700,00	291013100,00	385156800,00	468562000,00	564922000,00	816321000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	13,00	10,44	13,82	16,82	20,27	29,30
9	Грошовий потік, грн.	CF	102954000,00	34612000,00	23263200,00	40380000,00	23812000,00	-6386000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	0,37	1,24	0,83	1,45	0,85	-0,23
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	9831100,00	17701200,00	19038600,00	24654000,00	34027000,00	30225000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	118673300,00	129294400,00	178690200,00	217482000,00	249308000,00	367460000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	3021700,00	0	0	0	0	75975000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	80179200,00	9858700,00	113897300,00	138651000,00	172678000,00	278878000,00

Джерело: складено автором за [168 – 173].

Додаток С.2

**Ключові фінансові показники ВАТ “Кременчуцький міськмолкозавод” за 2005 – 2010 роки**

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	С	28450300,00	40510700,00	40990000,00	30938000,00	44276000,00	49789000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	51077229	52165000	52165000	52165000	52165000	52165000
3	Балансова вартість акції, грн.	B	0,56	0,78	0,79	0,59	0,85	0,95
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	15224300,00	16861500,00	782200,00	-12149000,00	18480000,00	10234000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	0,31	0,32	0,01	-0,23	0,35	0,20
7	Обсяг продаж, грн.	S	188351100,00	183101800,00	256573900,00	312027000,00	262112000,00	339174000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	3,69	3,51	4,92	5,98	5,02	6,50
9	Грошовий потік, грн.	CF	105308000,00	2344000,00	3068800,00	102420000,00	68397000,00	1449000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	0,21	0,004	0,06	1,96	1,31	0,28
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	10857300,00	12082400,00	479800,00	-10048000,00	13338000,00	6739000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	53482800,00	72836400,00	114579200,00	228554000,00	141333000,00	140107000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	6060000,00	1818000,00	14497600,00	52318000,00	0	0
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	34510300,00	42328700,00	55487600,00	83256000,00	44276000,00	49789000,00

Джерело: складено автором за [174 – 178].

Додаток С.3

**Ключові фінансові показники ВАТ “Шосткинський міськмолкомбінат” за 2005 – 2010 роки**

№ п/п	Показник	Си м-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	С	82157000,00	9425000,00	100764000,00	157565000,00	204338000,00	147624000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	1551360	1551360	1551360	1890078	2280540	2280540
3	Балансова вартість акції, грн.	B	52,96	6,08	64,95	83,36	89,60	64,73
4	Річні дивіденди, грн.	D	200,00	400,00	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	25416000,00	17886000,00	9724000,00	-28960000,00	-26628000,00	-53528000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	16,38	11,53	6,27	-15,32	-11,68	-23,47
7	Обсяг продаж, грн.	S	269839000,00	263341000,00	379862000,00	498639000,00	484528000,00	467302000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	173,94	169,75	244,86	263,82	212,46	204,91
9	Грошовий потік, грн.	CF	17122000,00	3166000,00	37351000,00	941000,00	10182000,00	79517000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	11,04	2,04	24,08	0,50	4,46	34,87
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	17598000,00	12885000,00	6575000,00	-30596000,00	-26679000,00	55542000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	130150000,00	150819000,00	211130000,00	236900000,00	282480000,00	352673000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	12392000,00	19142000,00	870000,00	3181000,00	3128000,00	4508000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	94549000,00	28567000,00	101634000,00	160746000,00	207466000,00	152132000,00

Джерело: складено автором за [179 – 184].

Додаток С.4

**Ключові фінансові показники ПАТ “Концерн Хлібпром” за 2005 – 2010 роки**

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	С	43429000,00	131060000,00	193727000,00	199514000,00	189346000,00	225088000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	1603934458	6226171919	11060039834	15000000000	15854012500	15863230036
3	Балансова вартість акції, грн.	B	0,027	0,021	0,018	0,013	0,012	0,014
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	9886000,00	14794000,00	2281000,00	-89825000,00	-11576000,00	1654000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	0,006	0,002	0,0002	-0,006	-0,001	0,0001
7	Обсяг продаж, грн.	S	38667000,00	62909000,00	1425240000,00	419511000,00	476609000,00	785559000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	0,024	0,010	0,013	0,028	0,030	0,050
9	Грошовий потік, грн.	CF	4926000,00	33726000,00	741000,00	28831000,00	13163000,00	-24789000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	0,003	0,005	0,0001	0,002	0,001	-0,002
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	9626000,00	14410000,00	3428000,00	-90845000,00	-11440000,00	1676000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	121610000,00	271864000,00	435155000,00	624164000,00	699622000,00	681306000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	42518000,00	109733000,00	140122000,00	241099000,00	283372000,00	269293000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	85947000,00	240793000,00	333849000,00	440613000,00	472718000,00	494381000,00

Джерело: складено автором за [185 – 190].

Додаток С.5

Ключові фінансові показники ВАТ “Коровай” за 2005 – 2010 роки

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	С	77769900,00	77183700,00	79699100,00	70745000,00	71650000,00	51061000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	6876098	9726300	9726300	9726300	9726300	9726300
3	Балансова вартість акції, грн.	B	11,31	7,94	8,19	7,27	7,37	5,25
4	Річні дивіденди, грн.	D	121,00	82,00	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	6239900,00	7145500,00	2977900,00	-6936000,00	643000,00	-19016000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	0,91	0,73	0,31	-0,71	0,07	-1,96
7	Обсяг продаж, грн.	S	313546100,00	343908300,00	389708200,00	407890000,00	417452000,00	352995000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	45,60	35,36	40,07	41,94	42,92	36,29
9	Грошовий потік, грн.	CF	31444700,00	17915800,00	50319000,00	3489000,00	11504000,00	745000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	4,57	1,84	5,17	0,36	1,18	0,77
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	3985200,00	5060600,00	2615100,00	-8841000,00	937000,00	-19004000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	121487100,00	143646000,00	154315400,00	178298000,00	186695000,00	229753000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	15441100,00	39500,00	3807200,00	1444000,00	18506000,00	511000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	93211000,00	77223200,00	83506300,00	72189000,00	90156000,00	51572000,00

Джерело: складено автором за [191 – 196].

Додаток С.6

Ключові фінансові показники ВАТ “Кримхліб” за 2005 – 2010 роки

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	С	30293800,00	30650100,00	30206600,00	17086000,00	71768000,00	67099000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	40381368	40381368	40381368	40381368	40381368	40381368
3	Балансова вартість акції, грн.	B	0,75	0,76	0,75	0,42	1,78	1,66
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	2762300,00	1166100,00	931600,00	-11943000,00	84000,00	50000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	0,07	0,03	0,02	-0,30	0,002	0,001
7	Обсяг продаж, грн.	S	180150500,00	188432200,00	198964500,00	269095000,00	331345000,00	415539000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	4,46	4,67	4,93	6,66	8,21	10,29
9	Грошовий потік, грн.	CF	1644100,00	12731800,00	18778000,00	19635000,00	16953000,00	10625000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	0,04	0,32	0,47	0,49	0,42	0,26
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	2202000,00	966100,00	699300,00	-12214000,00	15000,00	66000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	95176800,00	100327700,00	128321000,00	201099000,00	284683000,00	360177000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	16398600,00	13601800,00	10008100,00	13167000,00	3706000,00	60771000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	46692400,00	44251900,00	40214700,00	30253000,00	75474000,00	127870000,00

Джерело: складено автором за [197 – 202].

Додаток С.7

**Ключові фінансові показники ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” за 2005 – 2010 роки**

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	C	2100404000,00	2214698000,00	2240303000,00	2032767000,00	1796933000,00	1817823000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	369407108	369407108	369407108	369407108	369407108	369407108
3	Балансова вартість акції, грн.	B	5,69	6,00	6,06	5,50	4,86	4,92
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	100352000,00	142185000,00	136346000,00	-108167000,00	-244037000,00	39755000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	0,27	0,38	0,37	-0,29	-0,66	0,11
7	Обсяг продаж, грн.	S	2334667000,00	3181012000,00	4111871000,00	5607121000,00	5365683000,00	6800828000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	6,32	8,61	11,13	15,18	14,53	18,41
9	Грошовий потік, грн.	CF	131076000,00	27494000,00	180990000,00	66203000,00	132106000,00	-288155000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	0,35	0,07	0,49	0,18	0,36	-0,78
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	60731000,00	87465000,00	63403000,00	-197752000,00	-252249000,00	9616000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	4474468000,00	4464924000,00	4449599000,00	4696546000,00	4381524000,00	4275203000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	751995000,00	933902000,00	643387000,00	1300130000,00	1189888000,00	838268000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	2852399000,00	3148600000,00	2883690000,00	3332897000,00	2986821000,00	2656091000,00

Джерело: складено автором за [212 – 217].



Додаток С.8

**Ключові фінансові показники ВАТ “Західенерго” за 2005 – 2010 роки**

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	С	1389987000,00	1410562000,00	1435232000,00	1314212000,00	924495000,00	507170000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	12790541	12790541	12790541	12790541	12790541	12790541
3	Балансова вартість акції, грн.	B	108,67	110,28	112,21	102,75	72,28	39,65
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	34588000,00	104357000,00	99702000,00	-63399000,00	-412996000,00	-118525000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	2,70	8,16	7,79	-4,96	-32,29	-9,27
7	Обсяг продаж, грн.	S	2948585000,00	3739035000,00	337635000,00	5817947000,00	5371834000,00	6002608000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	230,53	292,33	339,13	454,86	419,98	469,30
9	Грошовий потік, грн.	CF	107343000,00	167714000,00	14267000,00	184988000,00	165398000,00	360037000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	8,39	13,11	1,12	14,46	12,93	28,15
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	20709000,00	22529000,00	49950000,00	-89781000,00	-391719000,00	-186747000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	2572301000,00	2620821000,00	2680645000,00	3174925000,00	2998461000,00	3167684000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	438564000,00	257053000,00	190059000,00	135048000,00	181603000,00	192109000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	1828551000,00	1667615000,00	1625291000,00	1449260000,00	1106098000,00	699279000,00

Джерело: складено автором за [218 – 223].

Додаток С.9

Ключові фінансові показники ВАТ “Дніпроенерго” за 2005 – 2010 роки

№ п/п	Показник	Сим-вол	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Власний капітал, грн.	C	347602000,00	421667000,00	1697208000,00	2073010000,00	1860925000,00	2147257000,00
2	Загальна кількість акцій, шт.	N	3293998	3293998	3293998	4886806	5967432	5967432
3	Балансова вартість акції, грн.	B	105,53	107,46	432,52	424,21	311,85	359,83
4	Річні дивіденди, грн.	D	0	0	0	0	0	0
5	Прибуток (збиток), грн.	E	130425000,00	86774000,00	167211000,00	28279000,00	-255802000,00	311915000,00
6	Прибуток на акцію, грн.	Eb	39,59	22,11	42,61	5,79	-42,87	52,27
7	Обсяг продаж, грн.	S	2497636000,00	3340493000,00	4593724000,00	5611584000,00	5052852000,00	7473444000,00
8	Обсяг продаж на 1 акцію, грн.	Sa	758,24	851,30	1170,67	1148,31	846,74	1252,37
9	Грошовий потік, грн.	CF	37318000,00	153902000,00	549922000,00	116219000,00	94807000,00	43157000,00
10	Грошовий потік на 1 акцію, грн.	CFa	11,33	39,22	140,14	23,78	15,89	7,23
11	Чистий прибуток (збиток), грн.	NI	23718000,00	12616000,00	121938000,00	-16231000,00	-236049000,00	189179000,00
12	Загальна сума активів, грн.	A	2773060000,00	2188302000,00	2476055000,00	3406083000,00	3391326000,00	4172649000,00
13	Довгострокові зобов'язання, грн.	L	185941000,00	226536000,00	0,00	0,00	104468000,00	77876000,00
14	Довгостроковий капітал (1+13), грн.	LC	533543000,00	648203000,00	1697208000,00	2073010000,00	1965393000,00	2225133000,00

Джерело: складено автором за [224 – 229].

Додаток Т

**Ринкова ціна та ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів у 2006 – 2011 роках\***

Тікер емітента	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	Р, грн.	R <sub>mi</sub> , %	Р, грн.	R <sub>mi</sub> , %	Р, грн.	R <sub>mi</sub> , %	Р, грн.	R <sub>mi</sub> , %	Р, грн.	R <sub>mi</sub> , %	Р, грн.	R <sub>mi</sub> , %
ZHMZ	4,46	-	16,49	269,73	4,42	-73,20	5,76	30,32	11,19	94,27	11,33	-42,72
KMLK	1,28	-	2,22	73,44	2,10	-5,41	1,10	-47,62	1,10	0,00	1,10	-
SHMK	244,89	-	281,39	14,90	230,83	-17,97	175,00	-24,19	80,00	-54,29	-	-
HLPR	0,035	-	0,170	385,71	0,024	-85,88	0,021	-12,50	0,021	0,00	0,035	42,86
KORV	5,00	-	10,35	107,00	1,03	-90,05	0,62	-39,05	5,10	722,58	2,00	-94,12
KRHLB	-	-	2,08	-	2,89	38,94	4,00	38,41	6,80	70,00	7,93	-19,85
CEEN	6,57	-	26,24	299,39	5,60	-78,66	9,22	64,64	13,38	45,12	8,46	-34,30
ZAEN	251,10	-	583,73	132,47	428,66	-26,57	320,00	-25,35	542,00	69,38	284,00	-56,00
DNEN	585,00	-	2470,69	322,34	538,14	-78,22	672,50	24,97	1051,00	56,28	627,50	-39,09

Примітка: Дані станом на останню дату котирування у вказаному році.

Джерело: складено автором за [240 – 242; 246 – 251].

## Додаток У.1

**Аналіз акцій досліджуваних емітентів хлібопекарської галузі за  
допомогою фінансових коефіцієнтів**

Проведемо розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта акцій досліджуваних ПАТ "Концерн Хлібпром", ВАТ "Коровай" та ВАТ "Кримхліб" за формулою (2.6).

Таблиця У.1.1

**Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта для ПАТ "Концерн Хлібпром" у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	0,035	0,170	0,024	0,021	0,021
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P, \%$	-	385,71	-85,88	-12,50	0,00
$\Delta I, \%$	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	-	2,85	1,16	-0,14	0,00

Джерело: складено автором за [239; 246].

Таблиця У.1.2

**Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ "Коровай" у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	5,00	10,35	1,03	0,62	5,10
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P, \%$	-	107,00	-90,05	-39,81	722,58
$\Delta I, \%$	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	-	0,79	1,21	-0,44	10,29

Джерело: складено автором за [239; 247].

Таблиця У.1.3

**Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ "Кримхліб" у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	0,00	2,08	2,89	4,00	4,99
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P, \%$	-	-	38,94	38,41	70,00
$\Delta I, \%$	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	-	-	-0,52	0,43	1,00

Джерело: складено автором за [239; 248].

Складемо динаміку значень  $\beta$ -коефіцієнта кожного емітента в узагальню-

вальну таблицю.

Таблиця У.1.4

**β-коефіцієнти досліджуваних емітентів хлібопекарської галузі  
в 2006-2010 роках**

Рік	ПАТ “Концерн Хлібпром”		ВАТ “Коровай”		ВАТ “Кримхліб”		Середня β
	β	P <sub>0</sub>	β	P <sub>0</sub>	β	P <sub>0</sub>	
2006	-	0,035	-	5,00	-	-	-
2007	2,85	0,170	0,79	10,35	-	2,08	1,21
2008	1,16	0,024	1,21	1,03	- 0,52	2,89	0,61
2009	-0,14	0,021	-0,44	0,62	0,43	4,00	-0,05
2010	0,00	0,021	10,29	5,10	1,00	6,80	3,76

Джерело: складено автором за [табл. У.1.1 – У.1.3].

Коефіцієнт β ПАТ “Концерн Хлібпром” у 2007 вказував на ризики інвестування в акції, в результаті за підсумками 2008 курс акцій різко знизився у 7 разів. Коефіцієнт 2009 року (після спаду протягом 2 років) свідчить про недооціненість акцій ринком. За результатами 2010 року β-коефіцієнт не розрахований, оскільки ринкова ціна не змінилась.

Значення β-коефіцієнта ВАТ “Коровай” в 2007 – 2008 роках перебувала в діапазоні близькому до 1, що вказує на потенціал для курсового зростання та привабливість для інвестування, але спад на фондовому ринку 2008 року знизив ціну акцій у 10 разів. Реально β у цьому випадку не демонструє взаємозв'язок із індексом ПФТС. Коефіцієнт у 2007 році не сигналізував про високі ризики зниження котирування цього цінного паперу. β-коефіцієнт 2010 року вказує на високі ризики інвестування.

Акції ВАТ “Кримхліб” відповідно до β-коефіцієнта 2008 – 2010 років є найбільш недооціненими серед трьох емітентів. Динаміка ринкового курсу акцій підтверджує зростання вартості підприємства.

Узагальнюючи аналіз β-коефіцієнта емітентів хлібопекарської галузі, відзначимо, що коефіцієнт дає неоднозначні сигнали для прийняття рішення про інвестування. У двох емітентів він фактично не надав правильного прогнозу. Тільки значення β ВАТ “Кримхліб” свідчили про недооціненість ринком акцій емітента однозначно.

Продовжимо аналіз досліджуваних емітентів, використовуючи порівняльні коефіцієнти на базі ринкової ціни акції. За допомогою вихідних даних, що представлені в додатках С.4 – С.6, здійснимо обчислення коефіцієнтів, застосовуючи формули 2.7 – 2.10. Результати розрахунків представимо у таблиці та проаналізуємо одержані значення коефіцієнтів.

Таблиця У.1.5

### Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій

#### ПАТ “Концерн Хлібпром” у 2006 – 2010 роках

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
P <sub>0</sub> , грн.	0,035	0,170	0,024	0,021	0,021
P/B	1,66	9,71	1,80	1,76	1,48
P/E	14,73	824,29	-4,01	-28,76	201,41
P/S	3,46	13,19	0,86	0,70	0,42
P/CF	6,46	2537,39	12,49	25,29	-13,44

Джерело: складено автором за [додаток С.4; додаток Т].

Зіставивши коефіцієнт P/B із ринковою ціною, відзначимо досить точний взаємозв'язок ринкових тенденцій та балансової вартості акцій. Наприклад, зростання коефіцієнта у 2007 році фактично у 6 разів відбулося аналогічно з ростом котирування акцій та є індикатором переоціненості ринком акцій. Інша ситуація зі значеннями коефіцієнта P/E. Ринкова ціна виросла у 5 разів, а коефіцієнт у 56, що вказує на значне зниження доходності емітента та аномальність значення в цілому. У 2008 – 2009 роках проблеми продовжились – емітент зазнав збитків, а коефіцієнт мав від'ємне значення. Коефіцієнт P/E 2010 року є надто високим та свідчить про зниження інвестиційної привабливості акцій. Цифри показника P/S також сигналізують про проблеми у фінансовому стані підприємства у 2006 – 2007 роках. Однак його динаміка 2008 – 2010 років вказує на зростання виручки та потенціал зростання курсу акцій. Коефіцієнт P/CF 2007 року підтверджує проблеми із грошовим потоком. Проте у 2008 – 2010 роках очевидне покращення, але помітна відсутність взаємозалежності між ринковою ціною та динамікою показника. На думку автора, із коефіцієнтів, що розраховані по цьому емітенту, адекватно надавали оцінку вартості акцій P/B та P/S.

За даними розрахунків показників акцій ВАТ “Коровай” коефіцієнт P/B демонструє взаємозв’язок із ринковою ціною. P/E вказує на переоціненість емітента у 2007 році та недооціненість у 2008 – 2010 роках (табл. У.1.6). Низькі значення P/S свідчать про надійність та хороші перспективи у зростанні ринкової вартості. Коефіцієнт P/CF підтверджував відсутність серйозних проблем із грошовим потоком. Порівняння P/CF із P/E дає постійно об’єктивні результати.

*Таблиця У.1.6*

**Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції  
ВАТ "Коровай" у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
P <sub>0</sub> , грн.	5,00	10,35	1,03	0,62	5,10
P/B	0,63	1,26	0,14	0,08	0,97
P/E	6,81	33,80	-1,44	9,38	-2,61
P/S	0,14	0,26	0,02	0,01	0,14
P/CF	2,71	2,00	2,87	0,52	6,66

Джерело: складено автором за [додаток С.5; додаток Т].

З погляду взаємозв’язку коефіцієнта з ринковою ціною акцій ВАТ “Коровай” найкращими є коефіцієнти P/B та P/CF. Коефіцієнти P/E різко констатували переоціненість акцій у 2007 році та сигналізували про перспективи зниження їх ринкового курсу. P/S постійно вказує на інвестиційну привабливість, однак, як виняток, у 2007 році не знайшов підтвердження.

*Таблиця У.1.7*

**Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції  
ВАТ “Кримхліб” у 2006 – 2010 роках**

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
P <sub>0</sub> , грн.	-	2,08	2,89	4,00	6,80
P/B	-	2,78	6,83	2,25	4,09
P/E	-	90,16	-9,77	1922,92	5491,87
P/S	-	0,42	0,43	0,49	0,66
P/CF	-	4,47	5,94	9,53	25,84

Джерело: складено автором за [додаток С.6; додаток Т].

Аналізуючи дані таблиці У.1.7, варто вказати на відсутність чіткої взаємозалежності між динамікою коефіцієнта P/B та зміною ринкової ціни акцій. Високі значення свідчать про інвестиційну непривабливість акцій. Коефіцієнт P/E

2007 року вказував на значну переоціненість акцій, від'ємне значення 2008 року вказує на фінансові проблеми емітента. Значення 2009 – 2010 років аномальні. Пояснення – тільки додаткова емісія акцій товариством. Динаміка показника P/S постійно сигналізує про значну недооціненість емітента, що підтвердилось стабільним зростанням курсу акцій. Порівняння коефіцієнта P/CF із P/E, як і P/S, постійно свідчило про перспективи росту котирувань цінного паперу. По цьому емітенту адекватно продемонстрували себе коефіцієнти P/S та P/CF.

Продовжимо наш аналіз, порівнюючи показники зі середньогалузевими значеннями між усіма досліджуваними емітентами з метою виявлення найпривабливішого об'єкта для інвестування. Складемо зведену таблицю із показниками емітентів (табл. У.1.8) та таблицю із середніми значеннями у галузі (табл. У.1.9).

Таблиця У.1.8

**Фінансові коефіцієнти на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів  
хлібопекарської галузі в 2006 – 2010 роках**

Рік	ПАТ “Концерн Хлібпром”				ВАТ “Коровай”				ВАТ “Кримхліб”			
	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	1,66	14,73	3,46	-8,84	0,63	6,81	0,14	2,05	0,00	0,00	0,00	0,00
2007	9,71	824,29	13,19	120,80	1,26	33,80	0,26	2,30	2,78	90,16	0,42	-5,13
2008	1,80	-4,01	0,86	7,22	0,14	-1,44	0,02	1,42	6,83	-9,77	0,43	-9,42
2009	1,76	-28,76	0,70	7,70	0,08	9,38	0,01	0,23	2,25	1922,92	0,49	5,51
2010	1,48	201,41	0,42	-13,44	0,97	-2,61	0,14	6,66	4,09	5491,87	0,66	25,84

Джерело: складено автором за [табл. Х.1.5 – Х.1.7].

Згідно з порівняльним аналізом значень коефіцієнтів із середньогалузевим у період 2006 – 2010 років, найпривабливішими були акції ВАТ “Коровай”. Підтвердження – найкращі значення коефіцієнтів за усі роки були нижче середнього у галузі та кращими серед емітентів. Проте аналіз доходності акцій за цей період (табл. У.1.10) показує, що у 2008 – 2009 роках цей емітент був найгіршим серед досліджуваних. І лише за підсумками 2010 року реалізував свій потенціал по ринковій доходності акцій.

Отже, ми одержали підтвердження, що обирати акції компанії для інвестування, опираючись тільки на основі коефіцієнтів цієї групи, не завжди



дозволяє одержувати доходи або помірні збитки.

Таблиця У.1.9

**Середньогалузеві значення фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів хлібопекарської галузі в 2006 – 2010 роках**

Рік	Середньогалузеве			
	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	1,15	10,77	1,80	4,59
2007	4,58	316,09	4,62	847,95
2008	2,93	-5,07	0,44	7,10
2009	1,36	634,51	0,40	11,78
2010	2,18	1896,89	0,41	6,35

Джерело: складено автором за [табл. X.1.8].

Водночас показники емітентів за 2009 рік сигналізували про значну недооціненість, а за підсумками 2010 року – про надвисоку ринкову доходність.

Таблиця У.1.10

**Ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів хлібопекарської галузі, середньогалузева доходність та доходність індексу ПФТС у 2007 – 2011 роках**

Компанія	Ринкова доходність акцій, %				
	2007	2008	2009	2010	2011
ПАТ "Концерн Хлібпром"	385,71	-85,88	-12,50	0,00	42,86
ВАТ "Коровай"	107,00	-90,05	-39,05	722,58	-94,12
ВАТ "Кримхліб"	-	38,94	38,41	70,00	-19,85
Середньогалузеве	246,36	-45,66	-4,38	264,19	-27,30
Індекс ПФТС	135,34	74,33	90,07	70,19	-45,19

Джерело: складено автором за [239; додаток Т].

В цілому, досліджуючи коефіцієнт P/B, автор зробив висновок про існування взаємозалежності між зниженням цього показника та ростом доходності акцій емітента. Зі зниженням коефіцієнта P/B та наближенням значень до 1 доходність цінних паперів зростає. А коли коефіцієнт стає нижче 1, то акції такого емітента показують кращу доходність у галузі. Аналогічний взаємозв'язок виявлений дисертантом також під час дослідження молокопереробної та електроенергетичної галузей. Варто зазначити, що котирування акцій ВАТ "Кримхліб" не підтвердили вищезазначеної взаємозалежності, – і фактично були винятком.

Проведений автором аналіз коефіцієнта P/E по цій галузі свідчить про взаємозалежність між коефіцієнтами попереднього та звітного року. Тоді коли значення показника знижуються у звітному році, то доходність акцій зростає. І навпаки. Інша взаємозалежність: коли значення коефіцієнта менше за середнє по галузі, то котирування акцій може зростати вище середнього, проте не у всіх емітентів та не протягом усіх аналізованих років.

Здійснивши оцінку згідно з коефіцієнтом P/S, автор зробив висновок, що найкращі результати у тих емітентів, в яких цей показник в діапазоні від 0 до 0,5. Відповідно у випадку перевищення коефіцієнтом P/S цифри 1 – результати ринкової доходності стають гіршими у галузі. Посередніми значеннями такого показника є діапазон від 0,5 до 1. Схожі висновки ми зробили під час аналізу молокопереробної та хлібопекарської галузей. Автор вважає, що стосовно цієї галузі коефіцієнт P/S найкраще вказував на інвестиційну привабливість акцій та дозволяв об'єктивно оцінити перспективи котирування акцій.

Порівняльний аналіз фінансового коефіцієнта P/CF з коефіцієнтом P/E емітентів галузі не дає однозначних результатів. Наприклад, за підсумками 2007 року він сигналізує про інвестиційну привабливість акцій. Але за результатами 2008 року тільки акції ВАТ “Кримхліб” завершили рік із позитивною доходністю. Найменший коефіцієнт P/CF серед емітентів галузі не завжди свідчить про найкращий вибір для інвестора серед цих компаній. Однак автор вважає, що коефіцієнт P/CF ВАТ “Коровай” протягом усіх років вказував на найвищу інвестиційну привабливість цих акцій.

Далі здійснимо аналіз доходності власного капіталу.

*Таблиця У.1.11*

**Показники доходності власного капіталу досліджуваних емітентів  
хлібопекарської галузі в 2005 – 2010 роках**

Рік	ВАТ “Концерн Хлібпром”			ВАТ “Коровай”			ВАТ “Кримхліб”			Середньогалузеве		
	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %
2005	22,16	7,92	11,20	5,12	3,28	4,28	7,27	2,31	4,72	11,52	4,50	6,73
2006	10,99	5,30	5,98	6,56	3,52	6,55	3,15	0,96	2,18	6,90	3,26	4,91

*Продовж.табл. У.1.11*

2007	1,77	0,79	1,03	3,28	1,69	3,13	2,32	0,54	1,74	2,46	1,01	1,97
2008	-45,53	-14,55	-20,62	-12,50	-4,96	-12,25	-71,49	-6,07	-40,37	-43,17	-8,53	-24,41
2009	-6,04	-1,64	-2,42	1,31	0,50	1,04	0,02	0,01	0,02	-1,57	-0,38	-0,45
2010	0,74	0,25	0,34	-37,22	-8,27	-36,85	0,10	0,02	0,05	-12,13	-2,67	-12,15

Джерело: складено автором за [додатки С.4 – С.6]

Аналізуючи табл. У.1.11, бачимо що у 2005 – 2006 роках найкраща рентабельність капіталу була у ПАТ “Концерн Хлібпром”. А у 2007 – 2009 роках краща доходність була у ВАТ “Коровай”. За результатами 2010 року кращим знову виявився ПАТ “Концерн Хлібпром”. Відповідно до вказаних показників ВАТ “Кримхліб” є аутсайдером у галузі.

Дисертант вважає, що аналогічно до висновків про молокопереробну та теплову електроенергетичну галузі, емітент із позитивними значеннями коефіцієнтів володіє більшою інвестиційною привабливістю на відміну від акціонерних товариств, що не реінвестують прибуток у власний розвиток.

## Додаток У.2

### Аналіз акцій досліджуваних емітентів теплової електроенергетичної галузі за допомогою фінансових коефіцієнтів

Здійснимо розрахунок коефіцієнта  $\beta$  акцій ВАТ “Державна енергогенеруюча компанія Центренерго” (далі – ВАТ “Центренерго”), ВАТ “Західенерго” та ВАТ “Дніпроенерго” за формулою (2.6).

Таблиця У.2.1

#### Розрахунок $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ “Центренерго” в 2006 – 2010 роках

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	6,57	26,24	5,60	9,22	12,77
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P$ , %	113,31	299,39	-78,66	64,64	38,50
$\Delta I$ , %	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	2,74	2,21	1,06	0,72	0,55

Джерело: складено автором за [239; 249].

Таблиця У.2.2

#### Розрахунок $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ “Західенерго” в 2006 – 2010 роках

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	251,10	583,73	428,66	320,00	542,00
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P$ , %	155,83	132,47	-26,57	-25,35	69,38
$\Delta I$ , %	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	3,77	0,98	0,36	-0,28	0,99

Джерело: складено автором за [239; 250].

Таблиця У.2.3

#### Розрахунок $\beta$ -коефіцієнта для ВАТ “Дніпроенерго” в 2006 – 2010 роках

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ринкова ціна акції (P), грн.	585,00	2470,69	538,14	672,50	1030,26
Індекс акцій ПФТС (I)	498,86	1174,02	301,42	572,91	975,05
$\Delta P$ , %	147,11	322,34	-78,22	24,97	53,20
$\Delta I$ , %	41,33	135,34	-74,33	90,07	70,19
$\beta$	3,56	2,38	1,05	0,28	0,76

Джерело: складено автором за [239; 251].

Укладемо динаміку значень  $\beta$ -коефіцієнта кожного емітента в узагальню-

вальну таблицю.

Таблиця У.2.4

**$\beta$ -коефіцієнти досліджуваних емітентів теплової електроенергетичної галузі  
в 2006 – 2010 роках**

Рік	ВАТ “Центрэнерго”		ВАТ “Західенерго”		ВАТ “Дніпроенерго”		Середня $\beta$
	$\beta$	$P_0$	$\beta$	$P_0$	$\beta$	$P_0$	
<b>2006</b>	2,74	6,57	3,77	251,10	3,56	585,00	3,36
<b>2007</b>	2,21	26,24	0,98	583,73	2,38	2470,69	1,86
<b>2008</b>	1,06	5,60	0,36	428,66	1,05	538,14	0,82
<b>2009</b>	0,72	9,22	0,28	320,00	0,28	672,50	0,24
<b>2010</b>	0,55	12,77	0,99	542,00	0,76	1030,26	0,76

Джерело: складено автором за [табл. У.2.1 – У.2.3].

Аналізуючи табл. У.2.4, відзначимо, що з 2006 року у всіх емітентів  $\beta$  був вище 2, що водночас свідчило про високу ризикованість інвестицій в ці акції із наддоходністю. Впродовж 2006 – 2007 років ціни на акції досліджуваних емітентів зростали вдвоє, втриє або вчетверо, що підтверджувало індикатори, дані  $\beta$ -коефіцієнтом. У 2008 році  $\beta$  компаній перейшла в діапазон 0,36 – 1,06, внаслідок обвалу на фондовому ринку. За підсумками 2009 року  $\beta$ -коефіцієнт емітентів перебуває в діапазоні від 0 до 1. На думку автора, це вдалий період для придбання цих “голубих фішок” фондового ринку України. За підсумками 2010 року ринкова ціна усіх емітентів зросла, проте потенціал для подальшого зростання згідно значень  $\beta$  залишається і на 2011 рік.

Підсумовуючи аналіз  $\beta$ -коефіцієнта, відзначимо на прикладі акцій ВАТ “Західенерго” дещо слабший взаємозв’язок між значеннями  $\beta$  та наступними коливаннями ринкової ціни, ніж у інших емітентів. Особливо це помітно протягом 2008 – 2009 років. Проте з іншого боку, аналіз  $\beta$ -коефіцієнта ВАТ “Центрэнерго” та ВАТ “Дніпроенерго” підтверджує ефективність моделі, запропонованої У. Шарпом.

Продовжимо вивчення емітентів, які ми досліджуємо, використовуючи фінансові коефіцієнти на базі ринкової ціни акції. За допомогою вихідних даних, які представлені в додатках С.7 – С.9, здійснимо обчислення коефіцієнтів, застосовуючи формули (2.7 – 2.10). Результати розрахунків представимо у табл. Х.2.5

та проаналізуємо одержані значення коефіцієнтів.

Таблиця X.2.5

**Динаміка порівняльних коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій**

**ВАТ “Центренерго” в 2006 – 2010 роках**

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
P, грн	6,57	26,24	5,60	9,22	12,77
P/B	1,10	4,33	1,02	1,90	2,60
P/E	17,07	71,09	-19,12	-13,96	118,66
P/S	0,76	2,36	0,37	0,63	0,69
P/CF	88,27	53,56	31,25	29,78	-16,37

Джерело: складено автором за [додаток С.7; додаток Т].

Аналізуючи дані табл. У.2.5, відзначимо пропорційність у динаміці зростання коефіцієнта P/B порівняно з динамікою ринкової ціни акцій. Коефіцієнт P/E у 2007 році був надзвичайно великим, виріс більше, ніж у 4 рази, та свідчив про значну переоціненість акцій ринком. У 2008 році ціна акцій впала більше, ніж у 5 разів, відновивши свою інвестиційну привабливість. За підсумками 2009 року значення коефіцієнта знизилось та вказувало на зростання курсу. У 2010 році вказує на переоціненість ринком акцій. Динаміка показника P/S досить чітко показує стан емітента, сигналізуючи про значну привабливість у 2005 – 2006 роках та серйозні проблеми під кінець 2007 року. Проте коефіцієнти 2008 – 2010 років, які перебувають в діапазоні від 0 до 1, знову свідчать про майбутнє зростання курсу акцій. Аналізуючи співвідношення ринкової ціни до грошових потоків, звернемо увагу на досить великі цифри коефіцієнта, що притаманно цій галузі. Порівняння P/CF із P/E не дає об’єктивних сигналів щодо реальної цінності акцій. Високий коефіцієнт 2006 – 2008 років вказує на проблеми підприємства зі грошовим потоком у цих роках.

Коефіцієнт P/B ВАТ “Західенерго” (табл. У.2.6) фактично не демонструє взаємозв’язку з ринковою ціною, окрім 2009 року. Його зростання протягом 2005 – 2007 років вказує на ріст переоціненості акцій емітента. Значення P/E у 2005 – 2006 роках демонструють стабільність росту прибутків та зростання ринкової капіталізації. Наприкінці 2007 року коефіцієнт зростає більше, ніж вдвічі, та свідчить про зростання ризиків та можливі коливання в ринковій вартості. І дійсно,

на кінець 2008 року вартість акцій знизилась до 428,66 грн. або на 26,56%.

Таблиця У.2.6

### Динаміка порівняльних коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції

#### ВАТ “Західенерго” в 2006 – 2010 роках

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
P, грн.	251,10	583,73	428,66	320,00	542,00
P/B	2,28	5,20	4,17	4,43	13,67
P/E	30,78	74,89	-86,48	-9,91	-58,49
P/S	0,86	1,72	0,94	0,76	1,15
P/CF	19,15	523,32	29,64	24,75	19,25

Джерело: складено автором за [додаток С.8; додаток Т].

Коефіцієнт P/S, на думку автора, загалом об’єктивно відображав динаміку майбутніх котирувань, демонструючи хороший темп росту ціни з обсягами продажу. Ситуація, коли коефіцієнт стає більшим за 1, як у попередніх аналізованих емітентах, вказує на переоціненість акцій. А коли коефіцієнт перебував в діапазоні від 0 до 0,5, то ринкова доходність була найвищою. Коефіцієнт P/CF акцій у 2007 році вказував на значне погіршення руху грошових коштів. Проте у 2008 – 2010 роках значення постійно покращувались, сигналізуючи про значні обсяги продажу. Порівняння P/CF із P/E в цілому не давало адекватного прогнозу на майбутні тенденції в ринковій ціні акцій. В цілому, на думку автора, за цим цінним папером коефіцієнти P/E та P/S вдало представляли фінансовий стан емітента протягом 2005 – 2010 років та давали уявлення про перспективи коливання ринкового курсу акцій.

Таблиця У.2.7

### Динаміка фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акції

#### ВАТ “Дніпроенерго” в 2006 – 2010 роках

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
P, грн.	585,00	2470,69	538,14	672,50	1030,26
P/B	5,44	5,71	1,27	2,16	2,86
P/E	26,45	57,98	92,99	-15,69	19,71
P/S	0,69	2,11	0,47	0,79	0,82
P/CF	14,92	17,63	22,63	42,33	142,46

Джерело: складено автором за [додаток С.9; додаток Т].

Досліджуючи дані таблиці У.2.7, варто вказати на взаємозв'язок між динамікою коефіцієнта P/B та динамікою ринкової ціни акцій у 2007 – 2009 роках. Коефіцієнт P/E, маючи невелике значення у 2006 році, вказував на недооціненість акцій, проте цифри 2007 – 2008 років попереджали про зростання переоціненості цінного паперу на ринку. Однак динаміка курсу акцій демонструвала зворотній результат. Динаміка показника P/S показувала стабільність зростання обсягів продажів у 2006 році та інвестиційну привабливість акцій. У 2007 році відбувається різкий стрибок коефіцієнта з 0,69 до 2,11, що попереджає про переоціненість ринком цих акцій – сигнал до продажу. Коефіцієнт P/S цього емітента найкраще відповідав ринковому котируванню. Діапазон його коливання від 0 до 1, як і в попередніх емітентів, свідчив про перспективи зростання котирувань акції. Коефіцієнт P/CF вказував на зростання проблеми емітента з грошовим потоком. Порівняння його зі P/E в цілому не відповідало коливанням ринкової ціни емітента.

Продовжимо наш аналіз, порівнюючи показники між усіма досліджуваними емітентами галузі з метою визначення найпривабливішого емітента для інвестування за вказаною групою показників.

Таблиця У.2.8

**Фінансові коефіцієнти на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів теплової електроенергетичної галузі в 2006 – 2010 роках**

Рік	ВАТ “Центрэнерго”				ВАТ “Західенерго”				ВАТ “Дніпроенерго”			
	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	1,10	17,07	0,76	88,27	2,28	30,78	0,86	19,15	5,44	26,45	0,69	14,92
2007	4,33	71,09	2,36	53,26	5,20	74,89	1,72	523,32	5,71	57,98	2,11	17,63
2008	1,02	-19,12	0,37	31,25	4,17	-86,48	0,94	29,64	1,27	92,99	0,47	22,63
2009	1,90	-13,96	0,63	25,78	4,43	-9,91	0,76	24,75	2,16	-15,69	0,79	42,33
2010	2,60	118,66	0,69	-16,37	13,67	-58,49	1,15	19,25	2,86	19,71	0,82	142,46

Джерело: складено автором за [табл. У.2.5 – У.2.7].

Складемо зведену таблицю з показниками компаній (табл. У.2.8) та таблицю із середньогалузевими значеннями (табл. У.2.9).

Отже, у 2006 році найпривабливішими для інвестицій були акції ВАТ “Дніпроенерго” та ВАТ “Центрэнерго”.



В 2007–2008 роках – ВАТ “Центренерго”. А у 2009 році відповідно ВАТ “Центренерго” та ВАТ “Західенерго”.

*Таблиця У.2.9*

**Середньогалузеві значення фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів теплової електроенергетичної галузі в 2006 – 2010 роках**

Рік	Середньогалузеве			
	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	2,94	24,77	0,77	40,78
2007	5,08	67,99	2,06	198,17
2008	2,15	-4,20	0,59	27,84
2009	2,83	-13,19	0,73	30,95
2010	6,38	26,63	0,59	48,45

Джерело: складено автором за [табл. У.2.8].

За підсумками 2010 року – ВАТ “Центренерго” та ВАТ “Дніпроенерго”. В цілому кращим емітентом протягом 2006 – 2010 років є ВАТ “Центренерго”.

Порівняння ринкової доходності акцій за 2007 – 2011 роки (табл. У.2.10) зі значеннями коефіцієнтів вказує на існування постійної кореляції.

*Таблиця У.2.10*

**Ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів теплової електроенергетичної галузі, середньогалузева доходність та доходність індексу ПФТС у 2007 – 2011 роках**

Компанія	Ринкова доходність акцій, %				
	2007	2008	2009	2010	2011
ВАТ “Центренерго”	299,39	-78,66	64,64	45,12	-36,77
ВАТ “Західенерго”	132,47	-26,57	-25,35	69,38	-47,60
ВАТ “Дніпроенерго”	322,34	-78,22	24,97	56,28	-42,29
Середньогалузеве	251,40	-61,15	21,42	56,93	-41,55
Індекс ПФТС	135,34	74,33	90,07	70,19	-42,33

Джерело: складено автором за [239; додаток Т].

За підсумками 2008 ВАТ “Західенерго” було кращим серед досліджуваних емітентів галузі згідно з ринковою доходністю, незважаючи на кращі фінансові коефіцієнти ВАТ “Центренерго”. Лише доходність акцій ВАТ “Центренерго” 2009 року збігалася з кращими значеннями показників серед компаній галузі. Акції ВАТ “Західенерго” впали в ціні на 25,35%. Незважаючи на гірші показники,

доходність акцій ВАТ “Західенерго” 2010 року була найвищою.

Аналізуючи взаємозв’язок між коефіцієнтом  $P/V$  та доходністю акцій теплової електроенергетичної галузі, автор зробив висновок: зниження цього показника пропорційно залежить від росту доходності акцій емітента. Тому зі зниженням коефіцієнта  $P/V$  та наближенням значень до 1 доходність цінних паперів зростає. А коли коефіцієнт стає нижче 1, то акції такого емітента показують кращу доходність у галузі. Ця взаємозалежність є аналогічною до тієї, що ми спостерігали з акціями молокопереробної та хлібопекарської галузей.

Проведений автором аналіз взаємозалежності між коефіцієнтами  $P/E$  попереднього та звітного року свідчить про взаємозв’язок у більшості періодів. Взаємозв’язок, який ми виявили під час дослідження акцій молокопереробної та хлібопекарської галузей, коли значення коефіцієнта менше середньогалузевого, свідчить про кращу доходність акцій і має лише часткове підтвердження.

Дослідження коефіцієнта  $P/S$  цієї галузі підтверджує висновки, зроблені під час коефіцієнтного аналізу молокопереробної та хлібопекарської галузей. Діапазон його коливань та вплив на ринкову доходність аналогічні.

Порівняльний аналіз фінансового коефіцієнта  $P/CF$  із коефіцієнтом  $P/E$  емітентів теплової електроенергетичної, як і молокопереробної та хлібопекарської галузей, не дає однозначних результатів. Твердження, що найменший коефіцієнт  $P/CF$  серед емітентів галузі свідчить про найкращий вибір для інвестора, справджується лише у деяких емітентів та у певних періодах.

Користуючись даними додатків С.7 – С.9 та застосовуючи формули 1.2 – 1.4, розрахуємо ефективність управління власним капіталом досліджуваних компаній.

У період 2005 – 2007 роки управління власним капіталом всіх емітентів було ефективним (табл. У.2.11). Як наслідок, високий прибуток на акціонерний капітал сприяв підвищенню попиту на акції. Кращим емітентом у 2005 та 2007 роках було ВАТ “Дніпроенерго”. У 2008 – 2009 роках коефіцієнти доходності власного капіталу усіх емітентів були негативними, що свідчило про не-ефективне використання нових інвестицій або значний брак. У 2008 та 2010 роках

кращий результат був у ВАТ “Дніпроенерго”, а у 2009 – ВАТ “Центренерго”.

Таблиця У.2.11

**Показники доходності власного капіталу досліджуваних емітентів  
теплової електроенергетичної галузі в 2005 – 2010 роках**

Рік	ВАТ “Центренерго”			ВАТ “Західенерго”			ВАТ “Дніпроенерго”			Середньогалузеве		
	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %	ROE, %	ROA, %	ROI, %
2005	2,89	1,36	2,13	1,49	0,81	1,13	6,82	0,86	4,45	3,73	1,01	2,57
2006	3,95	1,96	2,78	1,60	0,86	1,35	2,99	0,58	1,95	2,85	1,13	2,03
2007	2,83	1,42	2,20	3,48	1,86	3,07	7,18	4,92	7,18	4,50	2,73	4,15
2008	-9,73	-4,21	-5,93	-6,83	-2,83	-6,19	-0,78	-0,48	-0,78	-5,78	-2,50	-4,30
2009	-14,04	-5,76	-8,45	-42,27	-13,06	-35,41	-12,68	-6,96	-12,01	-23,03	-8,59	-18,62
2010	0,53	0,22	0,36	-36,82	-5,90	-26,71	8,81	4,53	8,50	-9,16	-0,38	-5,95

Джерело: складено автором за [додатки С.7 – С.9].

Коефіцієнт доходності активів ROA вважають найкращим показником розумного використання грошових коштів. Найкращим серед усіх емітентів за результатами трьох років (2005, 2006, 2009) в управлінні власними активами є ВАТ “Центренерго”. Однак у 2007, 2008, 2010 роках значно кращих результатів досягнуло ВАТ “Дніпроенерго”.

Підсумовуючи аналіз ефективності управління емітентами власним капіталом, кращих результатів за усі проаналізовані періоди досягнуто ВАТ “Дніпроенерго”. Лише за підсумками 2009 року – ВАТ “Центренерго”.

Узагальнюючи аналіз ефективності управління власним капіталом емітентами теплової електроенергетичної галузі, висновки автора збігаються з висновками про молокопереробну та хлібопекарську галузі. Емітент із позитивними значеннями коефіцієнтів володіє вищою інвестиційною привабливістю, а з від’ємними – нижчою.

## Додаток Ф.1

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Кременчуцький міськмолокозавод”

Таблиця Ф.1.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	0,54	0,88	0,07	0,43	-0,53	-0,15	-	0,19	3	3,5	3	0
Ринкова доходність	$R_{mi}$ , %	73,44	119,36	-5,41	-32,19	-47,62	-13,83	-	13,33	3,5	0,5	3,5	0
Індекс ПФТС	$R_m$ , %	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. 2.21; табл. 3.8].

Таблиця Ф.1.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	1,65	2,83	3,73	3,54	2,40	1,30	1,39	1,15	1,31	0	0	0,5	0,5
P/E	3,96	148,05	69,94	-9,02	-6,84	3,11	-2,81	5,61	3,23	0	0,5	0,5	0
P/S	0,36	0,45	0,93	0,35	0,50	0,22	0,44	0,17	0,31	1,5	1,5	1,5	1,5
P/CF	284,86	37,74	11,69	1,07	1,07	0,84	0,84	3,98	2,29	0,25	0,5	0,5	0,25

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{bmin}$ .

Джерело: [табл. 2.19; табл. 2.20].

Таблиця Ф.1.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	1,17	8,14	-32,48	-11,37	30,12	12,26	13,54	22,02	1	0	1	1
ROA, %	0,42	4,73	-4,40	-1,99	9,44	4,55	4,81	9,59	1	0	1	1
ROI, %	0,86	8,02	-12,07	-4,44	30,12	12,32	13,54	20,29	1	0	1	1

Джерело: [табл. 2.22].

Таблиця Ф.1.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	6,5	4	6,5	0
Індивідуальний ризик	$I_i$	4,75	2,5	6	5,25
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	11,25	6,5	12,5	5,25

Джерело: [табл. Ф.1.1 – Ф.1.3].

## Додаток Ф.2

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Шосткінський міськмолкомбінат”

Таблиця Ф.2.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	0,11	0,88	0,24	0,43	-0,27	-0,15	-0,77	0,19	3,5	3,5	3,5	3
Ринкова доходність	$R_{mi}$ , %	14,90	119,36	-17,97	-32,19	-24,19	-13,83	-54,29	13,33	3,5	0,5	3,5	3,5
Індекс ПФТС	$R_m$ , %	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. 2.21; табл. 3.8].

Таблиця Ф.2.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	40,31	4,33	3,73	2,77	2,40	1,95	1,39	1,24	1,31	0	0,5	0,5	0,5
P/E	21,24	44,89	69,94	-15,07	-6,84	-14,99	-2,81	-3,41	3,23	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	1,44	1,15	0,93	0,87	0,50	0,82	0,44	0,39	0,31	0	1	1	1,5
P/CF	32,57	-14,62	14,09	54,16	0,91	-194,02	0,62	2,29	2,29	0,25	0	0	0,5

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{bmin}$ .

Джерело: [табл. 2.19; табл. 2.20].

Таблиця Ф.2.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	6,53	8,14	-19,42	-11,37	-13,06	12,26	37,62	22,02	1	0	0	1
ROA, %	3,11	4,73	-12,92	-1,99	-9,44	4,55	15,75	9,59	1	0	0	1
ROI, %	6,47	8,02	-19,03	-4,44	-12,86	12,32	36,51	20,29	1	0	0	1

Джерело: [табл. 2.22].

Таблиця Ф.2.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	7	4	7	6,5
Індивідуальний ризик	$I_i$	3,75	2	2	6
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	10,75	6	9	12,5

Джерело: [табл. Ф.2.1 – Ф.2.3].

## Додаток Ф.3

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ПАТ “Концерн Хлібпром”

Таблиця Ф.3.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	2,85	1,21	1,16	0,61	-0,14	-0,05	0,00	3,76	0	2,5	3,5	0
Ринкова доходність	$R_{mi}$ , %	385,71	246,36	-85,88	-45,66	-12,50	-4,38	0,00	264,19	0,5	2,5	3,5	0
Індекс ПФТС	$R_m$ , %	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. У.1.4; табл. 3.8].

Таблиця Ф.3.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	1,66	9,71	4,58	1,80	2,93	1,76	1,36	1,48	2,18	0	0,5	0,5	0,5
P/E	14,73	824,29	316,09	-4,01	-5,07	-28,76	634,51	201,41	1896,89	0	0,5	0,5	0,5
P/S	3,46	13,19	4,62	0,86	0,44	0,70	0,40	0,42	0,41	0	1	1	1,5
P/CF	-8,84	120,80	2,30	7,22	1,42	7,70	0,23	-13,44	6,66	0,25	0	0,25	0,25

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується P/CF<sub>min</sub>.

Джерело: [табл. У.1.8; табл. У.1.9].

Таблиця Ф.3.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	1,77	2,46	-45,33	-43,17	-6,04	-1,57	0,74	-12,13	1	0	0	1
ROA, %	0,79	1,01	-14,55	-8,53	-1,64	-0,38	0,25	-2,67	1	0	0	1
ROI, %	1,03	1,97	-20,62	-24,41	-2,42	-0,45	0,34	-12,15	1	0	0	1

Джерело: [табл. У.1.11].

Таблиця Ф.3.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	0,5	5	7	0
Індивідуальний ризик	$I_i$	3,25	2	2,25	5,75
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	3,75	7	9,25	5,75

Джерело: [табл. Ф.3.1 – Ф.3.3].

## Додаток Ф.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Коровай”

Таблиця Ф.4.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	0,79	1,21	1,21	0,61	-0,44	-0,05	10,29	3,76	3	2,5	3,5	0
Ринкова доходність	$R_{mi}$ , %	107,00	246,36	-90,05	-45,66	-39,05	-4,38	722,58	264,19	3,5	3,5	3,5	0,5
Індекс ПФТС	$R_m$ , %	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. У.1.4; табл. 3.8].

Таблиця Ф.4.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	0,63	1,26	4,58	0,14	2,93	0,08	1,36	0,97	2,18	0	1	1	1
P/E	6,81	33,80	316,09	-1,44	-5,07	9,38	634,51	-2,61	1896,89	0,5	1	0,5	1
P/S	0,14	0,26	4,62	0,02	0,44	0,01	0,40	0,14	0,41	1,5	1,5	1,5	1,5
P/CF	2,05	2,30	2,30	1,42	1,42	0,23	0,23	0,52	6,66	6,66	0,5	0,5	0,25

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується P/CF<sub>min</sub>.

Джерело: [табл. У.1.8; табл. У.1.9].

Таблиця Ф.4.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	3,28	2,46	-12,50	-43,17	1,31	-1,57	-37,22	-12,13	1	0	1	0
ROA, %	1,69	1,01	-4,96	-8,53	0,50	-0,38	-8,27	-2,67	1	0	1	0
ROI, %	3,13	1,97	-12,25	-24,41	1,04	-0,45	-36,85	-12,15	1	0	1	0

Джерело: [табл. У.1.11].

Таблиця Ф.4.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	6,5	6	7	0,5
Індивідуальний ризик	$I_i$	5,5	4	6,5	3,75
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	12	10	13,5	4,25

Джерело: [табл. Ф.4.1 – Ф.4.3].

## Додаток Ф.5

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Кримхліб”

Таблиця Ф.5.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007*	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	-	1,21	-0,52	0,61	0,43	-0,05	1,00	3,76	3,5	3	3,5	3
Ринкова доходність	$R_{mi}, \%$	-	246,36	38,94	-45,66	38,41	-4,38	70,00	264,19	3,5	0,5	2,5	3,5
Індекс ПФТС	$R_m, \%$	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Примітка. За 2007 рік присвоєно максимальні бали на підставі IPO акцій.

Джерело: [табл. У.1.4; табл. 3.8].

Таблиця Ф.5.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	-	2,78	4,58	6,83	2,93	2,25	1,36	4,09	2,18	0	0	0,5	0
P/E	-	90,16	316,09	-9,77	-5,07	1922,92	634,51	5491,87	1896,89	0,5	0,5	0	0
P/S	-	0,42	4,62	0,43	0,44	0,49	0,40	0,66	0,41	1,5	1,5	1,5	1
P/CF	-	-5,13	2,30	-9,42	1,42	5,51	0,23	25,84	6,66	0,25	0,25	0,25	0,25

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{\text{bmin}}$ .

Джерело: [табл. У.1.8; табл. У.1.9].

Таблиця Ф.5.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	2,32	2,46	-71,49	-43,17	0,02	-1,57	0,10	-12,13	1	0	1	1
ROA, %	0,54	1,01	-6,07	-8,53	0,01	-0,38	0,02	-2,67	1	0	1	1
ROI, %	1,74	1,97	-40,37	-24,41	0,02	-0,45	0,05	-12,15	1	0	1	1

Джерело: [табл. У.1.11].

Таблиця Ф.5.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	7	3,5	6	6,5
Індивідуальний ризик	$I_i$	5,25	2,25	5,25	4,25
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	12,25	5,75	11,25	10,75

Джерело: [табл. Ф.5.1 – Ф.5.3].



## Додаток Ф.6

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Центренерго”

Таблиця Ф.6.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	2,21	1,86	1,06	0,82	0,72	0,24	0,55	0,76	0	2,5	3	3
Ринкова доходність	$R_{mi}, \%$	299,39	251,40	-78,66	-61,55	64,64	21,42	45,12	56,93	0,5	3,5	2,5	3,5
Індекс ПФТС	$R_m, \%$	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. У.2.4; табл. 3.8].

Таблиця Ф.6.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	1,10	4,33	5,08	1,02	2,15	1,90	2,83	2,60	6,38	0	0,5	0	0
P/E	17,07	71,09	67,99	-19,12	-4,20	-13,96	-13,19	118,66	26,63	0	0,5	0,5	0
P/S	0,76	2,36	2,06	0,37	0,59	0,63	0,73	0,69	0,89	0	1,5	1	1
P/CF	18,21	36,70	-21,79	29,26	17,07	12,74	10,89	-16,37	-16,37	0,25	0	0,25	0,5

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{bmin}$ .

Джерело: [табл. У.2.8; табл. У.2.9].

Таблиця Ф.6.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	2,83	4,50	-9,73	-5,78	-14,04	-23,03	0,53	-9,16	1	0	0	1
ROA, %	1,42	2,74	-4,21	-2,50	-5,76	-8,59	0,22	-0,38	1	0	0	1
ROI, %	2,20	4,15	-5,93	-4,30	-8,45	-18,63	0,36	-5,95	1	0	0	1

Джерело: [табл. У.2.11].

Таблиця Ф.6.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	0,5	6	5,5	6,5
Індивідуальний ризик	$I_i$	3,25	2,5	1,75	4,5
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	3,75	8,5	7,25	11

Джерело: [табл. Ф.6.1 – Ф.6.3].

## Додаток Ф.7

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Західенерго”

Таблиця Ф.7.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	0,98	1,86	0,36	0,82	-0,28	0,24	0,99	0,76	3	3,5	3,5	3
Ринкова доходність	$R_{mi}$ , %	132,47	251,40	-26,57	-61,55	-25,35	21,42	69,38	56,93	3,5	0,5	3,5	2,5
Індекс ПФТС	$R_m$ , %	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. У.2.4; табл. 3.8].

Таблиця Ф.7.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	2,28	5,20	5,08	4,17	2,15	4,43	2,83	13,67	6,38	0	0,5	0	0
P/E	30,78	74,89	67,99	-86,48	-4,20	-9,91	-13,19	-58,49	26,63	0	0	1	0
P/S	0,86	1,72	2,06	0,94	0,59	0,76	0,73	1,15	0,89	0	1	1	0
P/CF	-185,54	44,30	-21,79	17,07	17,07	10,89	10,89	19,25	-16,37	0,5	0,5	0,25	0,25

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{\text{bmin}}$ .

Джерело: [табл. У.2.8; табл. У.2.9].

Таблиця Ф.7.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	Акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	3,48	4,50	-6,83	-5,78	-42,37	-23,03	-38,62	-9,16	1	0	0	0
ROA, %	1,86	2,74	-2,83	-2,50	-13,06	-8,59	-5,90	-0,38	1	0	0	0
ROI, %	3,07	4,15	-6,19	-4,30	-35,41	-18,63	-26,71	-5,95	1	0	0	0

Джерело: [табл. У.2.11].

Таблиця Ф.7.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	6,5	4	7	5,5
Індивідуальний ризик	$I_i$	3,5	2	2,25	0,25
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	10	6	9,25	5,75

Джерело: [табл. Ф.7.1 – Ф.7.3].

## Додаток Ф.8

Розрахунок рейтингу  $R_s$  для ВАТ “Дніпроенерго”

Таблиця Ф.8.1

Розрахунок балів фактора  $M_i$ 

Показник	Сим-вол	2007		2008		2009		2010		Бал			
		акції	галузі	акції	акції	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
$\beta$ -коефіцієнт	$\beta$	2,38	1,86	1,05	0,82	0,28	0,24	0,76	0,76	0	2,5	3,5	3
Ринкова доходність	$R_{mi}, \%$	322,34	251,40	-78,22	-61,55	24,97	21,42	56,28	56,93	0,5	3,5	2,5	2,5
Індекс ПФТС	$R_m, \%$	135,34		-74,33		90,07		70,19					

Джерело: [табл. У.2.4; табл. 3.8].

Таблиця Ф.8.2

## Розрахунок балів для коефіцієнтів P/B, P/E, P/S, P/CF

Коефіцієнт	2006	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
P/B	5,44	5,71	5,08	1,27	2,15	2,16	2,83	2,86	6,38	0	0,5	0	0
P/E	26,45	57,98	67,99	92,99	-4,20	-15,69	-13,19	19,71	26,63	0,5	0	0,5	0,5
P/S	0,69	2,11	2,06	0,47	0,59	0,79	0,73	0,82	0,89	0	1,5	1	1
P/CF	7,51	-21,79	-21,79	523,24	17,07	15,59	10,89	142,46	-16,37	0,5	0	0,25	0

Примітка. У стовпці “галузі” в рядку “коефіцієнт P/CF” вказується  $P/CF_{\text{bmin}}$ .

Джерело: [табл. У.2.8; табл. У.2.9].

Таблиця Ф.8.3

## Розрахунок балів для коефіцієнтів доходності власного капіталу

Коефіцієнт	2007		2008		2009		2010		Бал			
	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	акції	галузі	2007	2008	2009	2010
ROE, %	7,18	4,50	-0,78	-5,78	-12,68	-23,03	8,81	-9,16	1	0	0	1
ROA, %	4,92	2,74	-0,48	-2,50	-6,96	-8,59	4,53	-0,38	1	0	0	1
ROI, %	7,18	4,15	-0,78	-4,30	-12,01	-18,63	8,5	-5,95	1	0	0	1

Джерело: [табл. У.2.11].

Таблиця Ф.8.4

Розрахунок рейтингу  $R_s$ 

Показник	Символ	Бал			
		2007	2008	2009	2010
Ринковий ризик	$M_i$	0,5	6	6	5,5
Індивідуальний ризик	$I_i$	4	2	1,75	4,5
Рейтинг інвестиційної привабливості акцій	$R_s$	4,5	8	7,75	10

Джерело: [табл. Ф.8.1 – Ф.8.3].