

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
Факультет економіки та управління
Кафедра менеджменту організацій та інноваційного підприємництва

КАПУСТИНСЬКА Інна Григорівна

УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДІВ УПРАВЛІННЯ
ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Спеціальність 8.050201 «Менеджмент організацій»
Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»

Виконав:

студент групи МОмз – 51

_____ І.Г.Капустинська

Науковий керівник:

к.е.н., доцент

_____ С.П.Черничинець

Дипломну роботу допущено
до захисту

«__» _____ 2012р.

Зав. кафедри, д.е.н.,
професор Тарнавська Н.П.

Тернопіль - 2012

ЗМІСТ

Перелік умовних скорочень	3
Вступ	4
РОЗДІЛ 1. Теоретичні аспекти управління портфелем цінних паперів підприємства	
1.1. Інструменти портфеля фінансових інвестицій	
1.2. Суть та види портфелів цінних паперів	
1.3. Етапи управління портфелем цінних паперів	
Висновки до 1 розділу	
РОЗДІЛ 2. Характеристика економічних механізмів управління портфелем цінних паперів вітчизняних підприємств	
2.1. Оцінка кількісних та якісних параметрів цінних паперів	
2.2. Характеристика ступеня ризику управління портфелем цінних паперів	
2.3. Моніторинг інвестиційної привабливості емітентів цінних паперів	
Висновки до 2 розділу	
РОЗДІЛ 3. Модель ефективного управління, як засіб підвищення рентабельності підприємств	
3.1. Методи оцінки ефективності інвестицій в цінні папери	
3.2. Оптимізація стратегії управління портфелем цінних паперів	
3.3. Засоби підвищення ефективності управління портфелем цінних паперів	
Висновки до 3 розділу	
Висновки	
Список використаних джерел	
Додатки	

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ЦП	– цінні папери
ПЦП	– портфель цінних паперів
УПЦП	– управління портфелем цінних паперів
АТ	– акціонерне товариство
ЗАТ	– закрите акціонерне товариство
ВАТ	– відкрите акціонерне товариство
РЦП	– ринок цінних паперів
НТП	– науково-технічний прогрес
ПФТС	– Перша фондова торгівельна система
ОВДП	– облігації внутрішньої державної позики
ДКЦПФР	– Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку

ВСТУП

Актуальність теми. В Україні провідна роль в інвестиційному процесі належить вітчизняним стратегічним інвесторам: інвестиційним фондам, акціонерним товариствам, довірчим товариствам, страховим компаніям та іншим суб'єктам. Інвестиційну діяльність здійснюють також підприємства, які мають вільні кошти завдяки особливостям виробництва або кон'юнктури ринку. Вкладаючи кошти в цінні папери, інвестори прагнуть досягти цілком конкретних цілей: безпеки, прибутковості, ліквідності, збільшення або одержання додаткових прибутків, а це можливо при ефективному використанні портфельного інвестування.

Інвестиційні рішення і процес їх прийняття в сучасних умовах стають ключовою проблемою інвестиційного менеджменту, оскільки саме вони визначають напрямки і ефективність використання фінансових ресурсів підприємства на тривалу перспективу.

В економічній літературі і практиці функціонування фінансових ринків країн з розвиненими ринковими відносинами існують численні теоретичні підходи до вирішення даної проблеми зі своєю філософією, методологією та інструментарієм. Вибір тієї чи іншої теорії й інструменту аналізу, як правило, залежить від потреб індивідуальних учасників інвестиційного процесу.

У наукових дослідженнях системи фінансово-інвестиційного менеджменту України є проблеми, які й досі недостатньо досліджено. Передусім, це стосується проблем прийняття ефективних рішень по управлінню портфелем цінних паперів.

Ці проблеми розглядаються на теоретичному і методологічному рівнях у фундаментальних роботах таких вітчизняних учених – економістів, як М.Ю.Алексєєв, Б.І.Альохін, І.О.Бланк, В.М.Гриньова, Т.С.Клебанова, М.О.Кизим, О.Г.Мендрул, Я.М.Міркін, та закордонних: Г.Александр, Уілсон Берри, Мартін Дж.Грубер, Н.Дюран, Едвін Дж.Елтон, А.А.Ерлих, М.Лауфер, Гаррі М.Марковіц, К.Паррамоу, Дж.Пікок, Джеймс Тобін,

Т.Дж.Уотшем, Н.Хастингс, Е.Хербст, Дж.Холтон, В.Шарп.

Але у фундаментальних роботах перелічених вчених відсутня єдина точка зору стосовно категорійного апарату інвестиційного менеджменту, обґрунтування факторів і критеріїв формування, аналізу, моніторингу інвестиційного портфеля. Практично немає системних розробок з питань управління портфелем цінних паперів, відсутні конкретні вітчизняні методичні рекомендації для стратегічного інвестора.

Значимість вказаних проблем, актуальність та необхідність їх вирішення зумовили вибір теми, мету і основні напрямки даного наукового дослідження.

Мета і завдання дослідження. Мета дослідження полягає в розвитку теоретичних положень і розробці методичних рекомендацій з удосконалення управління портфелем цінних паперів підприємства.

Для досягнення визначеної в науковій роботі мети було поставлено та вирішено такі завдання:

– обґрунтувати основні характеристики і розкрити суть економічних категорій „цінні папери”, „акції”, „облігації” та побудувати розгорнуті класифікації цих понять відповідно до вимог цілісності і субординації для розробки методичного інструментарію інвестиційного менеджменту;

– конкретизувати сутність портфеля цінних паперів на фондовому ринку і, відповідно до основних характеристик цього поняття, побудувати розгорнуту класифікацію інвестиційних портфелів, визначити і проаналізувати основні критерії формування портфеля інвестицій;

– розкрити сутність категорії „управління портфелем цінних паперів” та розробити загальну схему управління портфелем цінних паперів з метою підвищення ефективності інвестиційної діяльності підприємства;

– провести аналіз й дати характеристику видів та ступенів специфічних ризиків, притаманних фондовому ринку України, на підставі чого удосконалити їх класифікацію;

– виявити особливості сучасного ринку цінних паперів та його ролі у

прийнятті управлінських рішень при здійсненні інвестиційної політики підприємства, обґрунтувати методичний підхід до аналізу кон'юнктури вітчизняного ринку фондових інструментів та побудувати розгорнуту його класифікацію для визначення стратегічних напрямів розвитку інвестиційної діяльності підприємства;

– розробити методика аналізу фінансово-економічного стану підприємства-емітента цінних паперів на українському ринку з метою визначення його інвестиційної привабливості.

Об'єктом дослідження є процес управління портфелем цінних паперів підприємства.

Предметом дослідження є теоретичні положення, принципи, способи та практичні засади формування механізму управління портфелем цінних паперів підприємства.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої мети роботи використано низку загальнонаукових та спеціальних методів дослідження, які є взаємопов'язані та використовуються у загальній логіці аналізу, а саме: діалектичний метод пізнання, наукової абстракції, індукції та дедукції, системний (для визначення сутності економічних категорій „цінні папери”, „акція”, „облігація”, „акціонерне товариство”, „портфель цінних паперів”, „управління портфелем цінних паперів”, їх ролі та місця у середовищі підприємства), метод порівняння та синтезу (для аналізу існуючих концепцій формування і управління портфелем цінних паперів), класифікаційно-аналітичний (при визначенні класифікаційних ознак для фінансових інструментів та портфелів цінних паперів); статистичний метод аналізу, графічний (для виявлення тенденцій розвитку фондового ринку України), економіко-математичне моделювання, прогнозування, метод екстраполяції, синергетичний (для аналізу фінансового стану емітентів з метою формування інвестиційного портфеля).

Інформаційною базою дослідження стала наукова монографічна література, статті зарубіжних та вітчизняних вчених у періодичних виданнях,

законодавчі акти та нормативні документи України з питань обігу цінних паперів, статистичні дані Державного комітету статистики, звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, результати наукових досліджень вітчизняних та зарубіжних наукових центрів, веб-сайти, статистичні матеріали за проблематикою дипломної роботи та фінансова звітність аналізованого підприємства.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у системному обґрунтуванні теоретичних засад та прикладних аспектів управління портфелем цінних паперів як нового виду діяльності підприємства на українському фондовому ринку.

Головний результат дослідження – цілісна наукова концепція підвищення ефективності управління портфелем цінних паперів, реалізація якої створює передумови для активізації інвестиційної політики вітчизняних підприємств та максимізації економічного ефекту від здійснення фінансово-господарської діяльності.

Практична значимість роботи полягає у тому, що використання науково-теоретичних підходів, методик, методів та інструментів у фінансово-господарській діяльності підприємств дозволить приймати інвестиційні рішення на фондовому ринку та будувати ефективну систему управління портфелем цінних паперів. Науково-обґрунтовані теоретичні розробки дослідження можуть бути базою для подальшого дослідження національного фондового ринку.

Апробація результатів дипломної роботи. Основні положення і результати, отримані в дипломній роботі, були опубліковані в.

Структура та обсяг. Дипломна робота викладена на 195 сторінках; складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 238 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ПІДПРИЄМСТВА

1.1. Інструментарій портфеля фінансових інвестицій

Серед багатьох визначень сутності цінних паперів як інструментів портфеля фінансових інвестицій, у економічній літературі можна, на наш погляд, виокремити дві основні точки зору. Перша з них полягає в тому, що більшість авторів характеризують цінні папери як різні види документів – грошові, товарні, юридичні, документи майнового змісту та ін. Так, В. Остапенко стверджує, що «цінний папір – грошовий документ, що засвідчує право власності чи відносини позики власника документа до особи, що випустила такий документ; джерело формування статутного капіталу акціонерного товариства і фінансування витрат держави, муніципалітетів, територіально-адміністративних органів управління; форма вкладення грошових засобів фізичними і юридичними особами і спосіб одержання ними доходів від цих вкладень» [162, с. 15].

Автори «Фінансово-інвестиційного аналізу» характеризують цінні папери як «документи, які підтверджують право власності на будь-яке майно або грошову суму і можуть реалізовуватись або передаватись іншій особі без пред'явлення відповідного документа. До цінних паперів належать грошові документи, які задовольняють право на власність або відносини позики та визначають стосунки між особою, яка випустила ці документи та їх власниками. Вони передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків» [97, с. 283].

І. Бланк розглядає цінні папери як «грошові документи, що підтверджують право власності або відносини позики, що визначають відносини між їх емітентом і власником з виплатою доходу у вигляді дивіденда або відсотка» [29, с. 137].

Російський економіст А. Чесноков вважає, що «цінні папери – будь-які юридичні документи, які засвідчують факт передачі грошей чи будь-яких майнових засобів у борг або в якості дольової участі в бізнесі: володіють товарними якостями – випускаються, продаються, перепродуються, дають дохід» [210, с. 31].

У «Сучасному економічному словнику», підготовленому російськими економістами, зазначається, що «цінні папери – грошові або товарні документи, які дають їх власнику майнові права і право на отримання певних грошових сум, доходів» [183, с. 319].

У «Великому економічному словнику» за редакцією А. Азріліана акцентується на тому, що «цінні папери – документи майнового змісту, з якими будь-яке право пов'язане так, що воно без цих документів не може бути ні здійснене, ні передане іншій особі» [30, с. 375].

В «Економічній енциклопедії» за редакцією Л. Абалкіна цінні папери розглядаються як «документи, що засвідчують право власності або відносини позики, що визначають взаємовідносини між особою, яка випустила ці документи, і їх власником, і передбачають, як правило, виплату дивідендів або відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам» [75, с. 408].

Близьким за змістом до вищенаведених є визначення цінних паперів як «свідоцтв про внесення паю в капітал акціонерного товариства або надання позики, які дають їх власникам право на одержання доходу у вигляді дивіденда або відсотка», яке подають автори книги «Ринки товарів, цінних паперів та праці» [25, с. 43].

Як «грошові документи, що засвідчують право власності чи відносини позики, визначають взаємини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також можливість передавати грошові та інші права, що впливають із цих документів, іншим особам» розглядають цінні папери А. Загородній, Г. Вознюк, Т. Смовженко. [70, с. 323].

Певна відмінність у характеристиці цінних паперів (порівняно з характеристикою першої групи авторів) властива визначенню, яке дають В. Балабанова, І. Осокіна та А. Поволоцин. Ця відмінність полягає в тому, що вони до цінних паперів, крім акцій і облігацій, віднесли опціон, а самий документ загалом, на їх думку, «визначає долю власності в підприємстві-емітенті і кредиторські взаємовідносини з емітентом в особі компанії, муніципалітету чи держави, а також показує інші права власності» [18, с. 43].

До другої, меншої групи авторів, слід віднести окремих західних економістів, які пов'язують сутність цінних паперів з фінансовими активами. Так, у «Словнику сучасної економічної теорії Макміллана» цінні папери визначаються як «термін, що охоплює широкий діапазон фінансових активів, наприклад, золотообрізні державні цінні папери, акції і облігації акціонерних компаній. Іноді до цієї категорії відносять такі короткострокові цінні папери, як векселі, однак, як правило, цей термін означає довгострокові активи» [183, с. 395].

Інші західні економісти Вільям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейлі називають цінними паперами «фінансові активи, що дають офіційне підтвердження права на отримання майбутніх прибутків при дотриманні обумовлених умов» [214, с. 991].

Проаналізувавши ці визначення, ми прийшли до висновку, що найважливішими недоліками у визначеннях, які належать до першої точки зору, є насамперед те, що в них фіксується не економічний, а правовий (юридичний) аспект сутності цінних паперів. Свідченням цього є те, що після характеристики цінних паперів як різних видів документів, відразу зазначається, що вони підтверджують право власності, дають власникові майнові права тощо.

Іншою ознакою економічного визначення серед наведених точок зору є те, що окремі деякі економісти (зокрема, В. Остапенко [162] та автори «Економічної енциклопедії» [75]) вважають цінний папір грошовим документом, який засвідчує відносини позики або відповідні

взаємовідносини між різними суб'єктами. Водночас В. Остапенко, крім наведеного вище визначення, характеризує цінні папери як «... 2) джерело формування статутного капіталу акціонерного товариства і фінансування витрат держави, муніципалітетів, територіально-адміністративних органів управління; 3) форму вкладення грошових засобів фізичними і юридичними особами і спосіб одержання ними доходів від цих вкладень» [162, с. 15].

В такій характеристиці більшою мірою визначається роль цінних паперів в ринковій економіці (якщо йдеться про джерело формування). Що стосується 3 пункту характеристики цінних паперів (як форми вкладення грошових засобів), то її слід розглядати похідною (другорядною) стосовно основного визначення.

Немає сумніву в тому, що цінним паперам, як основній формі багатства і власності, властивий як юридичний, так і економічний зміст, що впливає з чіткого розуміння сутності власності як економічної категорії.

Власність – складна соціологічна категорія, в якій вирізняють два найважливіших аспекти – економічний та правовий. Економічна власність – це виробничі відносини між людьми в процесі виробництва та привласнення різноманітних об'єктів (засобів виробництва, робочої сили, предметів споживання та ін.) в усіх сферах суспільного відтворення. Як економічна категорія, власність, у свою чергу, характеризується єдністю двох аспектів – кількісного та якісного.

Економічна власність тісно пов'язана з юридичною. Юридична власність – це вияв волі певного класу, соціальної групи, окремої людини щодо окремих об'єктів власності та правове оформлення цієї волі в юридичних актах і нормах, у праві власності. Найважливіші поняття та категорії юридичної власності – «володіння», «розпорядження», «користування.» [147, с. 27].

На підставі сказаного вище ми сформулювали таке юридичне визначення цінних паперів: це документи, що засвідчують факт передачі грошових чи будь-яких інших майнових засобів в борг або дольової участі в

бізнесі і дають їх власникові право на отримання певних доходів, а також передачі прав, що впливають з цих документів іншим особам.

Щоб дати економічне визначення сутності цінних паперів, слід використати конструктивні погляди деяких західних економістів, які при з'ясуванні сутності цієї категорії акцентують увагу на фінансових активах, з одного боку, та наукове розуміння сутності економічної власності – з іншого боку.

Оскільки у власності виокремлюються кількісний аспект, що означає різноманітні об'єкти привласнення (засоби виробництва та ін.), та якісний, що відображає виробничі відносини між людьми в усіх сферах суспільного відтворення, то і в фінансових активах також слід виокремлювати кількісний аспект (цінні папери, фінансові вкладення, майнові засоби, що засвідчують майнову участь в бізнесі та ін.) та виробничі відносини між різними суб'єктами з приводу привласнення цих активів. Єдність цих двох аспектів цінних паперів складатиме їх економічну сутність.

Таким чином, цінні папери з економічної точки зору являють собою різноманітні фінансові активи (акції, облігації, грошові документи, фінансові вкладення та ін.), з приводу привласнення яких виникають виробничі відносини між різними економічними суб'єктами, насамперед у сфері обміну.

Таке визначення дає підставу по-новому підійти до управління цінними паперами. Ми вважаємо, що в даному випадку необхідно, насамперед, звертати увагу на те, що управління цінними паперами означає управління сучасною формою багатства, його розподілом та перерозподілом між різними верствами і соціальними групами, а отже управління одним із елементів виробничих відносин або відносин економічної власності.

Як на первинному, так і на вторинному ринку цінних паперів обертаються різні види цінних паперів. Науковий підхід до роз'яснення сутності окремих видів цінних паперів та їх значення в сучасній економічній системі значною мірою залежить від правильного використання критеріїв їх

класифікації. Цінні папери як об'єкти інвестицій дуже багатогранні. З цього приводу в сучасній економічній літературі існують різні точки зору. Так, автори підручника «Основи економічної теорії» поділяють усі цінні папери, які обертаються на ринку, на три групи: акції, облігації та спеціальні цінні папери [158, с. 454].

Із цим поділом цінних паперів на групи погоджуються автори монографії «Шляхи розвитку підприємництва в умовах ринку», але, у свою чергу, розподіляють їх залежно від призначення та використання на дві великі групи: «1) дольові цінні папери, що свідчать про безпосередню частку їх власника у реальній власності; 2) позичкові цінні папери, що мають переважно тверду фіксовану відсоткову ставку та боргове зобов'язання на виплату позики у зазначений час» [219, с. 89].

«Залежно від форми представлення капіталу і методу виплати доходу цінні папери поділяються на боргові (позичкові), неборгові (непозичкові) та похідні цінні папери», – стверджують російські економісти В. Едрінова та Є. Мізіковський. До боргових цінних паперів вони відносять ті з них, які зазвичай мають фіксовану відсоткову ставку і є зобов'язанням виплатити капітальну суму боргу на певну дату в майбутньому (облігації, сертифікати, векселі), а до неборгових – дольові цінні папери або акції, що представляють безпосередню долю власника в реальній власності і забезпечують отримання дивідендів в необмеженому часі. Інші види цінних паперів (опціони, фінансові ф'ючерси, приватизаційні папери) є похідними від акцій і боргових зобов'язань. [61, с. 7].

Автори книги «Фондовий ринок. Термінологічний словник-довідник», аналізуючи цінні папери, класифікують їх залежно від різних ознак. Так, залежно від призначення та використання, вони виокремлюють: дольові цінні папери, що свідчать про безпосередню частку їх власника у реальній власності; позичкові цінні папери, що мають право на переважно тверду фіксовану відсоткову ставку та боргове зобов'язання на виплату позики у визначений термін.

За методом формування доходу вони розрізняють цінні папери: з фіксованим доходом; зі змінним доходом. За методом погашення – це: строкові; безстрокові (за пред’явленням). За характером емітента ними відокремлені: державні; муніципальні; корпоративні (цінні папери підприємств та акціонерних товариств); цінні папери банків; цінні папери фінансових інститутів; цінні папери іноземних емітентів.

В. Михальський та С. Шклярчук класифікують цінні папери залежно від кількох чинників, а саме:

1. За економічним статусом: фондові (за природою формування капіталу – цінні папери першого порядку; цінні папери другого порядку); комерційні (за товарними відносинами – цінні папери третього порядку);

2. За економічною природою: відносини власності; кредитні відносини;

3. За типом реалізованого права: містять грошові вимоги; надають майнових прав; дають право на участь в управлінні;

4. За типом передачі майнових прав: на пред’явника; перевідні; іменні;

5. За типом втіленої вартості: грошові; капітальні: незамінні; замінні; товарні;

6. За методом виплати доходів: з фіксованою оплатою; з плаваючою ставкою відсоткового доходу; залежно від прибутку;

7. За емітентами: державні ЦП; недержавні: ЦП банків; ЦП підприємств; ЦП іноземних емітентів [142, с. 15].

В. Михальський та С. Шклярчук дали найбільш повну класифікацію цінних паперів, проте, вони не використали критеріїв класифікації за призначенням та використанням, методом формування доходу, методом погашення, формою представлення капіталу.

Водночас, у таких характеристиках, перший і другий критерій (за економічним статусом і за економічною природою) визначені нечітко. Адже поняття «статус» і «природа» важко якісно розмежувати. Доцільніше, на наш

погляд, з урахуванням поділу економічних відносин говорити про критерій «за сферами розвитку відносин власності». У такому разі розрізняються відносини власності загалом і їх окремий структурний елемент – кредитні відносини.

Окрім цих критеріїв, на нашу думку, слід виокремити й ряд інших, зокрема, характеризувати цінні папери можна за валютним номіналом, оскільки на території держави можуть бути в обігу цінні папери іноземних емітентів. В минулому цінні папери існували виключно в фізично осяжній, паперовій формі та друкувались друкарським методом на спеціальних бланках з досить високим ступенем захисту від можливих підробок. Останнім часом, у зв'язку із значним збільшенням обороту цінних паперів, більшість із них стали оформлювати у вигляді записів на рахунках (на електронних носіях). Тому на ринку випускаються, обертаються та погашаються і цінні папери, і їх замітники.

З точки зору стандартності, пропонуємо цінні папери поділяти на серійні (які містять в собі інформацію про емітента, емісію та вид цінного паперу) та номерні (які містять інформацію про емітента, емісію, власника, вид цінного паперу та спосіб отримання доходів).

З точки зору ліквідності, яка характеризує здатність цінних паперів бути швидко проданими і переведеними в грошові кошти без суттєвих втрат для власника, при невеликих коливаннях ринкової вартості і витратах на реалізацію цінні папери можна поділити на ліквідні та неліквідні.

Цінні папери також можна класифікувати залежно від ринку функціонування та терміну існування.

Враховуючи усі вище перелічені характеристики, ми пропонуємо удосконалену класифікацію цінних паперів з урахуванням значимості (ваги) наведених вище критеріїв (Додаток А).

Поява акцій пов'язана з виникненням акціонерного капіталу – об'єднання індивідуальних капіталів і залучення ним грошових засобів в один капітал. Його організаційною формою є акціонерне товариство.

Перші акціонерні товариства виникли в Англії (Англійська Ост-Індська компанія, 1600р.) та Голландії (Голландська Ост-Індська компанія, 1602р.). Нині акціонерні товариства стали найбільш поширеною в ринковій економіці формою підприємств та їх об'єднань.

Широкого значення набувають акціонерні товариства в Україні. Якщо на початок 1997 року відсоток акціонерних товариств у загальній кількості підприємств усіх форм власності становив 19,91, то на початок 2003 року – 26,78. Це актуалізує проблему визначення суті акціонерних товариств. У зв'язку з цим попередньо розглянемо погляди вчених на цю проблему та критично проаналізуємо їх.

Серед економістів немає спільної думки щодо визначення акціонерного товариства. Так, С. Мочерний визначає: «акціонерна компанія – основна форма організації великих, середніх і частини малих підприємств, власність яких формується шляхом злиття капіталів засновників компанії, а також випуску цінних паперів (акції, облигації та ін.) та їх продажу». [147, с. 127].

Інші науковці Я. Комаринський та І. Яремчук визначають акціонерні товариства як «організації, створені за згодою юридичних осіб і громадян об'єднанням їх вкладів з метою господарювання» [97, с. 253].

Авторський колектив на чолі з Г. Башняніном акціонерним товариством називає «підприємство, капітал якого утворюється за рахунок внесків його учасників (акціонерів) шляхом придбання ними акцій». [21, с. 81].

Автори підручника «Основи економічної теорії. Суспільне виробництво. Ринкова економіка» зазначають, що «акціонерне товариство – підприємство, в яке вкладені кошти різних суб'єктів (держави, підприємств, фермерів), а також кошти різних верств населення, що купили акції цього товариства» [161, с. 209].

І. Бланк розглядає акціонерне товариство як «компанію, що створена юридичними особами, має статутний фонд, який розділено на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості і несе відповідальність за своїми

зобов'язаннями тільки майном товариства» [29, с. 388].

Російські економісти В. Едрінова та Є. Мізіковський характеризують акціонерне товариство як «організацію, яка створена на основі добровільної згоди юридичних і фізичних осіб (в тому числі іноземних), які об'єднали свої засоби шляхом випуску акцій» [61, с. 244].

Як бачимо, усі автори, окрім Я. Комаринського та І. Яремчука, визначають акціонерне товариство як підприємство, статутний фонд якого створений шляхом продажу акцій юридичним та фізичним особам [97, с. 253]. Автори підручника «Політична економія» статутним фондом називають капітал підприємства [147, с. 127], а в посібнику «Основи економічної теорії. Суспільне виробництво. Ринкова економіка» узагалі таке поняття не згадується, натомість зазначається, що це кошти, вкладені в підприємство [161, с. 209]. Не можна погодитись з російськими економістами В. Едріновою та Є. Мізіковським у тому, що акціонерне товариство – це організація, яка створена об'єднанням засобів шляхом випуску акцій, оскільки правильніше буде сказати, що шляхом об'єднання засобів створюється статутний фонд акціонерного товариства, на суму якого випускаються акції [61, с. 244]. Визначення акціонерного товариства, яке подає І. Бланк, відрізняється від усіх інших, оскільки він вказує на відповідальність акціонерного товариства перед акціонерами (співвласниками), хоча це не є визначальним фактором [29, с. 388]. Не можна погодитись з ним і в тому, що акціонерне товариство створюється лише юридичними особами.

Проаналізувавши усе наведене вище, ми такого пропонуємо наступне визначення: акціонерне товариство – це організаційна структура, яка створюється на основі добровільної згоди юридичних і фізичних осіб (в тому числі й іноземних) шляхом об'єднання їх вкладів з метою формування статутного фонду (на суму якого випускаються акції однакової номінальної вартості) для здійснення фінансово-господарської діяльності.

Масове створення акціонерних товариств на території України

зумовлене здобуттям незалежності і переходом до нових умов господарювання, це вимагало ретрансформації державного сектору економіки в приватний (створення акціонерних товариств), що, в свою чергу, спричинило масову емісію акцій з метою формування статутного фонду новостворених товариств.

Розглянемо сутність акції як економічної категорії. Українські та російські економісти по-різному трактують суть акцій у своїх роботах, тому критично проаналізуємо їх погляди. Так, І. Бланк трактує акцію як «цінний папір, що засвідчує участь його власника у формуванні статутного фонду акціонерного товариства відкритого чи закритого типу і дає право на отримання відповідної частки його прибутку у формі дивідендів» [29, с. 388].

Автори монографії «Шляхи розвитку підприємництва в умовах ринку» вважають, що акції – «це основний вид цінних паперів, які випускає акціонерне підприємство (товариство). Вони свідчать про участь їх власника у капіталі цього підприємства, що надає йому прав співучасника даної компанії, її асоціативного члена, одного із співвласників підприємства» [219, с. 89].

Близьким за змістом до наведених вище є визначення акцій як «цінних паперів, що випускаються акціонерним товариством і які дають право його власнику на одержання певного доходу з прибутку акціонерного товариства», його подають Р. Березюк та С. Братко [25, с. 47].

Російський економіст А. Чесноков вважає, що «акції – вид цінних паперів, який означає, що їх власник вніс вклад у майно фірми і придбав права на участь в управлінні фірмою і на її доходи. Мірою цих прав є кількість акцій» [210, с. 3].

Інші російські економісти В. Едрінова та Е. Мізіковський характеризують акції як «цінні папери, що випускаються акціонерним товариством і засвідчують право власності на частку в статутному капіталі товариства, на отримання доходу від діяльності товариства і, як правило, на участь в управлінні цим товариством» [61, с. 245].

У «Великому економічному словнику» за редакцією А. Азріліана наголос робиться на тому, що «акції – цінні папери, що випускаються акціонерним товариством, власникам яких надаються всі майнові і особисті права, пов'язані з володінням акцією» [30, с. 18].

Водночас, певна відмінність в характеристиці акцій першою групою авторів закладена у визначенні, що дається авторським колективом підручника «Основи економічної теорії»: «акції – це номерні цінні папери, документи, що стверджують членство в акціонерному товаристві і надають право на отримання дивіденду» [158, с. 460].

До другої, менш численної групи авторів, слід віднести окремих економістів, які пов'язують сутність акцій з часовим аспектом обігу цінних паперів. Так, у «Сучасному економічному словнику», підготовленому російськими економістами, зазначається, що «акції – цінні папери, що випускаються акціонерним товариством без встановленого строку обігу. Акція засвідчує внесення її власником паю в акціонерний капітал (статутний фонд) товариства» [168, с. 16].

Як «цінний папір без визначеного терміну обігу, що засвідчує участь його власника у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає власникові право на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна у разі ліквідації акціонерного товариства», – розглядають акції А. Загородній, Г. Вознюк, Т. Смовженко. [70, с. 18].

В. Остапенко стверджує, що «акція – цінний папір, що засвідчує право її власника на частку у власних засобах акціонерного товариства, на отримання доходу від його діяльності і, як правило, на участь в управлінні цим товариством». Водночас він характеризує акцію як «спосіб швидкого міжгалузевого переливу капіталів, метод залучення грошових засобів громадян та інституційних інвесторів у підприємницькій діяльності і засіб отримання ними доходів від вкладення цих засобів» [162, с. 18].

В. Балабанов, І. Осокіна та А. Поволоцин зазначають, що «акції – цінні

папери, що дають право на володіння капіталом фірми і характеризують інтереси власника в ній. Під інтересами власника, як правило, розуміють обсяг прав, що отримується в обмін на капітал, що передано фірмі. До таких прав належать: право голосу, отримання дивідендів» [18, с. 45].

Економісти Я. Комаринський та І. Яремчук характеризують акцію як «цінний папір, який підтверджує право акціонера на участь в управлінні товариством, його прибутках і розділі залишків майна при ліквідації товариства» [97, с. 254].

І. Бланк, А. Загородній, Г. Вознюк, Т. Смовженко та автори «Сучасного економічного словника» характеризують акцію як цінний папір, що засвідчує участь його власника у статутному фонді (капіталі) акціонерного товариства. З іншого боку, І. Бланк показує, що акція дає право на отримання відповідної частки прибутку товариства у формі дивідендів. У цьому з ним погоджується більшість українських та російських економістів.

Автори, яких ми віднесли до другої групи, характеризують акцію, як носія юридичних прав на участь в управлінні акціонерним товариством (право голосу). А. Загородній, Г. Вознюк, Т. Смовженко, Я. Комаринський та І. Яремчук вказують на те, що до цих прав належить і право на частку майна у випадку ліквідації товариства.

Як «цінні папери без встановленого терміну обігу» розглядають акції автори «Фінансового словника» та «Сучасного економічного словника».

Водночас В. Остапенко показує значення акцій на макроекономічному рівні як «засіб швидкого міжгалузевого переливу капіталів, метод залучення грошових засобів громадян та інституційних інвесторів у підприємницькій діяльності і засіб отримання ними доходів від вкладення цих засобів».

Критично проаналізувавши точки зору на предмет визначення сутності категорії «акція» та враховуючи двоякий зміст категорії «цінні папери», ми пропонуємо власне визначення.

В економічному аспекті акція – це форма фінансового активу, з приводу привласнення якого між різними економічними суб'єктами виникає

підсистема виробничих відносин.

В юридичному аспекті акція – це цінний папір без встановленого терміну обігу, що засвідчує участь його власника у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому, дає право на отримання певного доходу з прибутку товариства у вигляді дивідендів та на участь в управлінні ним, а також на участь у розподілі майна у разі ліквідації цього товариства.

В економічному аспекті акція є формою фінансового активу, з приводу привласнення якого між різними економічними суб'єктами виникає підсистема виробничих відносин.

В юридичному аспекті акція характеризується як цінний папір без встановленого терміну обігу, що засвідчує участь його власника у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому, дає право на отримання певного доходу з прибутку товариства у вигляді дивідендів та на участь в управлінні ним, а також на участь у розподілі майна у разі ліквідації цього товариства.

Серед усіх цінних паперів акції найбільш тісно пов'язані з розвитком виробництва, що впливає з їх призначення: надання грошових ресурсів для функціонування підприємств та участь в управлінні ним. Таким чином, акції належать до першої групи дольових цінних паперів.

Акції можуть бути іменними і на пред'явника, безоплатними, привілейованими і звичайними (простими). На бланках або сертифікатах іменних акцій вказується ім'я власника.

Виходячи із досвіду розвинутих країн, слід виокремити привілейовані акції наступних видів:

- кумулятивні, які дають власникам право не тільки на поточну, а й на не виплачену раніше, з тих чи інших причин, суму дивідендів (дивіденди за такими акціями накопичуються);
- некумулятивні, за якими акціонери втрачають дивіденди за будь-який період, за який Рада директорів не повідомила про їх виплату;

- з долею участі, що дають власникам право на одержання додаткових дивідендів понад передбачені суми, якщо дивіденди на прості акції вищі;
- конвертовані – можуть обмінюватись на встановлену кількість простих акцій;
- з коректованою ставкою дивідендів, за якими, на відміну від акцій з фіксованою ставкою дивідендів, корегуються (переважно щоквартально) рівні дивідендних виплат на основі врахування тенденцій зміни відсоткових ставок за державними цінними паперами або іншим індикаторам ринку фінансових ресурсів;
- відзивні, які акціонерне товариство має право викупити за ціною з надбавкою до номіналу.

Прості акції – це акції, дохід від яких залежить від чистих доходів підприємства і його дивідендної політики. Власники простих акцій є основними власниками акціонерного товариства і головними постачальниками акціонерного капіталу. На відміну від привілейованих акцій, дивіденди яких фіксуються і виплачуються незалежно від прибутку, дивіденди за звичайними акціями безпосередньо залежать від прибутку акціонерного товариства.

Власники простих акцій мають певні переваги, серед них отримувати необмежені дивіденди, які виплачує підприємство за своїми акціями; нарощувати капітал; купувати і продавати акції; право голосу.

Дослідивши і проаналізувавши характерні ознаки акцій, ми пропонуємо до основних критеріїв їх класифікації з поділом на види віднести наступні:

1. За особливостями реєстрації і обігу: іменні; на пред'явника.
2. За характером зобов'язань перед емітентом: прості; привілейовані.
3. За формами власності емітента: акції державних компаній; акції недержавних компаній.
4. За регіональним розташуванням емітента: акції українських емітентів; акції закордонних емітентів.

Враховуючи критерії класифікації цінних паперів, слід, на нашу думку, виокремити ще й такі критерії класифікації акцій з поділом на види:

5. За методом виплати доходів: з фіксованою оплатою; з оплатою залежно від прибутку.

6. За ліквідністю: ліквідні (вільно обертаються на ринку і дають можливість у разі термінового продажу не втратити у ціні); неліквідні (акції закритих акціонерних товариств); мало ліквідні (акції іменні – пов'язані з процедурою переоформлення прав власності).

7. За валютним номіналом: акції в національній валюті; в іноземній валюті; у валюті подвійного номіналу.

8. За ринком обігу: біржові (фондові – обертаються на фондовій біржі – пройшли процедуру лістингу); не біржові (знаходяться в обігу, але не допущені до обертання на фондовій біржі).

Перераховані критерії класифікації акцій відіграють різну роль в процесі їх вибору як об'єкта інвестування.

Найменший вплив на цей процес мають акції іменні та на пред'явника. Такий поділ більше відповідає інтересам емітента, тобто дозволяє йому контролювати рух акціонерного капіталу. Тому ми вважаємо, що з позицій зацікавленості інвестора такий поділ акцій характеризується лише двома особливостями:

1. Відповідно до законодавства України громадяни (фізичні особи) можуть бути власниками, як правило, тільки іменних акцій;

2. Іменні акції в зв'язку з складною процедурою їх оформлення і більш глибоким контролем за їх обігом менш ліквідні на фондовому ринку, ніж акції на пред'явника.

Отже, інвестору доцільно купувати акції на пред'явника (для можливості їх швидшої реалізації).

Поділ акцій за формами власності емітента на акції державних компаній та акції недержавних компаній впливають на процес їх вибору в якості об'єктів інвестування в зв'язку з такими особливостями:

- акції державних підприємств надходять на фондовий ринок України переважно в процесі приватизації, тому джерелом їх викупу певною мірою служили приватизаційні сертифікати громадян;

- у зв'язку з особливостями оцінки майна, що підлягає приватизації в Україні, номінальна ціна багатьох акцій державних підприємств значно нижча від їх реальної ринкової вартості, що дає інвесторам певні переваги при їх придбанні в процесі первинної емісії;

- ефективність діяльності недержавних підприємств, як правило, більш висока за рахунок кращої організації управління, вищої продуктивності праці тому що це дає потенційну можливість одержання більш високих дивідендів за їх акціями.

Поділ акцій за регіональним розташуванням емітента на акції українських та закордонних емітентів з позицій інвестора має наступні особливості:

- можливість вибору відповідних акцій при реалізації стратегії регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності;

- можливість обліку різниці в нормі прибутку на інвестований капітал в різних країнах (при порівняльній оцінці в твердій іноземній валюті);

- необхідність обліку особливостей оподаткування доходу за акціями і його вивозу за межі країни;

- можливість обліку рівнів інвестиційних ризиків в окремих країнах.

Поділ акцій за характером зобов'язань перед емітентом на прості і привілейовані має найбільш суттєве значення для інвестора з позиції принципової відмінності їх інвестиційних якостей.

Інвестор, вкладаючи свої кошти у той чи інший цінний папір, переслідує певну мету. Якщо інвестор вкладає гроші з метою отримання стабільного доходу, він обере привілейовані акції, за якими дивіденди сплачуються постійно однаково, незалежно від економічного стану підприємства та результатів господарської діяльності.

Але перевагою простих акцій над привілейованими у цьому випадку є те, що інвестор може отримати більш високий дохід в період ефективної діяльності, проте, з іншого боку, й більш низький рівень дивідендів у період занепаду (кризовий період). Ще одним суттєвим недоліком привілейованих акцій у порівнянні з простими є недостатній облік фактора інфляції при виплаті дивідендів.

Рівень інвестиційних ризиків при інвестуванні в прості акції дуже великий, оскільки при банкрутстві та ліквідації акціонерного товариства можна втратити весь інвестований капітал, адже першочергове право на участь у розподілі майна мають власники облігацій та привілейованих акцій, а при неефективній діяльності – дивіденди можуть бути не виплачені, тоді як вони виплачуються власникам привілейованих акцій.

Щодо можливості впливу на підвищення дохідності і зниження рівнів ризиків, то інвестор віддасть перевагу простим акціям, оскільки, володіючи ними, він зможе безпосередньо впливати на ці процеси, а також буде брати участь у розробці дивідендної політики товариства. Привілейовані акції такого права не дають.

Характеризуючи ці розбіжності загалом, можна відзначити, що рівень безпечності інвестування в привілейовані акції значно вищий, ніж у прості у зв'язку з їх преферентивним правом на одержання наперед передбаченого рівня дивідендів і частки майна при ліквідації акціонерного товариства. За ступенем надійності вкладів привілейовані акції займають проміжне значення між простими акціями і облігаціями компанії (вони не мають визначеного строку погашення, як облігації, а також надійного забезпечення майном акціонерного товариства при його ліквідації).

Водночас за критерієм дохідності інвестор може віддати перевагу простим акціям, які краще пристосовані до умов інфляційної економіки і змін кон'юнктури фондового ринку. Крім того, власники простих акцій можуть брати безпосередню участь у розробці дивідендної політики акціонерного товариства.

Динаміка випуску акцій відображена на рис. 1.1.

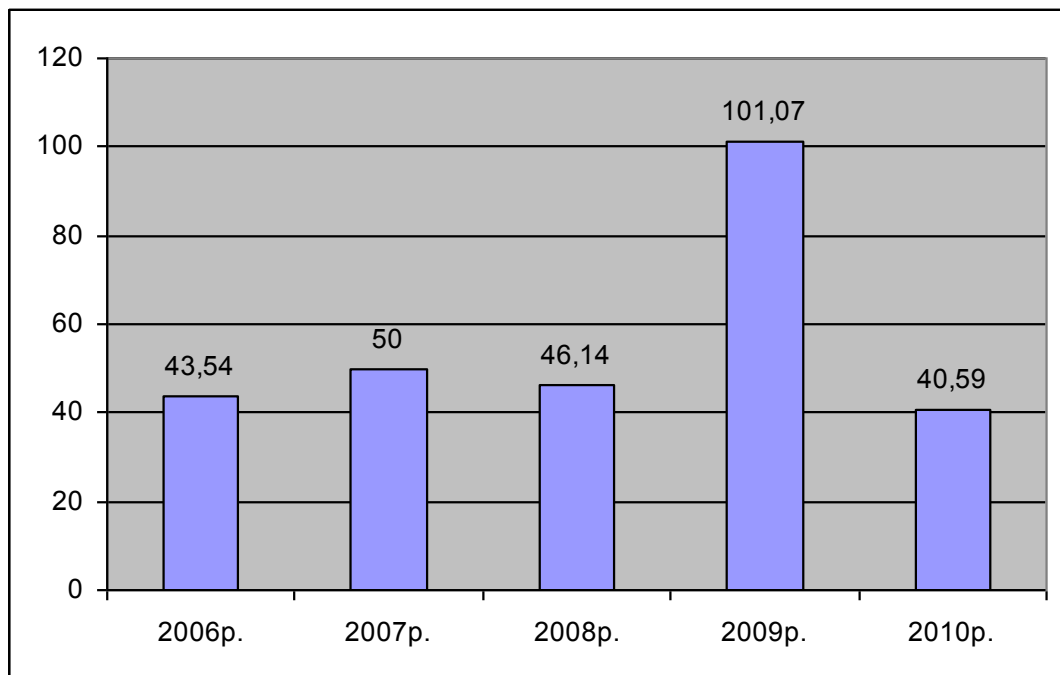


Рис. 1.1. Динаміка випуску акцій (млрд. грн.)

Іншим важливим об'єктом торгівлі на фондових ринках є облигації, тобто цінні папери з фіксованим доходом у вигляді відсотка. Облігація виникла на основі грошового кредиту, оскільки це боргове зобов'язання сплати кредитору (власнику облигації) встановленого відсоткового доходу і номінальної вартості облигації протягом встановленого періоду. Облігації з'явилися на ринку ще в 14 столітті в Італії та Голландії [159, с. 238].

Українські та іноземні (в тому числі і російські) економісти трактують облигації по-різному. Перша група авторів підкреслює, що облигація це цінний папір, що свідчить про внесення грошових коштів, або відношення позики. Так, В. Остапенко стверджує, що «облігація – 1) цінний папір, що засвідчує відношення позики між його власником (кредитором) і особою, що випустила його (емітентом, боржником); 2) джерело фінансування витрат бюджету, що перевищують доходи; 3) джерело фінансування інвестицій акціонерних товариств; 4) форма збереження засобів громадян і організацій і отримання ними доходу». Та одночасно показує облигацію як «боргове зобов'язання емітентів» [162, с. 25].

I. Бланк характеризує облигацію як «один з видів цінних паперів, що

засвідчує про внесення її власником грошових засобів і підтверджує зобов'язання виплатити йому номінальну вартість цього цінного паперу в передбачені в ньому терміни з виплатою фіксованого відсотка» [29, с. 412]. Аналогічним є визначення О. Мозгового [146, с. 52].

Як «цінний папір, що засвідчує внесення його власником певних коштів і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати власникові номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений у ньому термін із виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачено умовами випуску)» дають визначення облігацій А. Загородній, Г. Вознюк, Т. Смовженко. [70, с. 302].

У «Сучасному економічному словнику», підготовленому російськими економістами, зазначається, що «облігації – це один з найбільш поширених видів цінних паперів на пред'явника. Облігація підтверджує, що її власник вніс грошові засоби на придбання цінного паперу і тим самим має право пред'явити його до оплати як боргове зобов'язання, яке організація, що випустила облігацію, зобов'язана відшкодувати за номінальною вартістю, вказаною на облігації» [168, с. 213].

Інші російські економісти В. Едрінова та Є. Мізіковський характеризують облігацію як «цінний папір, що засвідчує факт надання позики емітенту і забезпечує власника регулярним отриманням фіксованого доходу, а при погашенні паперу – суми позики, як правило, рівній номінальній вартості паперу» [61, с. 257].

Близьким за змістом до визначень, які наведені першою групою авторів, є визначення облігацій як «цінних паперів з фіксованим доходом, що надає його власнику право на одержання річного доходу у вигляді фіксованої відсоткової ставки. А по відношенню до емітента, облігація – боргове зобов'язання сплатити кредитору (власнику облігації), по-перше, встановлений відсоток винагороди; по-друге, номінальну вартість облігації протягом встановленого терміну» – стверджують Р. Березюк та С. Братко. [25, с. 45]

До другої групи авторів слід віднести тих економістів, які стверджують, що облігація це – боргове зобов'язання. Зокрема, автори монографії «Шляхи розвитку підприємництва в умовах ринку» вважають, що облігація – «цінний папір, у вигляді боргового зобов'язання на виплату позики у визначений час і твердо фіксованої відсоткової ставки» [219, с. 94].

В. Балабанов, І. Осокіна та А. Поволоцин дають таке визначення: «облігація – довгострокове боргове зобов'язання. Цінні папери з фіксованим доходом, за яким його емітент зобов'язується виплатити тримачу фіксовану суму капіталу у визначений момент в майбутньому або виплачувати відсотки за півріччями або щорічно. Протягом строку дії облігації відсотки можуть змінюватись» [18, с. 52].

У «Великому економічному словнику» за редакцією А. Азріліана наголос робиться на тому, що «облігація – вид цінного паперу (боргового зобов'язання), за яким його емітент зобов'язується виплатити тримачу облігації фіксовану суму капіталу у визначений момент в майбутньому, або виплачувати дохід, розмір якого наперед встановлено у формі певного відсотка до номінальної вартості облігації» [30, с. 373].

В «Економічній енциклопедії» за редакцією Л. Абалкіна облігації розглядаються як «борговий емісійний оборотний цінний папір, що надає його власникові право отримувати (після закінчення певного терміну) його номінальну вартість (зазначену на ньому суму), або який-небудь його еквівалент; як правило, приносить дохід» [75, с. 481].

Певна відмінність у характеристиці облігацій першої та другої груп авторів притаманна визначенню, що подає російський економіст А.Чесноков: «облігації – юридичні документи, що засвідчують факт тимчасової передачі грошових засобів фірмі, що випустила облігації. Власник облігації отримує право на щорічні відсотки протягом встановленого періоду часу, після закінчення якого облігація гаситься. До цього моменту облігації не можуть бути подані до оплати, але можуть бути продані третім особам» [210, с. 23].

Економісти Я. Комаринський та І. Яремчук підкреслюють, що облігація – «це кредитний цінний папір, який підтверджує внесення грошей і зобов'язання повернути номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений термін з виплатою фіксованого відсотка» [97, с. 273].

Із наведених точок зору також видно, що жоден з цих авторів не характеризує облігацію в контексті відносин економічної власності (кількісно-якісних сторін цієї категорії) та з урахуванням об'єктно-суб'єктних відносин.

Проаналізувавши різні точки зору на сутність поняття «облігація» та врахувавши двоякий зміст економічної категорії «цінні папери», ми подаємо власне визначення облігації.

З економічної точки зору облігація – це вид (форма) фінансового активу, з приводу привласнення якого виникає певна підсистема виробничих відносин між різними економічними суб'єктами.

З юридичної точки зору облігація – це цінний папір у вигляді боргового зобов'язання, що засвідчує внесення його власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання виплатити йому номінальну вартість цього цінного паперу у передбачений в ньому термін з виплатою фіксованого відсотка.

Відповідно до законодавства України облігації підприємств можуть випускатися підприємствами всіх форм власності. Акціонерні товариства можуть їх випускати на суму, яка не перевищує 25% від величини статутного фонду, і тільки після повної сплати всіх раніше випущених акцій. Власник облігацій не має права брати участь в управлінні товариством.

Акціонерні товариства випускають облігації за необхідності залучення додаткових коштів. Особливістю облігацій підприємств є те, що вони повинні бути забезпечені майном цих підприємств. Оскільки власник облігації підприємства ризикує більше, ніж власник державної облігації, то і дохід за ними повинен бути вищий. Структуру емісій облігацій в Україні представлено на рис. 1.2.

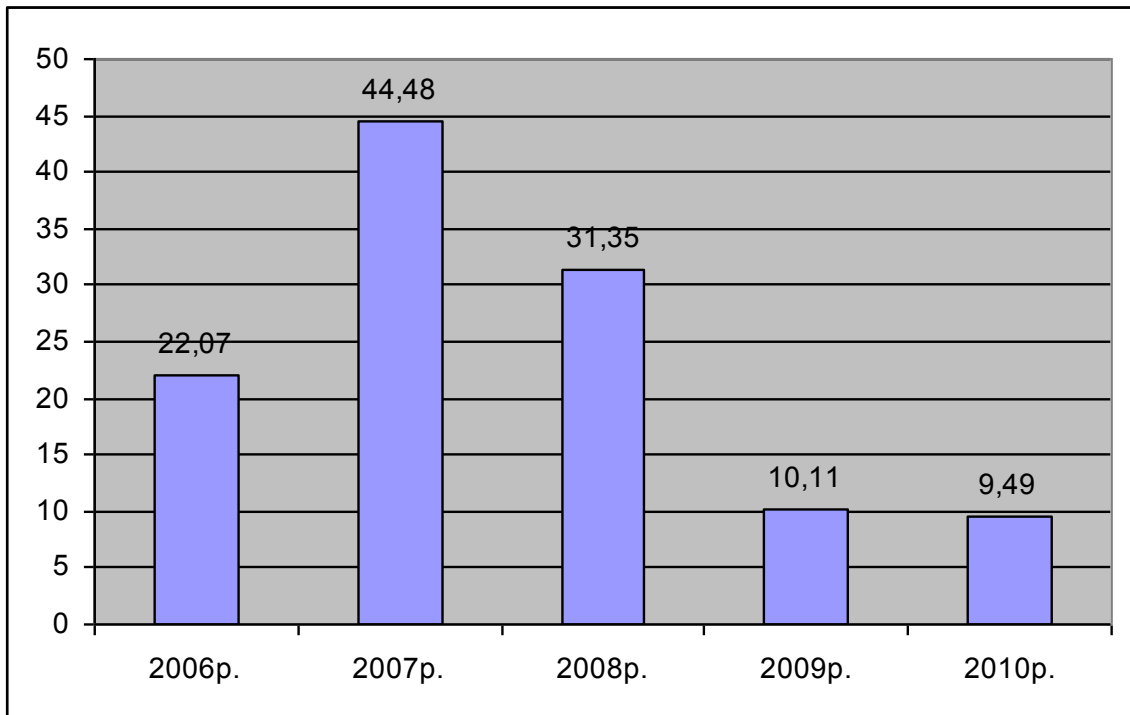


Рис. 1.2. Динаміка емісії облігацій (в млрд. грн.)

Облігації, як і акції, можуть випускатись іменними і на пред'явника, знаходитись у вільному обігу і з обмеженнями. Крім того, розрізняють облігації відсоткові і безвідсоткові (цільові). Доходи за відсотковими облігаціям виплачуються відповідно до умов їх випуску, якими передбачається розмір і строки виплати відсотків. Номінальна вартість облігації повертається власнику після її погашення.

Дохід за облігаціями цільових позик (безвідсоткових) не виплачується. Власнику такої облігації після настання обумовленого терміну надається можливість придбати відповідні товари. Як свідчить світова практика, корпорації або державні (місцеві) органи, що випускають облігації, часто обумовлюють певні умови їх погашення, ліквідності, ступеня безпеки тощо з метою забезпечення привабливості облігацій для майбутніх інвесторів. Залежно від того, яким вимогам відповідає та чи інша облігація, ми пропонуємо згрупувати їх за такими категоріями:

1. Виходячи зі ступеня безпеки – гарантовані (забезпечені) облігації,

впевненість в погашенні яких у встановлений строк базується на оголошеній заставі нерухомого майна або інших фондів, і незабезпечені – облігації, які не підкріплені відповідною заставою;

2. Виходячи з принципу погашення (викупу) – серійні облігації, які погашаються послідовно за серіями через визначені інтервали часу, і ординарні облігації, які викуповуються одночасно у встановлений термін;

3. Виходячи з можливостей довгострокового викупу – облігації з правом довгострокового погашення, які за ініціативою емітента можуть викуповуватись; облігації, які за бажанням власника можуть в будь-який момент вільно обмінюватись на готівкові кошти, і конвертовані облігації, які за бажанням власника можуть обмінюватись на інші цінні папери (переважно на прості акції), що випускаються емітентом;

4. Виходячи з механізму виплати відсоткової ставки – іменні облігації, відсоткові виплати за якими поштою або іншим чином направляються безпосередньо власникам, чиї імена повинні бути вказані в облігації і занесені в книгу реєстрації, і облігації на пред'явника, до яких додаються купони на одержання відсоткових виплат на кожну дату оплати. Коли ця дата настає, власник відрізає відповідний купон і пред'являє його до оплати;

5. Виходячи з регіонального розташування емітента облігацій – облігації українських емітентів і облігації закордонних емітентів;

6. Залежно від терміну погашення – коротко-, середньо- і довгострокові облігації, поділ на які визначається певними особливостями, зокрема рівнем ризику для інвестора. Привабливішими для інвестора є короткострокові облігації, після погашення яких капітал може бути реінвестований у більш вигідні об'єкти. Із зростанням терміну погашення рівень ризику зростає – його збільшує ризик інфляції (а відповідно і зростання відсотка), а також більш низька ліквідність інвестицій.

Окрім вище вказаних критеріїв класифікації, з урахуванням критеріїв класифікації цінних паперів, на нашу думку, слід розглядати облігації і в залежності від:

7. Емітента: державні, муніципальні, корпоративні, іноземні;
8. Мети випуску: для фінансування нових інвестиційних проектів (будівництва доріг, мостів, будинків та інше); для фінансування невиробничої діяльності (наукових проектів);
9. Терміну існування: короткострокові (перебувають в обігу не більше 1 року); середньострокові (від 1 до 5 років); довгострокові (більше 5 років);
10. Ліквідності (зважаючи, що термін існування безпосередньо пов'язаний з ліквідністю, облігації бувають): високоліквідні; середньоліквідні; низьколіквідні (іноді їх можна назвати неліквідними);
11. Форми виплати доходу: з незмінною ставкою; з плаваючою ставкою; з нульовою ставкою (до таких облігацій належать виграшні облігації та облігації, які продаються за ціною нижчою від їх номінальної вартості, а викуповуються за номінальною).

Вище були розглянуті лише найбільш загальні характеристики інвестиційних якостей окремих видів облігацій. Подальшу конкретизацію їх оцінки пропонуємо здійснювати за наступними параметрами:

- оцінка інвестиційної привабливості регіонів (за облігаціями внутрішніх місцевих позик);
 - оцінка фінансової стійкості і платоспроможності компанії;
 - оцінка характеру обігу облігацій (усіх видів) на фондовому ринку;
 - оцінка умов емісії облігацій.

Оцінка інвестиційної привабливості регіонів відіграє значну роль в прийнятті інвестиційних рішень стосовно облігацій внутрішніх місцевих позик. Така оцінка необхідна тому, що частина регіонів, які отримують від держави субсидії і субвенції, можуть мати фінансові труднощі при погашенні облігацій. Тому, розглядаючи інвестиційні якості окремих облігацій внутрішніх місцевих позик, слід вивчити хоча б динаміку союдо їх бюджетних балансів і структуру джерел формування дохідної частини балансу бюджетних організацій.

Оцінка фінансової стійкості і платоспроможності компанії-емітента

проводиться за системою показників, що характеризують їх інвестиційну привабливість. Група показників, що характеризують інвестиційні якості облігацій, значно менша від тих, що характеризують акції. Головним завданням оцінки є виявлення кредитного рейтингу компанії, її фінансової стійкості в довгостроковій перспективі (при емісії середньо- і довгострокових облігацій) і наявність частково сформованого фонду для викупу облігацій (за короткостроковими облігаціями, що перебувають в обігу).

Оцінка характеру обігу облігацій на фондовому ринку здійснюється за єдиними принципами для всіх їх видів і є найбільшою необхідністю для інвестора.

Передусім необхідно визначити реальну ціну облігації, яка схильна до значних коливань при зміні ставки позичкового відсотка. Якщо він на грошовому ринку зростає у зв'язку з посиленням інфляції, зростанням попиту на кредитні ресурси чи в зв'язку з іншими причинами, то ціна облігації помітно падає, і навпаки (це пов'язано з фіксованою величиною доходу (відсотком) за облігаціями).

В інвестиційній практиці, за критерієм затрат часу на реалізацію, облігації за ліквідністю окремих об'єктів інвестування прийнято класифікувати наступним чином:

- високоліквідні (короткотермінові цінні папери, які обертаються на фондовій біржі), тобто ті, які можна обернути на грошові засоби (кошти) до 30 днів;
- середньоліквідні (середньотермінові облігації), які можна реалізувати терміном від 1 до 3 місяців;
- низьколіквідні (довготермінові облігації), з терміном реалізації більше 3 місяців;
- неліквідні – цінні папери підприємств та корпорацій, які перебувають у стані економічного занепаду.

Враховуючи такі критерії класифікації, інвестор, у процесі

інвестування своїх коштів у облігації, повинен обирати ті цінні папери, які є високо- та середньоліквідними.

Оцінка умов емісії облігацій припускає вивчення цілей їх випуску і умов придбання, періодичності виплат відсотків і їх ставки, умов погашення основної суми. При цьому основними факторами, що впливають на інвестиційні якості облігацій, є рівень ставки (норми) відсотків і періодичність їх виплат. Враховуючи фактор часу, можна сказати, що облігації з щоквартальною виплатою відсотків дають більший дохід, ніж облігації з вищою нормою відсотка при його виплаті один раз в рік.

Курс облігації, як і акції, на ринку цінних паперів залежить від попиту і пропозиції на них і визначається доходом, який приносить облігація, рівнем позичкового відсотка, ступенем прибутковості альтернативних вкладень грошових засобів, в тому числі й інших (конкуруючих) облігацій. Тому ринкова вартість кожної конкретної облігації в певний момент часу може бути вищою (нижчою) від номінальної, рости і падати.

Однак в цьому процесі, на відміну від коливання курсу акцій, є одна особливість: якщо на ринку цінних паперів є облігації кількох корпорацій (в тому числі і державних позичок) номінал яких однаковий, то, зрозуміло, що більший попит (за інших рівних умов) буде на ті з них, у яких більша відсоткова ставка. Ринкова ціна на такі облігації підніметься вище зафіксованої номінальної, в той час як на облігації корпорації, що встановила на початку нижчу ставку, ніж конкуренти, вона може знизитись і бути нижчою від номінального рівня.

Усі види цінних паперів є фінансовими інструментами для становлення ринкових відносин.

Дослідження даної проблеми є сьогодні особливо актуальним, оскільки розвиток фондового ринку України та наявність на ньому інвестиційно-привабливих акцій сприяє швидкому та більш динамічному розвитку всієї економіки. Саме акція максимально сприяє переливові капіталу в перспективні та стабільні галузі економіки, а володіння контрольним пакетом акцій дозволяє встановлювати та утримувати економічний контроль над

виробництвом.

Придбання тих чи інших видів цінних паперів того чи іншого підприємства є здійсненням інвестиційної діяльності.

Випуск цінних паперів в Україні здійснюють: уряд, державні підприємства, що перетворюються в акціонерні товариства, комерційні банки, діючі акціонерні товариства, комерційні структури, органи місцевого самоврядування.

В Україні акції є найбільш поширеним та популярним видом цінних паперів, обсяги емісій акцій непинно зростають, як зростає і їх доля у загальному обсязі випущених цінних паперів. Володіння акціями дає право власнику цінних паперів отримувати дивіденди та брати участь в управлінні акціонерними товариствами, що безумовно сприяє зростанню інтересу інвесторів до цього інструменту.

Здійснення інвестиційної діяльності дрібними або некваліфікованими інвесторами вирішується за допомогою спеціалізованих фінансових інститутів. Провідне місце серед таких фінансових інститутів у галузі обслуговування дрібних інвесторів, схильних до спільного інвестування в цінні папери, займають інвестиційні (взаємні) фонди. Виключним видом їх діяльності є акумулювання коштів переважно дрібних інвесторів та ефективне їх інвестування шляхом формування єдиного портфеля цінних паперів та управління ним.

Нині в Україні склалася ситуація, коли більшість підприємств потребує надходження фінансових ресурсів для забезпечення своєї діяльності. Потреби підприємств не можуть бути задоволені державним бюджетом. Для ефективного вирішення цього питання необхідні кошти, які можуть бути залучені для здійснення спільного інвестування через інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Рядовим інвесторам важко самотійно визначити, в які саме підприємства, без ризику втрати, слід інвестувати свої кошти. Крім того, самотійне придбання цінних паперів є не тільки ризикованим, але й

іноді безприбутковим. В разі здійснення спільного інвестування інвестор не має необхідності турбуватися про придбані цінні папери, оскільки питання ризикованості та прибутковості інвестованих коштів лягає на плечі фахівців інвестиційних фондів та інвестиційних компаній.

Таким чином, основними надбаннями спільного інвестування є:

- сприяння створенню та накопиченню капіталу;
- його ефективність як інструменту приватизації;
- перетворення складних інвестиційних рішень в більш прості для дрібних інвесторів, з одночасним здійсненням диверсифікації ризику;
- здійснення ефективного переливу капіталів між галузями народного господарства та стимулювання діяльності підприємств;
- сприяння залученню іноземного капіталу.

Спільне інвестування має не тільки позитивні особливості, а й ряд негативних. До негативних можна віднести непрозорість ринку цінних паперів на перших стадіях розвитку і досить часті випадки некомпетентності працівників інституційних інвесторів, що займаються питаннями спільного інвестування, шахрайські дії керівництва названих установ та ін.

До об'єктивних факторів, які не сприяють розвитку спільного інвестування в Україні, належать: недосконалість чинного законодавства щодо цінних паперів акціонерних товариств; невизначеність особливостей ведення бухгалтерського обліку, що призводить до невірного відображення фінансового стану інституційних інвесторів, а іноді навіть до перекручення фінансових результатів; недосконалість методики розрахунку вартості чистих активів та подвійне оподаткування доходів від спільного інвестування.

Зазначені недоліки суттєво впливають на фінансову довіру дрібних інвесторів і, відповідно, на розміри коштів, що залучаються. Ліквідність та прозорість ринку цінних паперів дає інвесторам впевненість у правильності

свого вибору.

Науково обґрунтувавши та визначивши суть та характеристики інвестиційних фінансових інструментів, ми можемо виявити основні характеристики і сутність категорії «портфель цінних паперів».

1.2. Суть та види портфелів цінних паперів

Сучасна інвестиційна діяльність безпосередньо пов'язана з так званою «портфельною теорією». Вона базується на тому, що більшість інвесторів, щоб уникнути ризику, вибирають для своєї інвестиційної діяльності не один об'єкт фінансового інвестування, тобто формують певну їх сукупність. Цілеспрямований підбір таких об'єктів являє собою процес формування портфеля.

Інвестування у цінні папери грошових засобів, управління якими здійснюється як єдиним цілим, розглядається як портфель цінних паперів.

Серед вітчизняних і зарубіжних економістів немає єдиної точки зору щодо визначення портфеля цінних паперів. Так, А. Калина, В. Корнєєв та А. Кошєєв портфель цінних паперів визначають як «сукупність зібраних у єдине ціле різних інвестиційних цінностей, які служать інструментом для досягнення конкретної інвестиційної мети вкладника» [83, с. 83]. Схожим є визначення портфеля цінних паперів В. Едренової та Є. Мізіковського, це – «набір цінних паперів для досягнення певної мети, наприклад, гарантованої доходності інвестицій» [61, с. 260].

Автори «Фінансового словника» А. Загородній, Г. Вознюк та Т. Смовженко портфелем цінних паперів називають «сукупність різного виду цінних паперів, якими володіє конкретний інвестор (підприємство, громадянин)» [70, с. 364]. Аналогічне визначення дає А. Буренін: «портфель – це набір фінансових активів, якими володіє інвестор» [39, с. 239].

Як «інвестування в цінні папери грошових коштів, які управляються як

єдине ціле», розглядає портфель цінних паперів А. Козаченко [92, с. 38].

В. Ігнатущенко та А. Шитов підкреслюють, що «портфель цінних паперів є капіталом, який розміщено у фінансові інструменти, що приносять інвестору дохід» [79, с. 59].

Автори «Фінансового словника», В. Едрінова, Є. Мізіковський, автори посібника «Ринок цінних паперів» та А. Буренін характеризують портфель цінних паперів як сукупність, набір цінних паперів (фінансових активів). Однак, вони не враховують, що портфель формується для досягнення певної мети, про що зазначають автори посібника «Ринок цінних паперів». Автори книги «Державні облігації: як вкласти кошти та отримувати дохід» це поняття звужують до «отримання доходу». Лише автори посібника «Ринок цінних паперів» А. Калина, В. Корнєєва та А. Кошєєв підкреслюють, що це сукупність зібраних разом інвестиційних цінностей. Цей фактор знаходить відображення і у визначенні А. Козаченка.

А. Козаченко стверджує, що портфель цінних паперів складається з цінних паперів, яким управляють як єдиним цілим. Цього не враховує жоден з вище названих авторів. Ця характеристика є досить важливою, оскільки для досягнення певної інвестиційної мети інвестор повинен управляти своїм портфелем цінних паперів.

Кардинально відрізняється від усіх вище приведених характеристик портфеля цінних паперів визначення, яке робить І. Бланк. Він визначає портфель цінних паперів як «частину сукупного інвестиційного портфеля компанії, що складається з придбаних фондових інструментів» [29, с. 417]. З цього визначення видно, що портфель цінних паперів складається з фондових інструментів. Водночас, І. Бланк не враховує жодної з характеристик запропонованих іншими авторами. Загалом у більшості наведених визначень не враховуються вимоги системно-структурного підходу, тобто в них не синтезуються основні ознаки портфелів цінних паперів.

З урахуванням позитивних сторін наведених визначень та їх критичного аналізу слід, на нашу думку, дати таку характеристику поняттю

«портфель цінних паперів»: це сукупність інструментів фондового ринку, комплексне управління якими здійснює інвестор з метою отримання стабільного доходу та/або участі в управлінні підприємствами певної галузі.

Теорія інвестиційного портфеля була розроблена американським вченим Г. Марковіцем як метод вкладання інвестором своїх заощаджень у різні (часто альтернативні) види активів. Теорія базується, в основному, на вкладанні коштів в такі фінансово-кредитні інструменти, як цінні папери.

Головним критерієм при формуванні та подальшому функціонуванні портфеля цінних паперів є його дохідність.

Формування портфеля може здійснюватися за рахунок широкого спектра фондових інструментів, основними з яких є:

- державні та муніципальні облігації;
- акції відкритих акціонерних товариств;
- облігації підприємств;
- комерційні папери (векселі);
- сертифікати та опціони акцій;
- приватизаційні цінні папери;
- деривативні (похідні) цінні папери;
- депозитні сертифікати банків, чеки, ощадні сертифікати та інше.

В літературі наводиться багато ознак, за якими здійснюється класифікація портфельів. Інколи ці ознаки є взаємовиключними або ж їх зіставлення призводить до суперечностей. Так, І. Бланк [29, с. 223] класифікує портфелі за двома критеріями:

1. за відповідністю пріоритетним цілям інвестування (цей поділ пов'язаний з реалізацією інвестиційної стратегії компанії):

- портфель зростання;
- портфель доходу;
- консервативний портфель.

Портфель зростання формується в основному за рахунок тих об'єктів

інвестування, які забезпечують досягнення високих темпів зростання капіталу, хоча такому портфелю властивий високий рівень ризику. Портфель доходу формується з тих цінних паперів, які забезпечують високі темпи зростання доходу за, відповідно, високого рівня ризику. Ці два види портфелів цінних паперів належать до високоризикованих портфелів. Консервативний портфель цінних паперів формується з тих видів цінних паперів, які мають низькі рівні ризиків, а тому, відповідно, і низькі рівні зростання та доходу капіталу.

2. за досягненням відповідності необхідного і наявного портфеля цілям інвестування:

- збалансований портфель;
- незбалансований портфель.

Збалансований портфель характеризується повною реалізацією мети його формування шляхом відбору тих цінних паперів, які найбільш повно відповідають поставленим цілям. Незбалансований портфель складається з тих фінансових інструментів, які не відповідають інвестиційним цілям компанії.

Для вирішення специфічних інвестиційних завдань використовуються різні портфелі цінних паперів, у кожному з яких є власний баланс між існуючим ризиком, прийнятним для власника портфеля, і очікуваною ним віддачею (доходом) у визначений період часу. Співвідношення цих факторів і дозволяє визначити тип портфеля цінних паперів. Тип портфеля – це його інвестиційна характеристика, в основі якої лежить співвідношення доходу й ризику, при цьому важливою ознакою при класифікації типу портфеля є те, яким способом і за рахунок якого джерела даний дохід отриманий: за рахунок зростання курсової вартості чи за рахунок поточних виплат – дивідендів, відсотків.

Було б спрощеним розуміння портфеля як якоїсь однорідної сукупності, навіть не беручи до уваги те, що портфель зростання, наприклад, орієнтований на акції, інвестиційною характеристикою якого є зростання курсової вартості. У його склад можуть входити і цінні папери з іншими

інвестиційними властивостями.

Найбільш повну класифікацію портфельів цінних паперів подає А.Пересада, яку представлено в додатку Б [166, с. 18].

Класифікацію портфельів цінних паперів, яку подає І. Бланк, на нашу думку, слід розширити наступними:

- портфель агресивного зростання;
- портфель консервативного зростання;
- портфель середнього зростання;
- портфель регулярного доходу;
- портфель дохідних паперів;
- портфель зростання і доходу.

Портфель зростання формується з акцій компаній, курсова вартість яких зростає. Мета даного типу портфеля – зростання капітальної вартості портфеля разом з одержанням дивідендів. Однак дивідендні виплати здійснюються в невеликому розмірі. Темпи зростання курсової вартості сукупності акцій, що входять у портфель, визначають види портфельів, що входять у дану групу.

Портфель агресивного зростання спрямований на максимальний приріст капіталу. До складу даного типу портфеля входять акції молодих, швидко зростаючих компаній. Інвестиції в даний тип портфеля є досить ризикованими, але вони можуть приносити найвищий дохід.

Портфель консервативного зростання є найменш ризикованим серед портфельів даної групи. Складається він, в основному, з акцій великих, добре відомих компаній, що характеризуються хоча і невисокими, але стійкими темпами зростання курсової вартості. Склад портфеля залишається стабільним протягом тривалого періоду і зосереджений на збереженні капіталу.

Портфель середнього зростання являє собою сполучення інвестиційних властивостей портфельів: агресивного і консервативного зростання. В даний тип портфеля включаються поряд із надійними цінними паперами, що

здобуваються на тривалий термін, ризиковані фондові інструменти, склад яких періодично оновлюється. При цьому забезпечується середній приріст капіталу і певний ступінь ризику вкладів. Надійність забезпечується цінними паперами консервативного зростання, а прибутковість – цінними паперами агресивного зростання. Даний тип портфеля є найбільш розповсюдженою моделлю портфеля і користується великою популярністю в інвесторів, не схильних до високого ризику .

Портфель доходу. Даний тип портфеля орієнтований на отримання високого поточного доходу – відсоткових і дивідендних виплат. Портфель доходу складається, в основному, з акцій доходу, що характеризуються помірним ростом курсової вартості і високих дивідендів, облігацій та інших цінних паперів, інвестиційною властивістю яких є високі поточні виплати.

Особливістю цього типу портфеля є те, що мета його створення – отримання відповідного рівня доходу, величина якого відповідала б мінімальному ступеню ризику, прийнятному для консервативного інвестора. Тому об'єктами портфельного інвестування є високонадійні інструменти фондового ринку з високим співвідношенням стабільно виплачуваного відсотка і курсової вартості.

Портфель регулярного доходу формується з високонадійних цінних паперів і приносить середній дохід при мінімальному рівні ризику.

Портфель дохідних паперів складається з високоприбуткових облігацій корпорацій – цінних паперів, які приносять високий дохід при середньому рівні ризику.

Формування портфеля зростання і доходу здійснюється для запобігання можливих втрат на фондовому ринку як від падіння курсової вартості, так і від низьких дивідендних чи відсоткових виплат. Одна частина фінансових активів, що входять до складу даного портфеля, приносить власникові зростання капітальної вартості, а друга – дохід. Втрата однієї частини може компенсуватися зростанням іншої.

Ми вважаємо також, що портфелі цінних паперів можна класифікувати й за іншими ознаками, зокрема, можна розрізняти портфелі, до складу яких

входять цінні папери різної ліквідності:

- високоліквідний (складається з цінних паперів, які обертаються на фондових біржах);
- середньоліквідний;
- низьколіквідний (формується, переважно, для розширення сфери впливу).

Залежно від різноманітності складу цінних паперів у портфелі можна виділити недиверсифікований портфель цінних паперів (до складу якого входять цінні папери одного виду) та диверсифікований портфель цінних паперів (складається з двох і більше видів цінних паперів).

Виходячи з вище викладеного ми пропонуємо узагальнену класифікацію портфелів цінних паперів з врахуванням вимог цілісності, субординації і градації – за складом цінних паперів, характером поведінки інвестора, рівнем ризику, стратегією, ліквідністю, способом управління, типом, метою інвестування, економіко-географічним складом, пріоритетними цілями (додаток В.).

Науково обґрунтувавши суть і характеристики портфелів цінних паперів, ми можемо здійснювати управлінський процес за визначеними етапами.

1.3. Етапи управління портфелем цінних паперів

Стратегіям управління інвестиційним портфелем, які передбачають певні етапи, присвятили свої праці такі відомі економісти як В. Шарп, Г..Александр, Дж. Бейлі [191], А. Мертенс [130]. Серед українських та російських вчених дане питання досліджували А. Козаченко, А. Осика [92], О..Семенкова [178], А. Буренін [39] та ін. Вітчизняні та зарубіжні економісти виокремлюють два методи управління портфелями цінних паперів – пасивний та активний.

Пасивної стратегії дотримуються менеджери, які вважають, що ринок є ефективним. В такому випадку немає необхідності часто переглядати портфель, оскільки такий ринок є відносно стабільним, а рівень зміни дохідності і ризику є незначним. Дотримуючись пасивної стратегії, формують так званий пасивний інвестиційний портфель, який складається з безризикових цінних паперів, з метою володіння ними протягом довгого періоду часу. Суть пасивної стратегії полягає у формуванні диверсифікованих портфелів з наперед визначеним граничним рівнем ризику і довготривалим утриманням їх у незмінному стані. Пасивні стратегії характеризуються низьким оборотом, мінімальним рівнем накладних витрат і низьким рівнем ризику.

Незважаючи на переваги пасивного портфеля цінних паперів лише близько чотирьох відсотків західних інвесторів використовують таку стратегію у своїй діяльності [92, с. 47].

Активну стратегію застосовують ті менеджери, які вважають, що ринок не завжди, принаймні стосовно окремих цінних паперів, є ефективним. Тому склад інвестиційного портфеля потрібно постійно переглядати, щоб постійно отримувати високі доходи за прийняттого для інвестора рівня ризику та ліквідності у період неефективного стану ринку.

Основним завданням активного управління є прогнозування розміру можливих доходів від інвестованих засобів і, характерно, що той менеджер, який більш точно оцінює хід подій на фінансовому ринку, буде ефективніше управляти портфелем цінних паперів. Активні менеджери вважають, що вміст будь-якого портфеля є явищем тимчасовим, оскільки через зміни ринкових умов або під впливом інших факторів сума очікуваних доходів зменшується. У такому випадку слід замінити неефективні фінансові інструменти або і весь портфель цінних паперів на інший.

Розглядаючи інвестиційні стратегії управління портфелями цінних паперів, лише деякі економісти пропонують у своїх працях дотримуватись певної послідовності здійснення управління інвестиційної діяльності. Так,

американські економісти В. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі виокремлюють в управлінні наступні етапи:

1. Розроблення інвестиційної політики (визначаються інвестиційні цілі клієнта, особлива увага при цьому приділяється співвідношенню очікуваної дохідності і ризику).

2. Здійснення фінансового аналізу – ретельно вивчаються окремі види цінних паперів та їх групи, щоб виявити можливі випадки недооцінки їх ринком.

3. Формування портфеля (визначаються конкретні цінні папери і сума грошових коштів для інвестування).

4. Перегляд портфеля (визначаються ті види цінних паперів в існуючому портфелі, які необхідно продати, і види цінних паперів, які слід купити для заміни ними перших).

5. Оцінка ефективності портфеля (оцінка дійсних результатів портфеля в термінах ризику і дохідності, їх порівняння з показниками відповідного еталонного портфеля) [191, с. 845].

Подібні етапи управління виділяє А. Мертенс:

1. Формування інвестиційної стратегії на основі цілей і обмежень діяльності організації, а також тих можливостей, які надаються ринком.

2. Аналіз інвестицій, у тому числі аналіз ринку загалом, його сегментів, окремих цінних паперів.

3. Формування інвестиційного портфеля.

4. Управління портфелем.

5. Оцінка ефективності інвестиційної діяльності [130, с. 368].

На нашу думку, етапи здійснення інвестиційного управління, які пропонують В. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі та А. Мертенс, слід конкретизувати, а саме: показати, за допомогою яких важелів реалізуються завдання, поставлені перед кожним етапом, зокрема, управління портфелем цінних паперів здійснюється з використанням активної або пасивної стратегії управління. Ми вважаємо, що оцінку інвестиційної діяльності потрібно здійснювати не лише за допомогою порівняльного аналізу прогнозованих та

реальних показників дохідності, ризику та ліквідності цінних паперів, а й інвестиційного портфеля в цілому. Необхідно враховувати зовнішні (політичні, економічні) та внутрішні (ефективність управління підприємством-емітентом) фактори впливу на показники ефективності портфеля.

О. Семенкова пропонує здійснювати управління портфелями цінних паперів за певною схемою з врахуванням стратегій інвестиційного управління (рис. 1.3.) [178, с. 246]. Вона не враховує етапу формування інвестиційної мети інвестора, здійснення аналізу ринку та фінансових інструментів, вплив зовнішніх та внутрішніх факторів на показники ефективності портфеля.

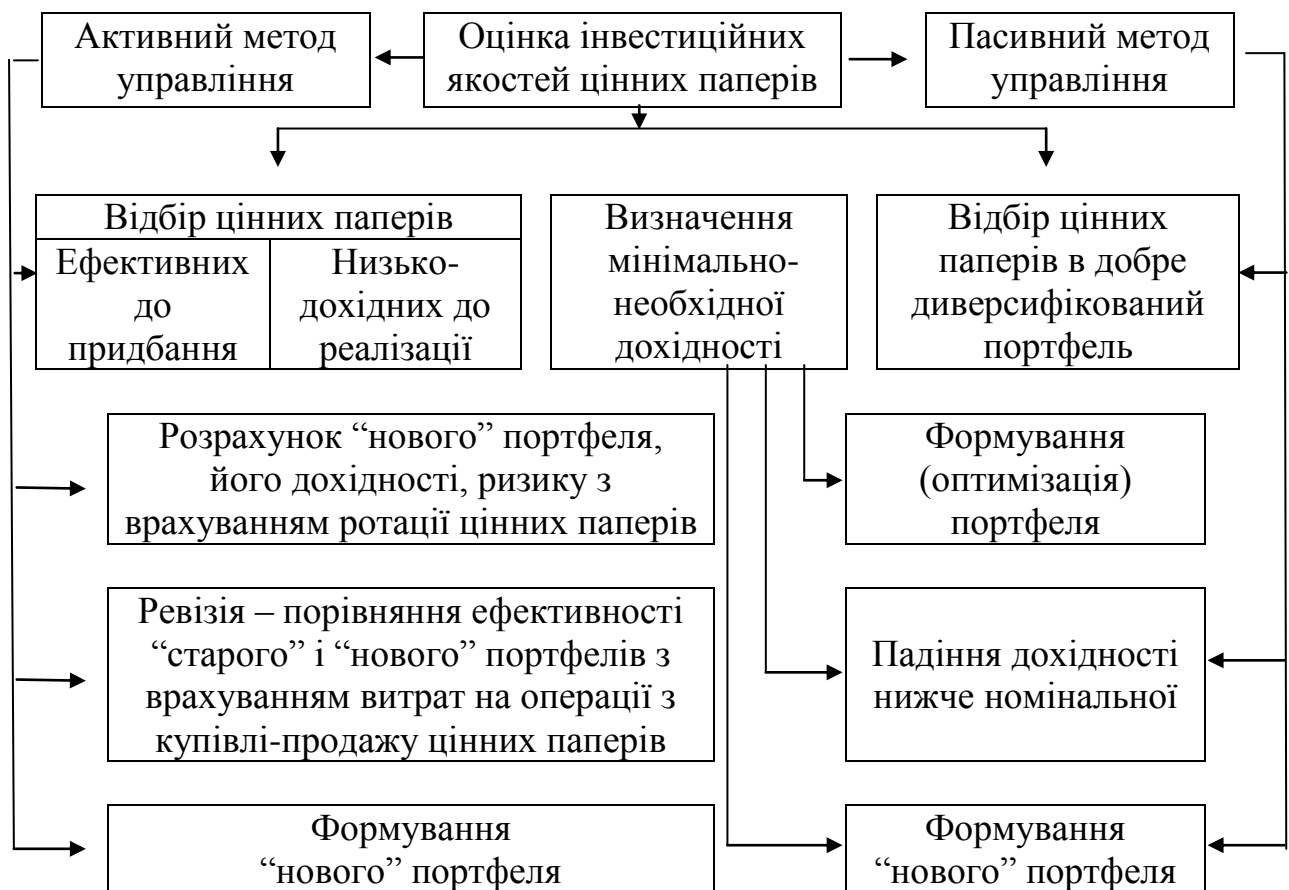


Рис. 1.3. Схема управління портфелями цінних паперів

Український економіст А. Козаченко також радить здійснювати управління портфелями цінних паперів за схемою (рис. 1.4.) [92, с. 45]. Він не

розкриває етапи управління портфелем цінних паперів та оцінки ефективності портфеля, не враховує можливість здійснення купівлі-продажу неефективних фінансових інструментів для підвищення дохідності, ліквідності та зниження рівня ризику за портфелем загалом.

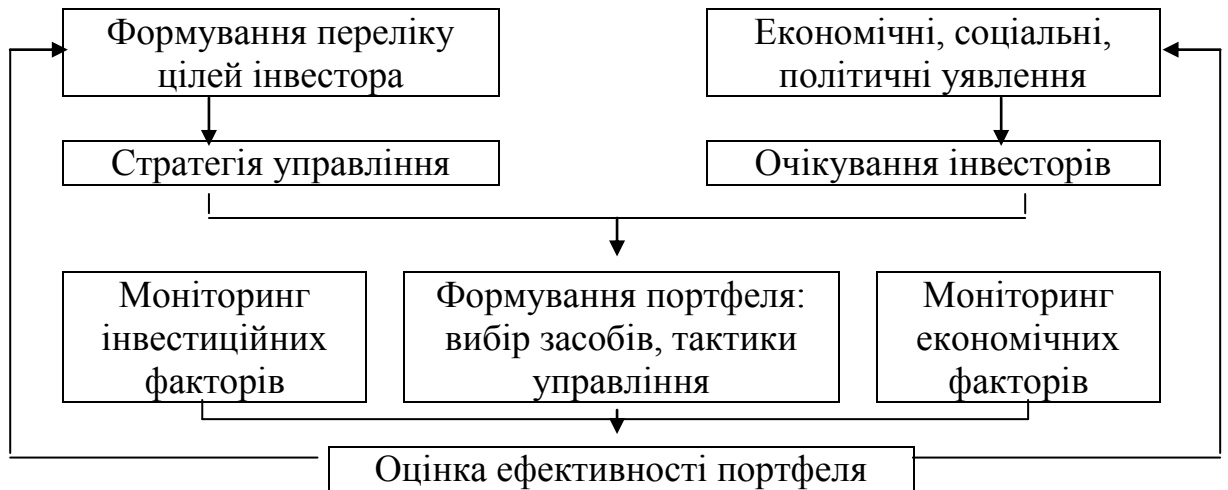


Рис. 1.4. Схема управління портфелями цінних паперів

Інший український науковець – Б. Щукін в управлінні інвестиційною діяльністю виокремлює підготовчий етап, етап реалізації проекту та етап експлуатації об'єкта інвестицій. У свою чергу, останній можна поділити на етап повернення інвестиційних коштів (етап повної окупності інвестованих коштів) та етап отримання економічного ефекту від реалізації проекту. Б.Щукін розробив схему технології управління інвестиційною діяльністю, яка включає в себе не лише інвестиції у цінні папери, а й здійснення капітальних вкладень з метою отримання прибутку після введення об'єкта інвестування в дію (рис. 1.5.) [220, с. 25].

Розглянувши та проаналізувавши погляди вітчизняних та зарубіжних економістів, ми пропонуємо здійснювати інвестиційну діяльність за наступними етапами:



Рис. 1.5. Схема технології управління інвестиційною діяльністю

1. Розроблення інвестиційної політики. Визначаються інвестиційні цілі клієнта та співвідношення очікуваного рівня доходності і ризику;
2. Здійснення фінансового аналізу:
 - аналіз стану ринку та його сегментів:
 - політичний вплив;
 - економічна політика в країні;
 - соціальні фактори;
 - аналіз діяльності підприємств-емітентів цінних паперів:
 - аналіз галузі;
 - аналіз підприємства;
- здійснення оцінки інвестиційних властивостей цінних паперів;
3. Формування інвестиційного портфеля:

- визначення типу інвестиційного портфеля та його вмісту;
- визначення суми грошових коштів для інвестування;
- вибір стратегії управління (активної або пасивної);

4. Управління портфелем:

- періодичний перегляд інвестиційного портфеля з метою виявлення неефективних цінних паперів;
- моніторинг інвестиційних, економічних, політичних та соціальних факторів впливу на портфель цінних паперів для виявлення шляхів підвищення його ефективності;
- здійснення аналізу та продажу неефективних інвестицій;
- здійснення фінансового аналізу з метою купівлі ефективних цінних паперів для заміни ними попередніх;

5. Оцінка ефективності портфеля:

- порівняння запланованих показників доходності, ліквідності і ризику з дійсними;
- виявлення найбільш ефективних цінних паперів для коректування інвестиційного портфеля.

В узагальненому вигляді механізм управління портфелем цінних паперів вітчизняних підприємств відображено на рис. 1.6.

На нашу думку, слід звернути особливу увагу на етап управління портфелем та етап оцінки ефективності портфеля, оскільки більшість інвесторів, сформувавши портфель цінних паперів, ним не управляють, тобто не переглядають ефективність портфеля, не визначають вплив інвестиційних, економічних, політичних та соціальних факторів, не порівнюють запланованих показників з фактичними для виявлення неефективних цінних паперів, тому часто не досягають запланованої мети.

У вітчизняній та зарубіжній науковій літературі не дається чітке теоретично-обґрунтоване визначення економічної категорії „управління портфелем цінних паперів”.

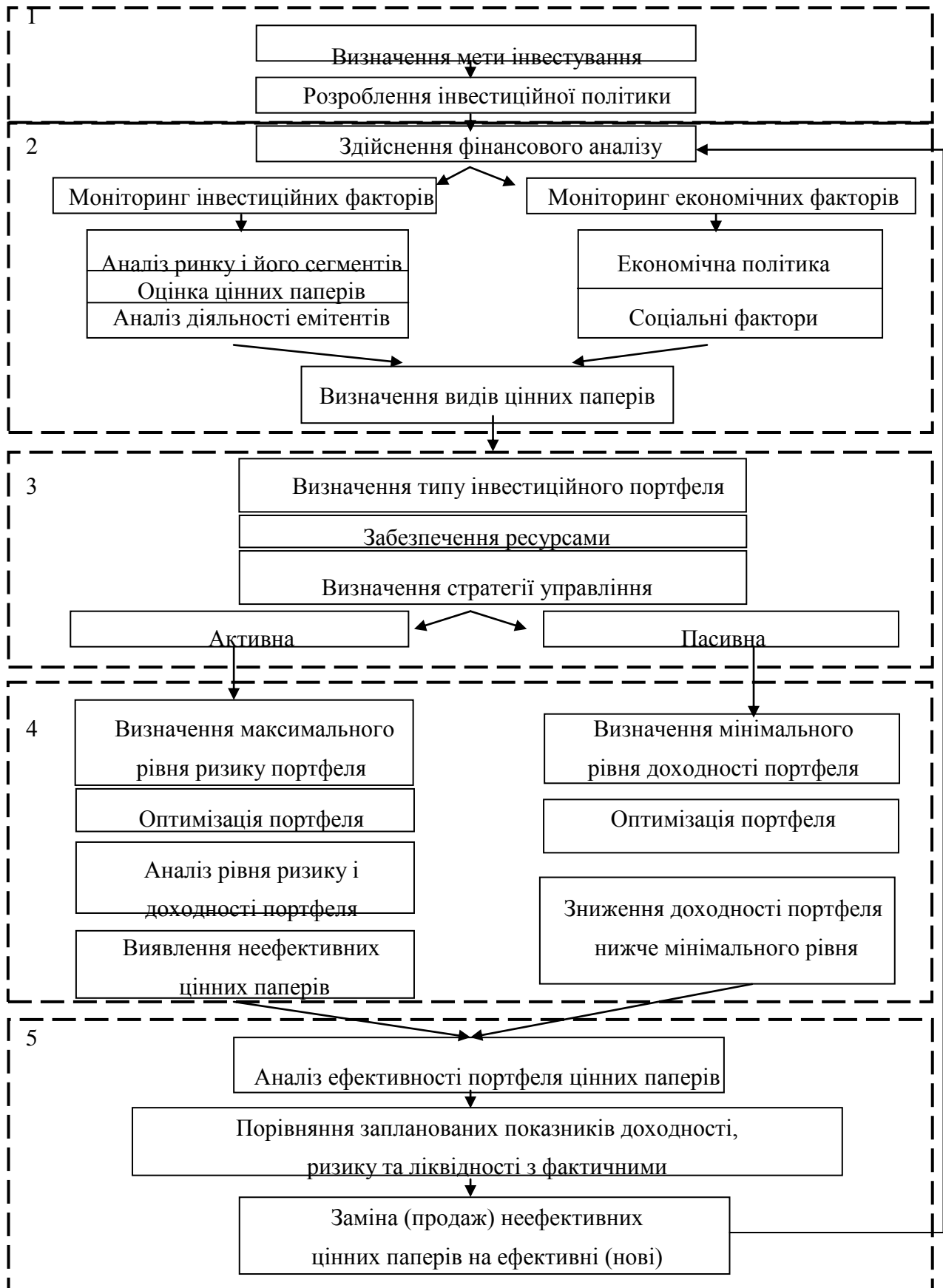


Рис.1.6. Схема етапів управління портфелем цінних паперів

Тому, узагальнивши етапи здійснення цього процесу, ми даємо наступне визначення: управління портфелем цінних паперів – це здійснення комплексу заходів щодо інвестиційної політики, формування, аналізу, моніторингу портфеля цінних паперів з метою отримання доходів у вигляді дивідендів та/або участі в ефективному управлінні підприємствами (з акцій яких сформовано інвестиційний портфель) для максимізації економічного ефекту.

Механізм управління портфелем цінних паперів вітчизняних підприємств та його характеристики будуть предметом розгляду у наступному розділі.

Висновки до 1 розділу

За результатами дослідження, проведеного у першому розділі, ми сформулювали ряд висновків.

1. З юридичної точки зору цінні папери – це документи, що засвідчують факт передачі грошових чи будь-яких інших майнових засобів в борг або дольової участі в бізнесі і дають їх власникові право на отримання певних доходів, а також передачі прав, що випливають з цих документів іншим особам. А з економічної точки зору цінні папери являють собою різні фінансові активи (акції, облігації, грошові документи, фінансові вкладення та ін.), з приводу привласнення яких виникають виробничі відносини між різними економічними суб'єктами, насамперед у сфері обміну.

2. У визначеннях економічних термінів «акція» та «облігація» (як видів цінних паперів) повинен бути врахований як економічний так і юридичний зміст. Критичний аналіз різних поглядів на ці поняття, дослідження їх сутності дозволили нам дійти до наступних висновків.

Облігації, з економічної точки зору слід визначати як вид (форму) фінансового активу, з приводу привласнення якого виникає певна підсистема

виробничих відносин між різними економічними суб'єктами.

З юридичної точки зору облігація – це цінний папір у вигляді боргового зобов'язання, що засвідчує внесення його власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання виплатити йому номінальну вартість цього цінного паперу у визначений в ньому термін з виплатою фіксованого відсотка.

В економічному аспекті акція є формою фінансового активу, з приводу привласнення якого між різними економічними суб'єктами виникає підсистема виробничих відносин.

В юридичному аспекті акція характеризується як цінний папір без встановленого терміну обігу, що засвідчує участь його власника у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому, дає право на отримання певного доходу з прибутку товариства у вигляді дивідендів та на участь в управлінні ним, а також на участь у розподілі майна у разі ліквідації цього товариства.

3. З врахуванням різних точок зору вітчизняних та зарубіжних економістів та з урахуванням значимості (ваги) окремих видів цінних паперів, ми істотно доповнили та привели у відносини субординації та цілісності класифікацію цінних паперів, у тому числі, окремо акцій та облігацій.

4. Проаналізувавши різні точки зору, ми прийшли до такого визначення акціонерного товариства: це форма організації великих, середніх і частини малих підприємств, які створюються на основі добровільної згоди юридичних і фізичних осіб (в тому числі й іноземних) шляхом об'єднання їх вкладів з метою формування статутного фонду (на суму якого випускаються акції однакової номінальної вартості) для здійснення господарської діяльності.

5. Ми запропонували власне трактування категорії «портфель цінних паперів»: це сукупність інструментів фондового ринку, комплексне управління якими здійснює інвестор з метою отримання стабільного доходу та/або участі в управлінні підприємствами певної галузі.

6. Враховуючи вимоги субординації і цілісності, ми представили істотно доповнену класифікацію портфельів цінних паперів: за призначенням та використанням; за методом формування доходу; за методом погашення; за ринком функціонування; за терміном існування; за ліквідністю; за валютним номіналом; за формою існування; за стандартністю (усі критерії класифікації цінних паперів приведені у відносини цілісності і субординації).

7. Ми теоретично обґрунтували, доповнили і вдосконалили визначення економічної категорії “управління портфелем цінних паперів”: це здійснення комплексу заходів щодо інвестиційної політики, формування, аналізу, моніторингу портфеля цінних паперів з метою отримання доходів у вигляді дивідендів та/або участі в ефективному управлінні підприємствами (з акцій яких сформовано інвестиційний портфель) для максимізації економічного ефекту.

8. Удосконалили управління портфелем цінних паперів через конкретизацію функціонального наповнення управлінських етапів які включають в себе: розроблення інвестиційної політики, здійснення фінансового аналізу, формування інвестиційного портфеля, управління портфелем, оцінка ефективності портфеля; та запропонували схему здійснення інвестиційної діяльності підприємством.

РОЗДІЛ 2

ХАРАКТЕРИСТИКА ЕКОНОМІЧНИХ МЕХАНІЗМІВ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ

2.1. Оцінка кількісних та якісних параметрів цінних паперів

У стратегії управління портфелем цінних паперів дуже важливим є виявлення тих механізмів та інструментів, за допомогою яких інвестор зможе досягнути поставленої мети.

Оскільки на ринку цінних паперів головним чином обертаються акції підприємств, то їх оцінка, яка, як правило, базується на аналізі та прогнозуванні інвестиційної привабливості підприємства, відіграє важливу роль у формуванні портфеля цінних паперів. З точки зору інвестора дохід від володіння звичайними акціями може бути отриманий, по-перше, як сума очікуваних дивідендів, а по-друге, від очікуваного продажу акцій за ціною, що перевищує ціну купівлі. Тому оцінювати акції – означає визначити теперішню вартість безкінечного потоку дивідендів, оскільки ціна продажу акцій залежить лише від суми дивідендів [139, с. 316].

З точки зору теоретичного підходу ціна звичайної акції повинна визначатись дисконтуванням всіх доходів, тобто дивідендів, які будуть виплачені за нею [39, с. 125], [29, с. 215], [64, с. 363], [83, с. 113], [97, с. 183], [123, с. 57], [139, с. 316], [191, с. 550].

Купити акцію, а пізніше її продати – така поведінка інвесторів найбільш поширена, оскільки пов'язана з діловим циклом акціонерного товариства (зокрема з життєвим циклом товарів, які виробляє це товариство) та й усієї галузі. Характеристику акцій залежно від галузевої належності підприємства подають українські економісти О. Мендрул та І. Шевчук (Додаток Ж) [129, с. 111].

Якщо інвестор купує акції молодій компанії, щойно створеній, він дуже ризикує, оскільки підприємство може не подолати певних економічних

труднощів і збанкрутувати ще на початку діяльності. Якщо цього не сталося, то рівень дивідендів усе-таки залишається на дуже низькому рівні, оскільки прибуток спрямовується на розвиток підприємства, а не на дивіденди.

У випадку, коли вкладник купує акції компанії, яка належить до галузі, що зростає, то він сподівається отримати дивіденди, які теж зростатимуть. Курсова вартість акцій таких підприємств є невисокою, проте із збільшенням рівня дивідендів вона зростає. Це пов'язане з відкриттям ринків нової продукції або завоюванням уже існуючих за допомогою нових технологій.

Однак через певний час зростання показників розвитку галузі зупиняється і припиняється зростання акціонерного товариства. Це пов'язане з насиченням ринку продукцією цієї галузі. Компанія переходить у етап зрілості. Темпи зростання доходів знижуються і стабілізуються у зв'язку з насиченням ринку. Рівень ризику таких компаній є невисокий, курсова вартість акцій, ліквідність і рівень дивідендів – стабільні і знаходяться на високому рівні. Періодично ці підприємства реалізують нові проекти, які повинні призвести до збільшення доходів, але з часом компанія вичерпує свій потенціал. Це призводить до старіння галузі. Ризикованість інвестування у такі підприємства зростає, а рівень дивідендів та ліквідності – знижується.

З плином часу та розвитком науково-технічної думки потреба у певних товарах відпадає, що призводить до ліквідації підприємств та й цілих галузей. Ліквідність таких підприємств дуже низька, низький рівень прибутку, а тому й низькі рівні дивідендів, а іноді вони взагалі не виплачуються.

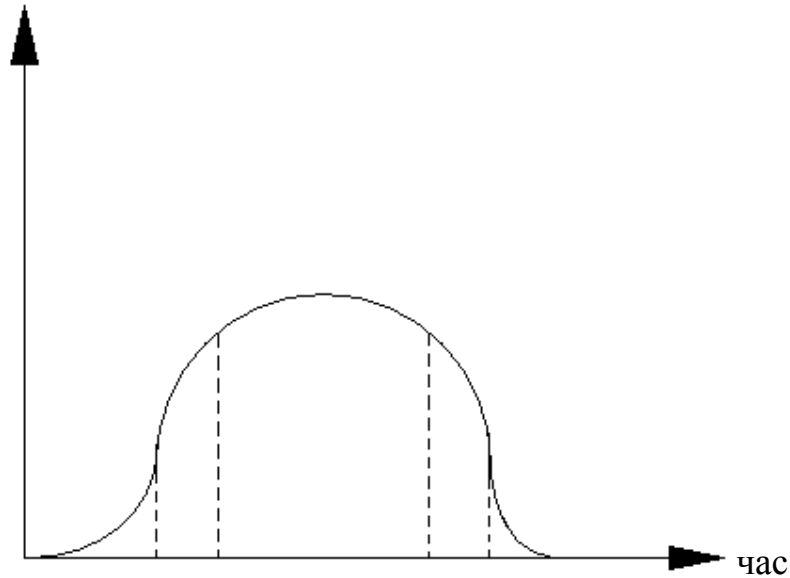
Графічно життєвий цикл підприємств по відношенню до часу функціонування показано на рис. 2.1.

Якщо інвестор орієнтується на життєві цикли компанії (галузі) з метою у майбутньому продати акції, то він може оцінювати її вартість за формулою:

$$P = (P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_n) / n, \quad (2.1)$$

де P_n – ціна акції в кінці періоду n , коли інвестор планує її продати [39, с. 126].

Рівень розвитку



Графік 2.1. Життєвий цикл галузі (підприємства)

Ця формула не розкриває питання прогнозування рівня дивідендів та ціни майбутнього продажу акції.

Найпростіша модель прогнозування дивідендів передбачає, що вони будуть зростати з постійним темпом. Тоді дивіденд для будь-якого року можна розрахувати за формулою:

$$D_{iv} = D_{iv} * (1+g), \quad (2.2)$$

де D_{iv} – дивіденд за попередній рік (тобто уже відомий),

g – темп приросту дивідендів.

Темп приросту дивідендів визначають на основі даних з виплат дивідендів за попередні роки. Найпростіше це зробити за принципом середньої геометричної, тобто взяти відношення дивіденду за останній відомий період до дивіденду за початковий період і визначити корінь степеня, що відповідає кількості періодів, які розглядаються, мінус 1, а саме:

$$g = D_{vi} / D_{v-iv}; \quad (2.3)$$

Зручніше визначити курсову вартість акції за формулою:

$$P = P_i + D_{vi}; \quad (2.4)$$

де D_{vi} – дивіденд майбутнього року, який можна визначити за формулою 2.3.

Але ця формула може використовуватись лише за двох умов, а саме, коли:

- припускають, що дивіденд росте з постійним темпом;
- ставка дисконту (дохідність) вища за темп приросту дивідендів.

Приймаючи рішення купити акцію на визначений період часу, інвестору слід оцінити дохідність від здійснення цієї операції. Дохідність операції з акцією, яка триває декілька років, можна орієнтовно визначити за формулою:

$$r = P_n - P_k + D_{vi}, \quad (2.5)$$

де r – дохідність від операції з акцією;

P_n – ціна продажу акції;

P_k – ціна купівлі акції;

D_{vi} – середній дивіденд за n років (визначається як середнє арифметичне);

n – число років від купівлі до продажу акції. [39, с. 129].

Якщо ж купівля та продаж акції проходить у рамках одного року, то дохідність від цієї операції визначається за формулою:

$$r = P_n - P_k + D_{vi} / t, \quad (2.6)$$

t – кількість календарних днів з моменту купівлі до моменту продажу акції.

Однак у всіх цих формулах не враховано ні податкових платежів, ні комісійних. Витрати за операціями з цінними паперами для фізичних осіб із врахуванням податків становлять приблизно 8,0 % від суми операції, оскільки відсоток за перереєстрацію прав власності коливається у межах 4%, а розмір комісійних за брокерське обслуговування теж знаходиться у межах 4%. Тому, після визначення дохідності операції з акцією слід визначити чистий дохід (R):

$$R = r - k; \quad (2.7)$$

де R – дохід від здійснення операцій з акціями, із врахуванням витрат на брокерське обслуговування, перереєстрацію прав власності та ставки оподаткування;

k – витрати за операціями купівлі-продажу цінних паперів у % / 100%.

$$k = (L+B)*(1+Q/100\%), \quad (2.8)$$

де L – витрати на перереєстрацію прав власності, у % від угоди;

B – витрати на брокерське обслуговування, у % від угоди;

Q – ставка оподаткування.

Існує й інший метод оцінки акцій для формування портфеля цінних паперів, який базується на аналізі та прогнозуванні інвестиційної привабливості підприємства і включає:

а) аналіз ринку підприємства (галузі);

б) аналіз господарської діяльності підприємства;

в) прогнозування майбутньої кон'юнктури ринку і місця підприємства на ньому (у галузі).

Хоча інвестиційна привабливість підприємства є основою аналізу та прогнозування, для оцінки акцій використовують не лише формули, а й суто специфічні методи, зокрема, О. Мендрул та І. Шевчук пропонують застосовувати метод логічної оцінки акцій (рис.2.2.) [129, с. 90].

Як бачимо, на рис. 2.2, в основу методу логічної оцінки акцій вони поклали:

- інвестиційну привабливість ринку підприємства (галузі);
- господарську діяльність підприємства;
- прогноз діяльності підприємства;
- оцінку акцій (пакета акцій).

Інвестиційна привабливість – це відповідність підприємства основній меті інвестора, яка полягає у прибутковості, безпечності, ліквідності інвестицій тощо.

Тому при відборі до портфеля цінних паперів окремих видів облігацій та ощадних сертифікатів слід врахувати наступні основні чинники:

1. Тип інвестиційного портфеля, що формується відповідно до визначеної мети (у порівнянні з акціями облігації й ощадні сертифікати є менш ризикованими інструментами фондового ринку, тому їх можливості у формуванні портфеля цінних паперів агресивного типу суттєво обмежені;

при формуванні середньоризикових і консервативних портфелів відсоток цих інструментів у загальній кількості може бути досить високим; діапазон співвідношення дохідності й ризиків за цими цінними паперами повинен бути, достатнім для прийняття диференційованих інвестиційних рішень відповідно до мети формування портфеля);

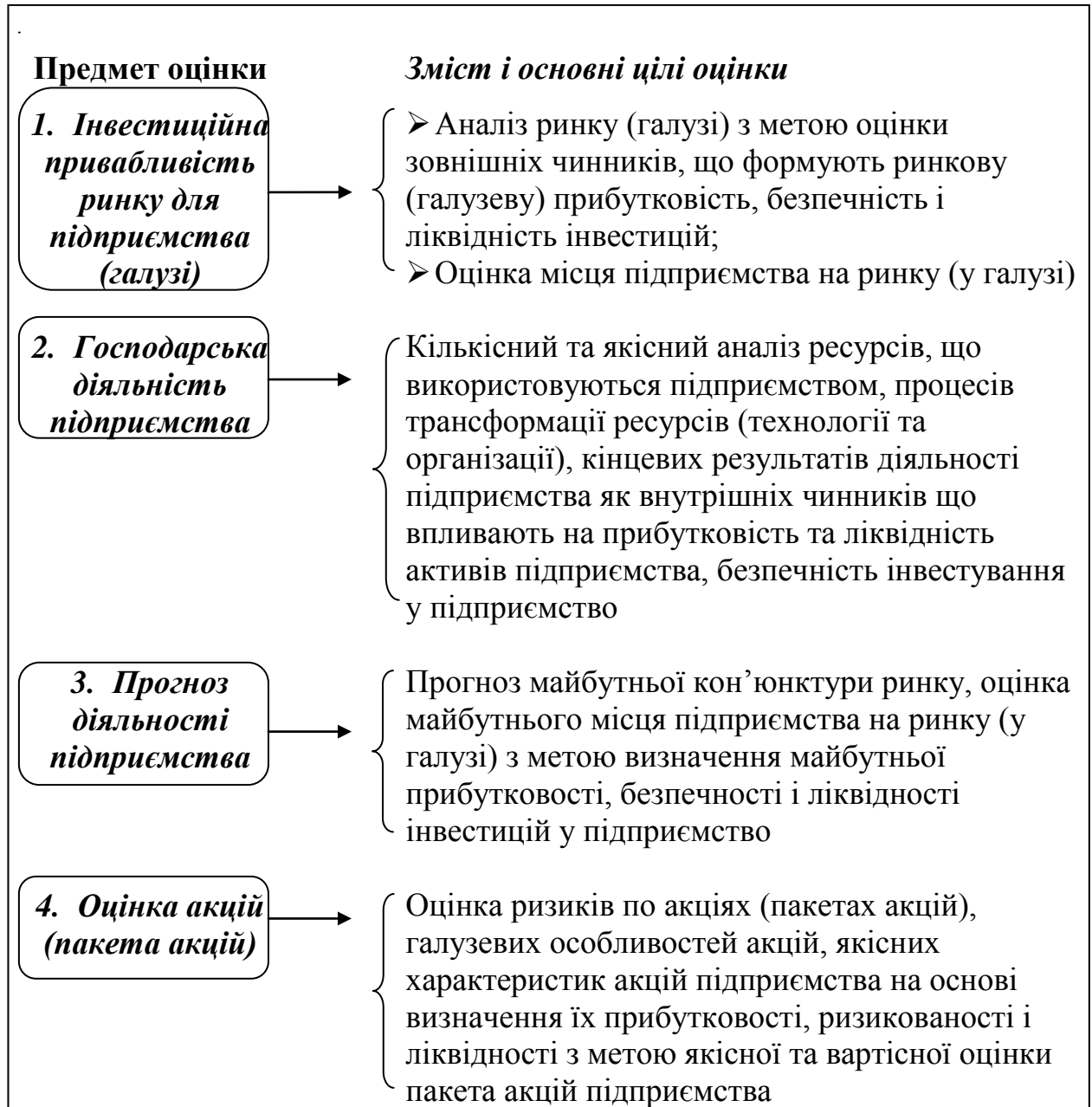


Рис. 2.2. Логіка оцінки акцій

2. Рівень депозитної ставки та її тенденцію (між цими показниками й рівнем дохідності облігацій і ощадних сертифікатів існує зворотний

взаємозв'язок, у зв'язку з цим при формуванні портфеля цих фондових інструментів потрібно бути впевненим у тому, що рівень депозитної ставки за період їх обігу не зросте);

3. Необхідність диверсифікації інструментів портфеля (нині можливості диверсифікації портфеля облігацій в даний час суттєво обмежені, в той час коли за ощадними сертифікатами вони значно ширші, з урахуванням того, що діапазон несистематичних (специфічних) ризиків (ризиків, що усуваються з допомогою диверсифікації) за цим видом фондових активів порівняно невеликий, диверсифікація може бути зведена до формування портфеля з 3–5 різних інструментів, підібраних відповідно до цілей інвестування);

4. Необхідність забезпечення високої ліквідності портфеля (управління ліквідністю портфеля, з цього виду активів, полегшується чітко визначеним періодом їх обігу з наступним погашенням; у зв'язку з цим найпростішим варіантом забезпечення високої ліквідності портфеля є формування за рахунок переважно короткострокових облігацій і ощадних сертифікатів; за необхідності забезпечення додаткових гарантій ліквідності перевага повинна надаватись ощадним сертифікатам, які емітент повинен викуповувати у будь-який час, з утратою певного доходу для інвестора);

5. Рівень оподаткування доходів за окремими фондовими активами (на відміну від акцій, для яких ставка оподаткування доходів є незмінною, для облігацій деяких видів, зокрема державних, можуть встановлюватись певні податкові пільги; наявність таких пільг може бути достатнім додатковим стимулом для включення окремих фондових інструментів у склад портфеля, що формується (див. рис. 2.3).

Сформований з врахуванням названих чинників портфель цінних паперів потрібно оцінити загалом за критеріями дохідності, ризику й ліквідності, щоб упевнитися в тому, що він за своїми параметрами відповідає тому типові портфеля, який визначено за метою його формування. За необхідності підсилення портфеля за окремими критеріями для успішного

досягнення визначеної мети, в нього вносяться необхідні корективи.



Рис. 2.3. Основні фактори, що враховуються при формуванні портфеля облігацій і ощадних сертифікатів

Деякі компанії та фірми, що спеціалізуються на інвестиційних операціях на фондовому ринку, практикують формування двох типів портфельів цінних паперів консервативного й агресивного типу у єдиному інвестиційному портфелі.

Формуючи портфель цінних паперів з облігацій, слід провести повний аналіз діяльності підприємства (галузі), у тому разі, коли це облігації підприємств, та само, як при запропонованому нами формуванні портфеля цінних паперів з акцій. Єдиною відмінністю в цьому аналізі є те, що рівень дивідендів не змінюється, оскільки він зумовлений особливістю цього виду цінних паперів.

Проаналізувавши діяльність галузі загалом та окремих підприємств зокрема, можна визначити, в яке підприємство галузі слід вкладати інвестиційні ресурси.

Наступним кроком у формуванні портфеля цінних паперів є оцінка

інвестиційної привабливості облігації. При визначенні дохідності облігацій слід брати до уваги три її головні показники:

1. Купонну ставку дохідності (відсоткову ставку, вказану на купоні до облігації);

2. Поточну норму дохідності (відношення величини доходу за облігацією, що визначається множенням купонної ставки на номінальну вартість облігації, до ціни придбання облігації);

3. Внутрішню (повну) норму дохідності (цей показник оцінює дохідність від повного використання облігації, зокрема отримання відсотків, їх інвестування і погашення номіналу).

Орієнтиром прибутковості облігації і сертифікатів, як і дольових паперів, служить номінальна ціна.

Як правило, боргові папери випускаються з високою номінальною ціною і цим відрізняються від акцій, номінал яких емітент встановлює, розраховуючи, що його придбає масовий інвестор. Випуск боргових паперів орієнтований або на багатих індивідуальних інвесторів, або на інституційних інвесторів. У США найбільш поширені облігації з номіналом 1000 доларів, це приблизно в 30 разів вище середньої вартості акцій на Нью-Йоркській фондовій біржі. Особи з відносно невисокими доходами можуть придбати облігації через інвестиційні фонди, що поєднують кошти дрібних вкладників.

Дохід за короткостроковими борговими паперами виплачується у формі дисконту (одноразово при погашенні), а також купонних виплат (відсотків) з визначеною періодичністю (квартал, півріччя) або одноразово при погашенні.

Доходи за облігаціями представлені усіма видами виплат; за сертифікатами - разовими виплатами при погашенні (дисконтом чи відсотками). Для інвестора, що продав борговий папір до дати його погашення, дохід становить різницю курсової ціни продажу і ціни придбання. Підприємець, що купив папір, має прибуток у вигляді дисконту чи відсотків і позитивну (негативну) різницю ціни погашення (номіналу) і

курсової ціни купівлі. З погляду оцінки коректності угоди купівлі-продажу покупцеві необхідно визначити орієнтовану курсову ціну облігації шляхом математичного дисконтування нарощеної вартості папера.

У додатку Д подана система показників, що визначають прибутковість інвестування в короткострокові боргові папери.

Середньо- і довгострокові боргові папери мають однакову методологію обчислення прибутковості, тому надалі будемо називати їх довгостроковими, маючи на увазі термін обігу від 1 до 30 років. У той же час варто диференціювати методи оцінки рентабельності фінансових вкладів у довгострокові облігації.

Поточний дохід за довгостроковими облігаціями виплачується, як правило, відповідно до купонної ставки, оголошеної в умовах випуску.

Різноманітність форм виплати доходу породжує різні варіанти його обчислення:

- виплату доходу за неповний період нарахування за фіксованою ставкою;
- виплату доходу за рік за фіксованою ставкою;
- виплату доходу за півріччями;
- виплату доходу за кварталами;
- виплату доходу одночасно при погашенні за повне число років за простою ставкою;
- виплату доходу одночасно при погашенні за термін займу за простою ставкою;
- виплату доходу одночасно при погашенні товарним номіналом.

Поточна прибутковість, найважливіша для інвестора, визначається зіставленням купонного доходу й інвестованого капіталу.

Купонний дохід – не єдиний чинник, що визначає прибутковість інвестування в довгострокові боргові папери. Інший чинник – приріст (збиток) капіталу протягом терміну позики, визначається як різниця між

ціною погашення (номіналом) і ціною придбання паперу.

У цьому випадку прибутковість облігації вища, від вказаної на купоні. При купівлі облігації за ціною з премією власник, погашаючи папір, отримає збиток. Прибутковість облігації з премією нижча, від вказаної на купоні.

Коли облігація купується за номінальною ціною, інвестор не має приросту чи збитку капіталу. Облігація, куплена за номіналом, має прибутковість, яка дорівнює купонній.

Додатковий дохід (збиток) у вигляді приросту капіталу виникає у наступних випадках:

1. В умовах позики передбачена можливість «проміжного погашення» за фіксованою ціною викупу через визначену кількість днів після придбання облігації. Інвестор купує облігацію за ціною, меншою від номіналу, і може достроково продати папір банкові за ціною, фіксованою протягом визначеного тижня року і відомою за 13 місяців до настання такого «особливого» тижня. Ціна викупу також є меншою від номіналу, але вищою за ціну придбання, що збільшує дохід інвестора за рахунок приросту капіталу.

2. В умовах позики передбачене погашення за номінальною ціною, а розміщення – за ціною, що складається в ході торгів або встановлена емітентом.

Ринкові облігації можна придбати на вторинному ринку за курсовою ціною, яка розраховується шляхом математичного дисконтування за процентною ставкою, що діє на момент дисконтування, з врахуванням можливого реінвестування купонного доходу.

3. Якщо на дату дисконтування на ринку присутні боргові папери з більшою купонною ставкою, цінність папера, що продається, знижується і курс падає. При падінні ставок рентабельність інвестицій в облігацію, а заодно і ринкова ціна, зростають.

Залежно від кон'юнктури ринку облігацій на дату дисконтування інвестор може придбати папір за ціною меншого номіналу, що забезпечує

приріст капіталу при погашенні, або за ціною з премією, що дає збиток капіталу по закінченні терміну позики.

4. Коли облігації можна перепродати за ціною, що перевищує інвестований капітал.

5. Облігації (валютні), емітовані в рахунок погашення внутрішнього боргу, розміщуються і погашаються за номіналом. Ці папери підприємством-власником відображаються в обліку за номіналом і перераховуються в гривні, як і інші валютні засоби, що перебувають в розпорядженні підприємства. Зі зростанням курсу іноземної валюти ці суми теж зростають, забезпечуючи, крім купонного, додатковий дохід у вигляді курсової різниці долара на дату погашення і придбання паперу.

Аналіз поданої методики розрахунку сукупного доходу дозволяє нам зробити наступні висновки:

1. Якщо облігація куплена з премією, щорічний збиток капіталу зменшує сукупну прибутковість облігації в міру наближення до дати погашення позики;

2. Якщо облігація куплена з дисконтом, то щорічне збільшення капіталу збільшує сукупну прибутковість у міру наближення до дати погашення позики;

3. Якщо облігація куплена за номіналом, сукупна прибутковість залишається постійною протягом усього терміну позики.

Точні цифри прибутковості облігацій протягом терміну їхнього обігу можна одержати із застосуванням комп'ютера чи книги доходів, розроблених для обліку подорожчання капіталу протягом терміну позики, якщо цінні папери куплені з дисконтом. Книга доходів («Таблиця вартості облігацій») широко використовувалася дилерами до середини 70-х років, коли прибутковість облігацій не перевищувала 10%. Нині фахівці ринку цінних паперів застосовують спеціальні комп'ютери, тому що книга доходів не відображає прибутковість понад 10 відсотків.

Деякі випуски облігацій розміщаються з умовою, що власник зможе

погасити їх достроково. Дострокове погашення означає або виплату премії понад номінал, або позичальнику дозволяється виплатити борг за номіналом достроково чи після визначеної дати. Якщо облігація котирується за ціною, що перевищує номінал, то перша дата повернення береться за дату погашення. Якщо ціна облігації є нижчою від номіналу або ціни погашення, то вона не буде оплачена достроково. Таким чином, збиток на облігацію з премією розкладається на менше число років і виявляється пропорційно вагомим з кожним роком, ніж за умови коли б він розкладався на більшу кількість років. Прибуток на облігацію з дисконтом розподіляється на більшу кількість років і виявляється пропорційно меншою добавкою до купона, ніж тоді, коли б він розкладався на менше число років.

Деякі інституційні інвестори, купуючи облігації, застосовують амортизаційні таблиці. У них показано, наскільки варто щорічно збільшувати ціну, якщо облігації куплені з дисконтом, або зменшувати ціну, якщо облігації придбані з премією, щоб щороку набігав необхідний дохід і інвестиції досягали книжкової вартості за номіналом до моменту погашення.

Чиста прибутковість за довгостроковими облігаціями визначається з урахуванням оподаткування доходів, тому слід зазначити, що при інвестуванні коштів у цінні папери з валютним номіналом варто враховувати податок на прибуток, отримуваний юридичними особами у вигляді курсової різниці номіналу паперу на дату погашення і придбання.

Якщо до ціни погашення облігації додати купонні виплати протягом усього терміну позики, отримаємо нарощену вартість облігації, тобто суму позики і винагороди кредиторам. Фактично це та сума, у яку емітенту обходиться борг перед інвесторами.

І для інвестора, і для емітента важливим питанням є розмір купонних виплат за облігаціями. При його вирішенні потрібно керуватися основним правилом інвестування: вкладення грошей в облігацію повинно забезпечувати такий же дохід, що і розміщення капіталу в банку.

Оцінка кількісних та якісних параметрів цінних паперів в загальній

характеристиці економічних механізмів управління портфелем відіграє роль своєрідного інструмента забезпечення його надійності. Ці обставини обумовлюють необхідність вивчення характеристик ступеня ризику управління портфелями цінних паперів.

2.2. Характеристика ступеня ризику управління портфелем цінних паперів

Окрім методик оцінки кількісних та якісних параметрів цінних паперів інвестор повинен враховувати й інші критерії впливу на формування портфеля, які можуть попереджувати ризик.

Дослідження практики українського і зарубіжного фондового ринку дозволили нам визначити залежність ефективності диверсифікації від кількості активів в інвестиційному портфелі (див. рис. 2.4).

Як видно з рисунка, при незначній кількості цінних паперів в інвестиційному портфелі ефективність диверсифікованості невелика, тому що велика імовірність того, що буде змінена ціна саме тих паперів, з яких сформовано портфель. Значна кількість цінних паперів не дозволить інвестору збільшити ефективність диверсифікації, оскільки, як уже було зазначено вище, всебічний аналіз всіх активів, що входять у портфель, неможливий. Визначення «золотої середини» дозволить інвестору одержати найбільший ефект від диверсифікації і знизить ризики.

Дослідження і розробка різних варіантів диверсифікації дозволить інвесторам зменшити рівень ризику інвестування. Тому звертаємо увагу на те, що у портфелі можуть знаходитись активи різних груп, класів і категорій ризику. Змінюючи їхнє співвідношення, можна віддавати пріоритет тій або іншій меті. Диверсифікувати інвестиції можна за галузями економіки, регіонами, валютами. Західна практика показує, що для великого портфеля досить мати 15–20 різних типів цінних паперів, емітенти яких не пов'язані

єдиним технологічним циклом ні іншими схожими обставинами що дасть змогу мінімізувати загрозу ризику.

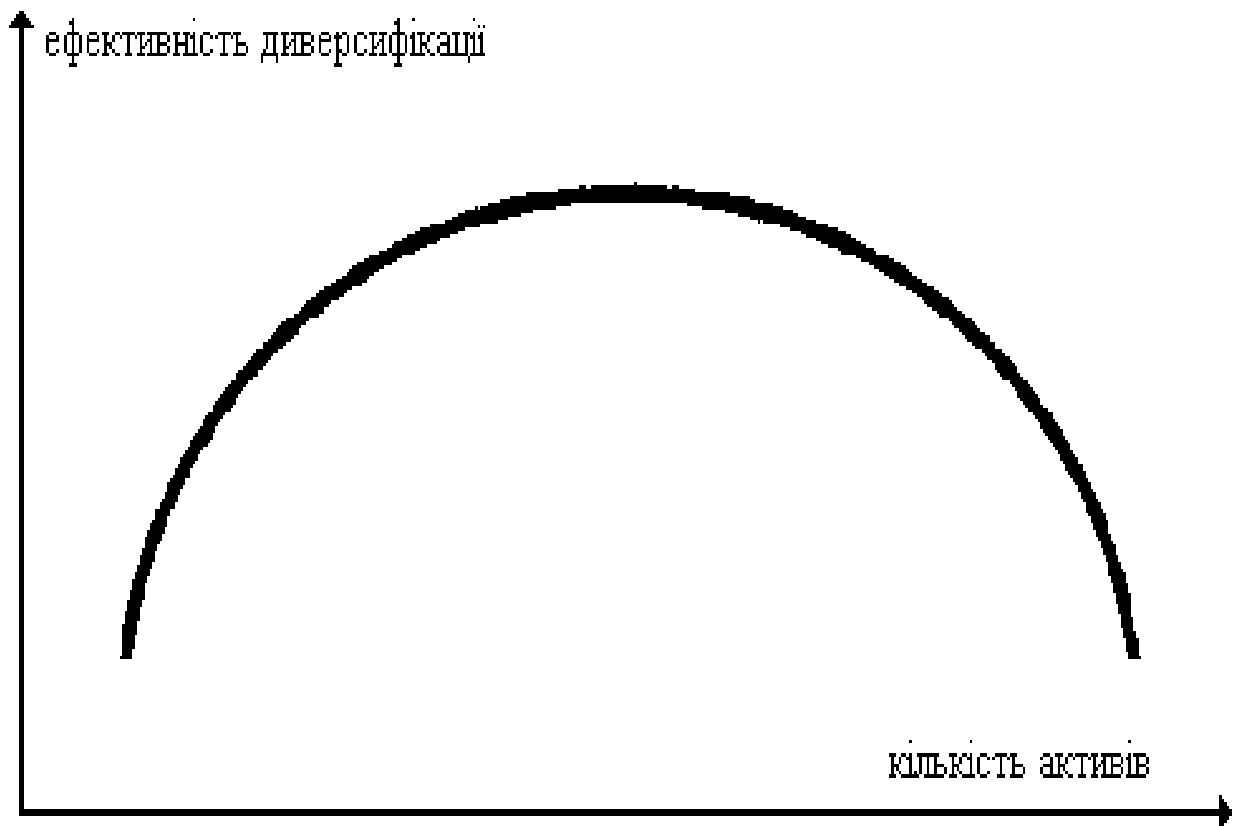


Рис. 2.4. Залежність ефективності диверсифікації від кількості активів в інвестиційному портфелі

Українська специфіка диктує свої умови. З метою захисту від ризику й одержання стабільного доходу, а також беручи до уваги ліквідність цінних паперів, інвестор може прийняти рішення сформувати свій інвестиційний портфель з державних облігацій.

Наповненість ринку цінних паперів, у результаті приватизації державної власності і переходу держави до фінансування дефіциту бюджету шляхом випуску державних цінних паперів, надає всім суб'єктам фінансового ринку досить широкий вибір об'єктів для інвестування. Надалі, з розвитком фондового ринку, можливості для диверсифікації інвестиційних портфелів збільшаться.

Тому, зайва диверсифікованість може призвести до таких негативних

результатів, як:

- неможливість якісного управління портфелем;
- збільшення витрат, пов'язаних з пошуком цінних паперів для інвестування і наступного моніторингу фондового ринку;
- високі витрати на купівлю невеликих партій цінних паперів.

Витрати на управління диверсифікованим портфелем не дадуть очікуваного результату, оскільки невідомо, чи дохідність зростатиме темпами більшими, аніж зростатимуть витрати у зв'язку з надмірною диверсифікацією.

Будь-які інвестиційні рішення пов'язані з прийманням інвестором інвестиційних ризиків певної величини. Очікування втрат, порівняння їхньої ймовірності з очікуваною вигодою становлять основу інвестиційних рішень. Розглянемо цю проблему докладніше.

Ринок цінних паперів – один з найважливіших механізмів залучення інвестицій в економіку, могутній інструмент переливу вільного капіталу. Він надає потенційним інвесторам широкі можливості для розміщення наявних у них вільних коштів. Інвестор вкладає свої вільні засоби в цінні папери, розраховуючи на одержання якогось доходу. Але дохід (абсолютна величина) чи прибутковість (відносна величина, обумовлена відношенням отриманого доходу до вкладеного капіталу) – не єдиний фактор, який цікавить інвестора, інакше весь капітал був би вкладений у папери з більш високим рівнем прибутковості. На практиці цього не відбувається, тому що інвестора також хвилюють гарантії одержання запланованого доходу. Тому іншою, не менш важливою ніж прибутковість, характеристикою будь-якого цінного паперу є оцінка ризику. Ця оцінка визначається імовірністю відхилення величини доходу від певного очікуваного результату. Практикою фондового ринку давно встановлено – чим вищий обіцяний дохід цінного паперу, тим більші і ризики, пов'язані з вкладенням коштів у цей папір.

Ризик портфеля – це можливість (а точніше, ступінь можливості), що у майбутньому настануть обставини, за яких інвестор понесе фінансові втрати.

Ризики в інвестиційній діяльності – це ризики зниження прибутковості, прямих фінансових втрат або втрата вигоди, що виникають в інвестиційних операціях у зв'язку з високим ступенем невизначеності їхніх результатів, із впливом на них безлічі випадкових факторів, можливою неефективністю виробництва або фінансового менеджменту. При здійсненні портфельних операцій необхідно максимально зменшити ризики, що виникають у зв'язку з портфельними інвестиціями. Існує безліч цінних паперів, і кожен має свій ступінь ризику.

Ризики при операціях з цінними паперами мають найрізноманітніші причини. Усі ризики можна поділити на дві групи: 1) систематичний ризик, (пов'язаний із загальноекономічною і політичною ситуацією в країні, зі станом справ на ринку цінних паперів загалом); 2) несистематичний ризик – (пов'язаний з фінансовим станом конкретного емітента). У свою чергу, як систематичний, так і несистематичний ризики можна поділити на кілька окремих видів (див. рис. 2.5.).

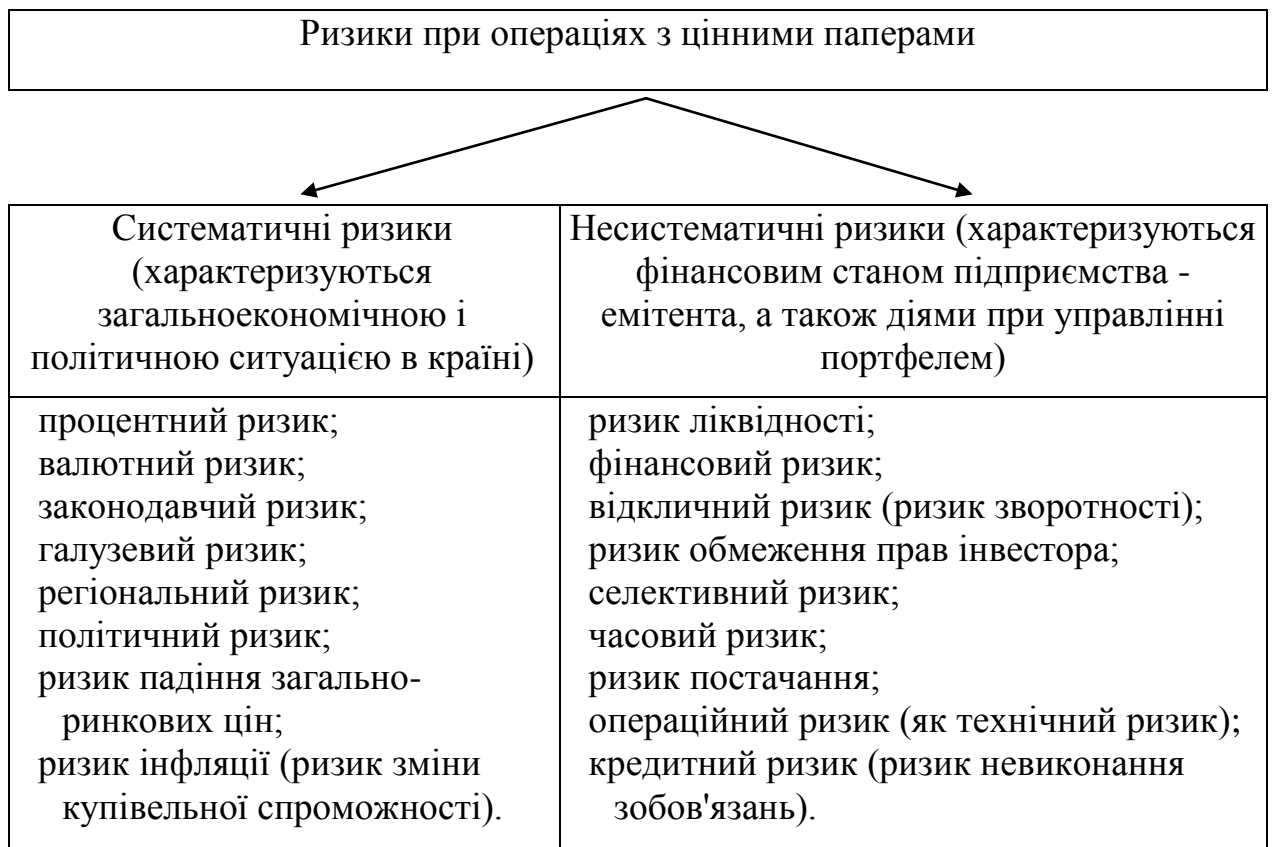


Рис. 2.5. Види ризиків при операціях з цінними паперами

Систематичний ризик – це ризик падіння ринку цінних паперів загалом. Він не пов'язаний з конкретним цінним папером, не підлягає диверсифікації і зниженню. Цей ризик являє собою загальний ризик який поширюється на всі вкладення в цінні папери, і полягає в тому, що інвестор не зможе їх повернути, не зазнавши втрат.

Аналіз системного ризику зводиться до оцінки того, чи варто взагалі мати справу з портфелем цінних паперів, чи не краще вкласти засоби в інші форми активів (прямі грошові інвестиції, нерухомість, валюту).

Несистематичний ризик – це поняття, що поєднує усі види ризиків, пов'язаних з конкретним цінним папером. Несистематичний ризик придатний до диверсифікації і знижування, зокрема, інвестор може знижувати цей ризик на основі вибору того цінного папера (за видом, емітентом, умовами випуску тощо), що забезпечує прийнятний ступінь цього виду ризику, який визначається інвестиційною якістю цінного папера.

Систематичний ризик містить різні види ризиків. Розглянемо їх.

- Процентний ризик – це ризик зміни процентної ставки, що полягає в тому, що зростання відсотка за кредит на ринку знижує вартість наявних боргових зобов'язань і, навпаки – зниження ставки відсотка підвищує вартість наявних зобов'язань, але унеможливорює розміщення отриманих доходів за колишньою високою ставкою. При зміні процентних ставок змінюються і ціни на цінні папери. Крім того, ціни на довгострокові цінні папери більш чутливіші до змін процентних ставок, у порівнянні з цінами на короткотермінові цінні папери. Ризик викликає небезпеку потенційних коливань у доходах, внаслідок зміни рівня процентних ставок. Цей ризик характерний насамперед для облігацій і виникає через те, що ринкова вартість облігацій змінюється в протилежному напрямку від зміни процентної ставки. Різні облігації по-різному реагують на зміну процентної ставки, однак встановлено, що цінні папери тим більше піддані цьому ризику, чим більший період часу залишається до їх погашення або чим менша їхня купонна ставка.

- Ризик інфляції (ризик зміни купівельної спроможності) – пов'язаний із загрозою знецінення отриманих доходів (зниження реальної вартості отриманих доходів). Таким чином, знецінення грошових сум, вкладених у цінні папери, не покривається доходами, одержуваними від останніх.

- Валютний ризик – це ризик зазнати збитків у випадку зміни валютних курсів при інвестуванні капіталу в папери, виражені в іноземній валюті.

- Законодавчий ризик – це ризик змін законодавства, наприклад, з питань оподаткування чи з питань обігу (при первинному придбанні може виникнути ситуація, коли емісію визнають недійсною).

- Політичний ризик викликає загострення політичної ситуації в країні і, як наслідок, переведення гривневих активів у валютні. Це ризик фінансових втрат у зв'язку зі зміною політичної системи, розміщення політичних сил у суспільстві, політичною нестабільністю тощо.

- Галузевий ризик – це ризик, пов'язаний зі специфікою окремих галузей. За цим видом ризику галузі можна розділити на ті, що залежать від циклічних коливань (виробництво конструкційних матеріалів, устаткування і тощо) і ті, що мало залежать від циклічних коливань (виробництво для населення товарів і продовольства). Галузеві ризики знаходять свій вияв у змінах інвестиційної якості і курсової вартості цінних паперів та певних втратах інвесторів залежно від типу галузі.

- Регіональний ризик є ризиком втрат у зв'язку з занепадом господарства регіону. Він особливо властивий монопродуктовим районам. В українській економіці високі рівні регіональних ризиків пов'язані з нестабільним станом господарства багатьох районів (де переважною більшістю є підприємства важкої індустрії, особливо чуттєвої до кризи, легкої промисловості – при нерегульованому імпорті та ін.).

До групи несистемних ризиків теж належать різні види ризиків.

- Ризик ліквідності пов'язаний з можливістю чи неможливістю швидко продати наявні папери з найменшими втратами. Цінні папери, які можна продати у великих кількостях за ціною, близькою до тієї, що котується на ринку, розглядаються як високоліквідні. Цей ризик залежить від характеристик цінних паперів.

- Фінансовий ризик – це ризик понесення збитків у зв'язку з нерентабельністю або банкрутством підприємства – емітента.

- Ризик зворотності належить до тих зобов'язань, за якими передбачена можливість відкликання цінних паперів у випадку, якщо рівень виплачуваного за ними відсотка перевищить ринковий. Зворотність можна визначити як здатність емітента відкликати (погасити) цінні папери до закінчення терміну їхньої дії. Проводячи операцію відкликання цінного паперу, емітент змушує інвестора обміняти його на гроші.

- Кредитний ризик (ризик невиконання зобов'язань) полягає в тому, що емітент цінних паперів не зможе виплатити відсотки або повернути борг у визначений термін. На корпоративні і муніципальні цінні папери більше поширюється ризик невиконання зобов'язань.

- Ризик обмеження прав інвестора особливо актуальний для України. Багато іноземних компаній і банки відмовляються вкладати в українську економіку кошти через небезпеку недопущення до управління і контролю на підприємствах.

Одним з факторів, що впливає на рівень прибутковості цінних паперів є ліквідність, хоча вкладення в цінні папери означає, що гроші вкладаються на якийсь (іноді досить значний) час. Через непередбачені обставини інвестору несподівано можуть знадобитися гроші, і він спробує реалізувати цінні папери до закінчення терміну їхньої дії. У цьому випадку важливим фактором для інвестора є можливість перетворити цінні папери в гроші, тобто ліквідність цінних паперів.

Відзначимо залежність рівня ліквідності від різних системних ризиків. Так, наприклад, за політичної нестабільності і бажання інвесторів вивести

засоби з ринку відбувається обвал цін, що спричиняє зниження ліквідності.

Серед цінних паперів з фіксованим доходом найбільш ліквідними є державні. Муніципальні облігації й облігації акціонерних товариств мають обмежений вторинний ринок.

Якщо акції великих компаній (що мають високий рейтинг) є досить ліквідними фінансовими інструментами, то акції невеликих компаній можуть мати надзвичайно обмежений вторинний ринок.

Деякі дослідники пропонують розглядати галузеві і регіональні ризики як несистематичні. Ми ж вважаємо, що це неправильно і рекомендуємо відносити ці ризики до систематичних, тому що ризик у галузі чи регіоні породжує систематичну залежність.

Ми також висловлюємо думку, що політичний ризик і ризик обмеження прав інвестора є суміжними, тому насамперед потрібно проводити їх аналіз.

Проаналізувавши сказане вище, перейдемо до імовірності виникнення інших ризиків.

Несистематичний ризик, який, як правило, пов'язаний з конкретним емітентом, можна знизити за рахунок диверсифікованості, тобто розподілу вкладів між паперами різних емітентів з урахуванням того, що можливі збитки за одними паперами компенсуються доходами за іншими. Диверсифікованість, про яку ми говорили в попередньому параграфі, – це одне з головних правил розміщення капіталу, один з основних методів страхування очікуваного прибутку і самого інвестованого капіталу. Саме диверсифікованість, тобто максимально можливе взаємопогашення ризиків з метою забезпечення надійності внеску й одержання найбільшого гарантованого прибутку, є метою формування портфеля цінних паперів.

Зі зниженням ризиків, що несе цінний папір, зростає його ліквідність і падає прибутковість. Графічно це зображено на рис. 2.6.

До несистематичних ризиків можна також віднести селективний, часовий, операційний ризики та ризик постачання.

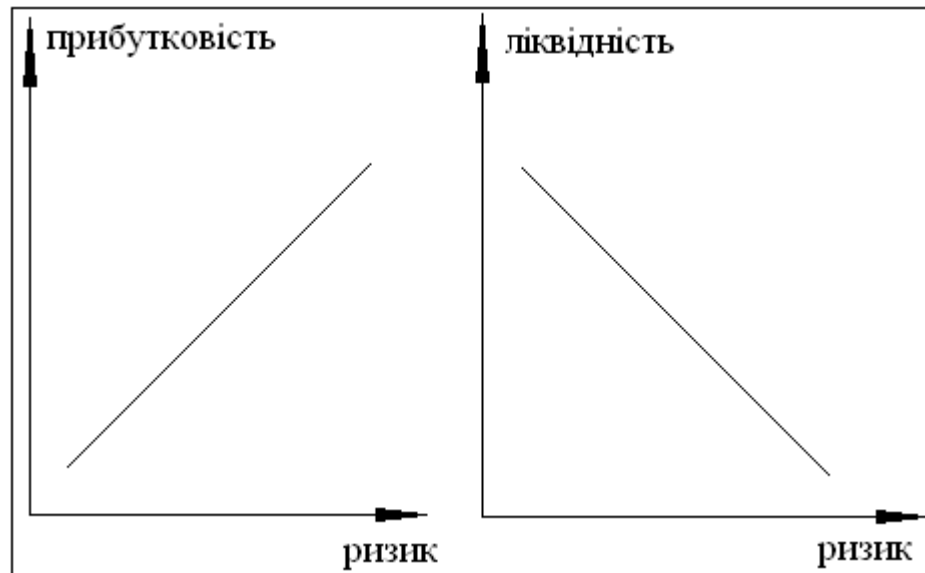


Рис. 2.6. Залежність ліквідності і прибутковості цінних паперів від ризику.

Селективний ризик – це ризик неправильного вибору цінних паперів для інвестування в порівнянні з іншими видами цінних паперів при формуванні портфеля. Загалом цей ризик пов'язаний з неправильною оцінкою інвестиційних якостей конкретного цінного папера.

Часовий ризик – ризик купівлі чи продажу цінного папера в невідповідний час, що неминуче спричиняє втрати для інвестора. Наприклад, випуск цінного папера відбувся тоді, коли ринок насичений схожими фінансовими продуктами. Часовий ризик знаходить свій вияв також у ризику, пов'язаному із сезонними коливаннями курсів (цінні папери торговельних, сільськогосподарських та інших сезонних підприємств), циклічними коливаннями (рух курсів цінних паперів у різних фазах макроекономічних відтворювальних циклів).

При проведенні ф'ючерсних операцій може відбутися ризик постачання. Це ризик невиконання зобов'язань своєчасного постачання цінних паперів, які є в продавця. Особливо великий цей ризик при проведенні спекулятивних операцій з цінними паперами, в основі яких короткі продажі (продавець реалізує цінний папір, якого у нього ще немає і який він тільки збирається придбати до моменту постачання). Цей ризик

може реалізовуватися і з технічних причин (недосконалість депозитарної та клірингової мережі).

Операційний ризик – це ризик втрат, що виникає в зв'язку зі збоями в роботі комп'ютерних систем з обробки інформації, пов'язаної з цінними паперами, низькою якістю роботи технічного персоналу, недотриманням технології операцій з цінними паперами. Будь-який збій у цій системі може спричинити недоотримання інформації про торги, а отже, при визначеній кон'юнктурі недоотримання прибутку (у кращому разі) або прями збитки.

Є й багато інших видів ризиків в операціях з цінними паперами. В Україні усі вони мають місце і породжуються економічною і політичною нестабільністю. Високий ступінь ризику не тільки перешкоджає розвитку ринку цінних паперів, а й створює несприятливі умови для збереження грошових нагромаджень населення і підприємств.

На нашу думку, інвестор повинен зважати на сказане вище; він зобов'язаний проводити оцінку ризику своїх інвестицій у цінні папери. Оцінка робиться при плануванні і контролі інвестиційного портфеля. Для цього інвестор може використовувати як зовнішній рейтинг цінних паперів, так і давати оцінку ризику за допомогою свого аналітичного підрозділу, що використовує для цієї мети інформаційну інфраструктуру ринку.

Схожа інфраструктура забезпечує інформаційне розкриття ринку. Однакова доступність інформації для інвесторів створює можливість встановлення справедливих ринкових цін, чесною і відкритою конкуренцією в інвестуванні, а це знижує загальний рівень фінансових ризиків при прийнятті інвестиційних рішень та управлінні портфелями. В Україні інформаційна інфраструктура перебуває на початковому етапі розвитку, однак вона уже включає наступні сегменти:

- біржову і фінансову пресу;
- спеціалізовані видавництва, що випускають літературу з проблем цінних паперів (дослідження, довідкові посібники тощо);
- підсистеми фінансового ринку міжнародних («Рейтер» та ін.) і

вітчизняних інформаційних систем;

- спеціалізовані бази даних про ринок цінних паперів;
- звітність, яка публікується державними органами (ДКЦПФР), що регулюють ринок цінних паперів;
- рейтингові агентства і контрольовані ними системи рейтингової інформації;
- друковані проспекти емісії, звіти про результати первинного розміщення, фінансову звітність тощо;
- інформаційні системи бірж і організованих позабіржових систем торгівлі цінними паперами;
- фондові індекси і системи їх дистрибутування;
- оціночні і прогнозні матеріали інвестиційних консультантів, аналітичних відділів банків;
- систему показників, що характеризують стан ринку цінних паперів;
- думки, оцінки, що формуються в середовищі професіоналів, повідомлення, що надходять від партнерів з інвестиційного бізнесу.

Законодавством заборонене використання службової (конфіденційної) інформації, до якої не може бути забезпечений однаковий доступ всіх інвесторів.

Інвестиційна діяльність у всіх її формах і видах пов'язана з ризиком, ступінь якого посилюється з переходом до ринкових відносин в економіці. Зростання величини інвестиційного ризику в сучасних умовах залежить від невизначеності і швидкої зміни економічної ситуації у країні загалом і на інвестиційному ринку зокрема, а також від появи нових емітентів і фінансових інструментів для інвестування.

Інвестиційний ризик – це ймовірність виникнення непередбачених фінансових втрат (зниження прибутку, доходу, втрата капіталу тощо) в ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності [29, с. 401].

Ми пропонуємо класифікувати інвестиційні ризики за наступними

основними ознаками:

1. За сферами вияву:

- економічний (ризик, пов'язаний із зміною економічних факторів, бо інвестиційна діяльність здійснюється в економічній сфері і найбільше піддається економічному ризику);
- політичний (різноманітні адміністративні обмеження інвестиційної діяльності пов'язані із зміною здійснюваного державою політичного курсу);
- соціальний (ризик страйків, здійснення під впливом вимог робітників інвестуючих підприємств незапланованих соціальних програм та інші аналогічні види ризиків);
- інші види ризиків (рекет, крадіжки майна, обман з боку інвестиційних чи господарських партнерів тощо);

2. За формами інвестування:

- реального інвестування (ризик пов'язаний з невдалим вибором місцезнаходження об'єкта будівництва; перебоями в поставках будівельних матеріалів і обладнання; суттєвим зростанням цін на інвестиційні товари; вибором некваліфікованого або несумлінного підрядника та іншими факторами, що затримують введення в експлуатацію об'єкта інвестування або знижують дохід (прибуток) в процесі його експлуатації);
- фінансового інвестування (ризик пов'язаний з непередуманим підбором фінансових інструментів для інвестування; фінансовими проблемами або банкрутством окремих емітентів; непередбаченими змінами умов інвестування, прямим обманом інвесторів тощо);

3. За джерелами виникнення:

- систематичний або ринковий (для всіх учасників інвестиційної діяльності і форм інвестування; він визначається зміною стадій економічного циклу розвитку країни або кон'юнктурних циклів розвитку інвестиційного ринку; значною зміною податкового законодавства у сфері інвестування та

іншими аналогічними факторами, на які інвестор не може впливати при виборі об'єктів інвестування);

- несистематичний або специфічний (властивий конкретному об'єктові інвестування або діяльності конкретного інвестора. Він може бути пов'язаний з некваліфікованим керівництвом об'єктом інвестування, посиленням конкуренції в окремому сегменті інвестиційного ринку; нераціональною структурою інвестиційних засобів та іншими аналогічними чинниками, негативних наслідків яких значною мірою можна уникнути за рахунок ефективного управління інвестиційним процесом.

Поділ інвестиційного ризику на систематичний і несистематичний є важливою передумовою теорії формування ефективного інвестиційного портфеля.

Оскільки інвестиційний ризик характеризує імовірність виникнення непередбачених фінансових втрат, його рівень при оцінці визначається як відхилення очікуваних інвестиційних доходів від середньої чи розрахункової величини. Тому оцінка інвестиційних ризиків завжди пов'язана з оцінкою очікуваних доходів та імовірністю їх втрат.

У процесі оцінки можливого розміру фінансових втрат від здійснення інвестиційної діяльності використовують абсолютні і відносні їх показники. Абсолютний розмір фінансових втрат, пов'язаних з інвестиційним ризиком, являє собою суму збитків, завданих інвестору в зв'язку з появою несприятливих обставин, характерних для даного ризику. Відносний розмір фінансових втрат, пов'язаних з інвестиційним ризиком, являє собою відношення суми збитку до вибраного базового показника (наприклад, до суми очікуваного доходу від інвестицій; до суми інвестованого капіталу та ін.).

Інвестиційні ризики вимірюються різними методами, в тому числі експертним, шляхом розрахунку β -коефіцієнта, коефіцієнта варіації, середньоквадратичного відхилення.

Експертний метод базується на опитуванні кваліфікованих спеціалістів

(інвестиційних, страхових, фінансових менеджерів) і відповідній математичній обробці результатів цього опитування. З метою одержання більш розгорненої характеристики рівня інвестиційного ризику за проектом опитування слід звернути увагу на окремі види ризиків, що властиві даному інвестиційному проекту.

Ми вважаємо, що результати оцінки ризиків за окремими інвестиційними проектами дозволяють кількісно оцінити їх рівні. Для цього пропонуємо використовувати наступну градацію:

1. Безризикові інвестиції. В зарубіжній практиці до таких інвестицій відносять, як правило, короткотермінові державні облігації. В умовах нашого інвестиційного ринку аналогічні фондові інструменти можуть вважатися безризиковими з більшим проявом умовностей. При емісії таких фондових інструментів їх швидше можна буде назвати об'єктами інвестування з найменшим рівнем ризику.

2. Інвестиції з допустимим рівнем ризику. Критерієм рівня допустимого ризику виступає можливість втрати всієї суми розрахункового чистого прибутку за даними інвестиційними проектами.

3. Інвестиції з рівнем критичного ризику. У цьому випадку критерієм рівня ризику виступає можливість втрати не лише прибутку, але і суми розрахункового валового доходу за даним інвестиційним проектом.

4. Інвестиції з рівнем катастрофічного ризику. Критерієм цього рівня ризику виступає можливість втрати всіх активів інвестора у разі банкрутства.

Граничними значеннями імовірності ризику фінансових втрат при інвестуванні за оцінкою спеціалістів є, для інвестицій з рівнем:

- допустимого ризику – 0,1;
- критичного ризику – 0,01;
- катастрофічного ризику – 0,001.

Це означає, що інвестиційний проект потрібно відхилити, якщо в 1 випадку із 10 за ним може бути втрачено весь прибуток; в 1 випадку зі 100 – втрачено весь валовий дохід; в 1 випадку з 1000 – втрачені всі активи в

внаслідок банкрутства.

З оцінкою ризиків пов'язаний ще один аспект інвестиційного менеджменту. Оскільки інвестор не може постійно підбирати безризикові інвестиційні проекти (у нас вони практично не існують), виникає питання: як повинен бути компенсований той чи інший рівень ризику? Відповідь на нього дає розрахунок так званої “премії за ризик”, яка являє собою додатковий прибуток для інвестора. Цей прибуток повинен зростати пропорційно з рівнем ризику інвестиційного проекту. При цьому потрібно мати на увазі, що премія за ризик повинна зростати пропорційно зі зростанням не загального ризику за проектом, а лише ризику ринкового або систематичного, який визначається з допомогою β -коефіцієнта:

$$\beta = \rho * G_p / G_f, \quad (2.9)$$

де: ρ – кореляція між доходом від індивідуального виду цінних паперів і середнім рівнем доходності фондових інструментів загалом;

G_p – середньоквадратичне відхилення доходності за індивідуальним видом цінних паперів;

G_f – середньоквадратичне відхилення доходності по фондовому ринку вцілому.

β -коефіцієнт дозволяє оцінити ризик індивідуального інвестиційного проекту по відношенню до рівня ризику інвестиційного ринку загалом. Цей показник використовується в основному для аналізу ризикованості вкладень в окремі цінні папери (в порівнянні з систематичним ризиком усього фондового ринку).

Рівень ризику окремих цінних паперів визначається на основі набутих значень β -коефіцієнта. В залежності від значення β -коефіцієнта рівень ризику цінного паперу називається:

- середнім, якщо $\beta=1$;
- високим, якщо $\beta>1$;
- низьким, якщо $\beta<1$.

Таким чином, разом із зростанням значення β -коефіцієнта зростає і

рівень систематичного ризику інвестицій.

Загальний дохід за інвестиційним проектом з урахуванням рівня його систематичного ризику можна розрахувати за формулою:

$$D_i = A + (R-A) * \beta; \quad (2.10)$$

де D_i – загальний рівень доходу за інвестиційним проектом з врахуванням рівня його систематичного ризику;

A – рівень доходу за безризиковими інвестиціями;

β – середній рівень доходу на інвестиційному ринку.

Зіставлення розрахункових значень рівня ризику і рівня очікуваного доходу за інвестиційним проектом дозволяє визначити, наскільки компенсується інвестиційний ризик.

Звичайний шлях для визначення ризику активів - це розрахунок відхилення від середнього або сподіваного доходу. Завдання полягає в тому, щоб визначити, як реальні доходи відхиляються від сподіваних доходів або від середнього значення цих доходів. Зважаючи на те, що очікувані доходи в проектах однакові, їх відхилення можна обчислити з допомогою середньоквадратичного відхилення.

Середньоквадратичне відхилення є найбільш поширеним показником оцінки рівня інвестиційних ризиків. Розрахунок цього показника дозволяє врахувати коливання доходів від різних інвестицій.

У випадку, коли очікувані доходи від одного проекту відрізняються від доходів від іншого, важко порівнювати абсолютні показники дисперсії, що вираховуються з допомогою стандартних відхилень. Потрібно визначити ризикованість проекту стосовно сподіваних доходів. Вимірником цього є коефіцієнт варіації, або співвідношення ризику і доходу:

$$\text{Коефіцієнт варіації} = \frac{\text{стандартне відхилення доходів}}{\text{очікуваний дохід}} = \text{Н/Д}; \quad (2.11)$$

При порівнянні рівнів ризиків за окремими інвестиційними проектами

перевагу слід віддавати тому з них, за яким значення коефіцієнтів варіації найнижче (що свідчить про найкраще співвідношення ризику і доходу).

В економічній літературі з питань фондового ринку часто зустрічається крива залежності (між видом цінних паперів, прибутковістю і ризиком) (рис.2.7). Шкала зміни інвестиційних якостей за видами цінних паперів дозволяє інвестору упорядкувати співвідношення цінних паперів і вести інвестиційний аналіз у визначеній системі координат.

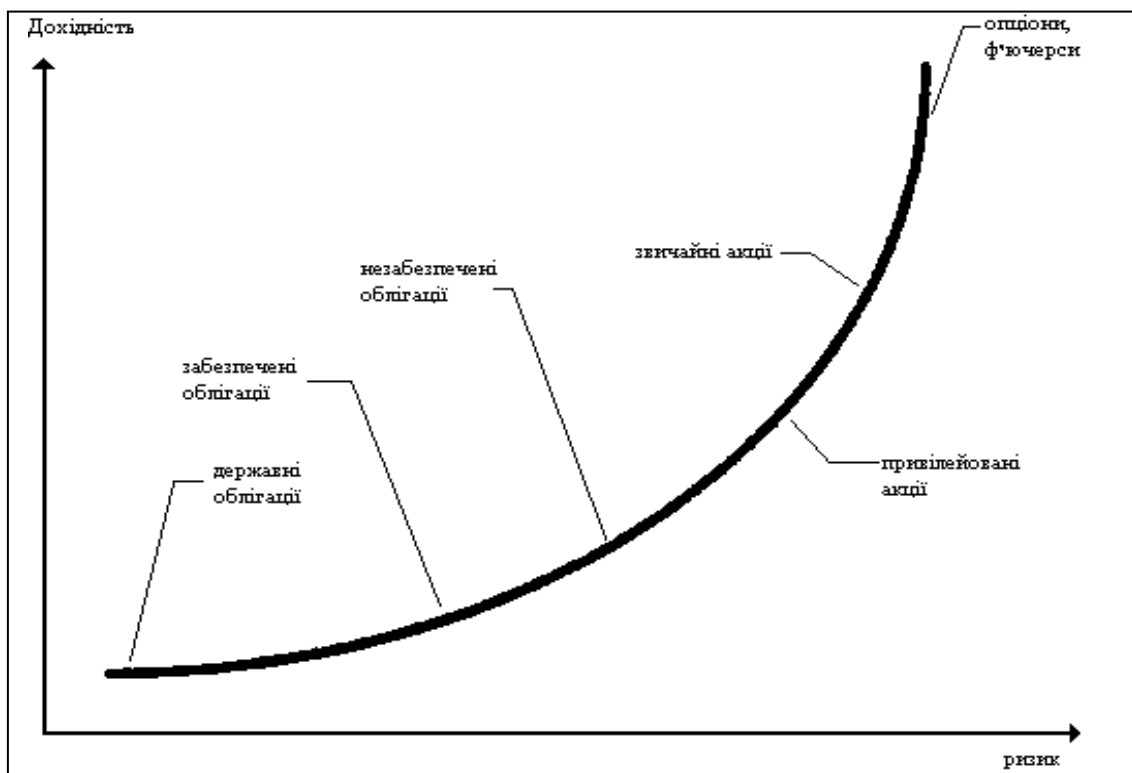


Рис. 2.7. Вплив окремих видів цінних паперів на ризик і прибутковість.

Для державних облигацій суттєвішим є ризик реінвестування купонних виплат – проміжних потоків готівки, що будуть реінвестовані при процентних ставках, що не забезпечують за термін життя облигації дохід, який був би адекватний ставкам на час купівлі облигацій. Слід зазначити, що ціновий ризик і ризик реінвестування мають протилежну спрямованість, тобто, при зростанні відсотка знижується ціна облигації, але купонні платежі можуть бути реінвестовані за більш високими ставками. Якщо процентні ставки падають, то росте ціна облигації, але можливі втрати при реінвестуванні. Зрівноважувати компоненти процентного ризику необхідно

таким чином, щоб ризик ціни і ризик реінвестицій взаємно компенсувалися, це становить зміст процесу імунізації.

Імунізація здійснюється шляхом послідовного реінвестування всіх отриманих купонних виплат за ставкою не нижчою від ставки основного активу.

Пошук рішень в умовах ризику – це пошук найкращої альтернативи, на основі наявної інформації. Постачальниками інформації про той чи інший цінний папір є рейтингові агентства. Вони надають у розпорядження інвестора замість сотень сторінок вихідної інформації єдиний інтегрований показник, що характеризує ризик вкладень у цінні папери. Наявність незалежних рейтингових агентств не означає, що інвестори (а особливо великі компанії, комерційні банки корпорації, інвестиційні фонди тощо) не мають аналогічних за функціями внутрішніх підрозділів. Однак, їхня наявність загалом різко підвищує інформаційну ефективність ринку цінних паперів. Інформаційно-аналітичні служби мають можливість повніше зосередитися на більш докладному індивідуальному аналізі важливих для інвестора цінних паперів.

Узагальнена і конкретизована характеристика ступенів ризику управління портфелем цінних паперів обумовлює доцільність проведення моніторингу інвестиційної привабливості підприємств як засобу підвищення ефективності управління інвестиційним портфелем.

2.3. Моніторинг інвестиційної привабливості емітентів цінних паперів

Методи оцінки інвестиційної привабливості підприємств завжди були в центрі уваги науковців. Із зарубіжних фундаментальних джерел заслуговують уваги дослідження: американських економістів «Інвестиції» В. Шарпа, Г. Александера та Дж. Бейлі, «Фінансова математика» Річардсона

і Міллера, «Портфельні інвестиції» Г. Марковіца; російських – «Методи фінансових і комерційних розрахунків» Є. Четиркіна, окремі аспекти аналізу дохідності цінних паперів розглянуті М. Алексєєвим, А. Бурєніним, В.Єдріновою, Я. Мєлкумовим, Я. Міркіним, В. Румянцевим, Є. Стояною, В. Черкасовим. Серед вітчизняних економістів слід звернути увагу на роботи, І. Бланка, А. Каліни, В. Корнєєва, А. Кощєєва, В. Ляліна, П. Воробйова, А. Козаченка, А. Осики, Т. Тітової. Але, як показало дослідження, у вказаних джерелах відсутня одноманітність у визначенні вихідних і результативних даних, тлумачення використовуваних термінів, відсутня комплексна оцінка інвестицій в цінні папери, не завжди теоретично обґрунтовуються розрахунки і обумовлюється використання того чи іншого методу.

Недостатньо уваги приділено методології комплексної оцінки інвестиційних якостей цінних паперів, не повністю розкриті проблеми аналізу фінансового стану емітентів, а відповідно, ризикованості інвестицій в ті чи інші папери.

Технічні методи спостереження кон'юнктури ринку описуються з позиції професійних учасників ринку цінних паперів, але не з точки зору інвесторів, для яких важливими є не стільки експлуатаційні параметри програмних продуктів, скільки їх функціональні можливості, надійність та ефективність у прогнозуванні кон'юнктури ринку.

У вітчизняній літературі відсутні фундаментальні дослідження з інвестиційного аналізу цінних паперів, а вітчизняні фахівці, в основному, застосовують західні методики, орієнтовані на розвинений ринок і практично не функціонуючі в українських умовах зі слабким вторинним ринком, малим числом акцій, що котируються, неліквідністю більшості цінних паперів. Як оціночні параметри акцій відібрані різні показники (фактична балансова ціна акції, її реальна розрахункова ціна, розмір чистого прибутку, що припадає на одну випущену акцію, відношення ринкової ціни до чистого прибутку в розрахунку на одну випущену акцію, абсолютний і відносний показники

капіталізації), для розрахунку яких є інформаційна база: дані балансу емітента і відомості про ринкову ціну акцій на визначену дату.

Тому, на нашу думку, для інвесторів є важливим визначення системи основних фінансово-економічних показників та методів їх обчислення для визначення найбільш ліквідних, прибуткових та інвестиційно-привабливих підприємств з метою формування ефективного портфеля цінних паперів. Основою такого вибору є моніторинг інвестиційної привабливості підприємств, фірм, компаній.

Інвестиційна привабливість окремого підприємства (фірми) включає в себе наступні складові:

- загальну характеристику підприємства (характер технології; наявність сучасного обладнання, складського господарства, власного транспорту; географічне розміщення; наближеність до транспортних комунікацій);
- характеристику технічної бази підприємства (стан технології, вартість основних фондів, коефіцієнт фізичного та морального старіння основних фондів);
 - номенклатуру продукції, що випускається;
 - виробничу потужність;
 - місце підприємства в галузі, на ринку, рівень його монопольності;
 - характеристику системи управління;
 - статутний фонд, власників підприємства, ціну акцій;
 - структуру витрат на виробництво;
 - обсяг прибутку та напрямки його використання;
 - оцінку фінансового стану підприємства.

У світовій та вітчизняній практиці для визначення інвестиційної привабливості підприємства використовується методика визначення стану підприємства за даними бухгалтерської фінансової звітності, яка включає розрахунок групи показників, вибір яких залежить від цілей, що ставить

перед собою інвестор.

В Україні в основу методики визначення інвестиційної привабливості підприємства покладено Положення «Про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації», затверджене Наказом Міністерства фінансів та Фонду державного майна України від 26.01.2001 р. № 49/121, зареєстроване у Міністерстві Юстиції 8.02.2001 р. №.121/ 5312.

Відповідно до цього Положення оцінка підприємства включає в себе: як вертикальний аналіз (визначення питомої ваги окремих статей фінансових звітів), так і горизонтальний (порівняння величин відповідних показників за декілька періодів, їх зміни та тенденції, а також порівняння з іншими підприємствами галузі).

Основним джерелом інформації для визначення інвестиційної привабливості є бухгалтерська (фінансова) звітність підприємства за два останні календарні роки та останній звітний період, а саме: бухгалтерський баланс форма 1 (річний або квартальний), звіт про дебіторську або кредиторську заборгованість (Ф.1 б), звіт про фінансові результати діяльності підприємства (Ф.2), звіт про фінансово-майновий стан (Ф.3), примітки до річної фінансової звітності (Ф.5) та, за необхідності, розшифровки дебіторсько-кредиторської заборгованості, структури запасів, готової продукції, основних фондів тощо.

Оцінка фінансового стану підприємства складається з таких етапів:

- оцінка майнового стану підприємства та динаміка його зміни;
- оцінка фінансових результатів діяльності підприємства;
- оцінка ліквідності;
- аналіз ділової активності;
- аналіз платоспроможності (фінансової стійкості);
- аналіз рентабельності.

Алгоритм розрахунку фінансових показників (коефіцієнтів) та їх нормативні значення визначені у таблицях. Для порівняння значень

розрахованих показників (коефіцієнтів) у разі, якщо останнім звітним періодом, за який подається звіт про фінансові результати, є квартал, а всі попередні періоди, за які здійснюється розрахунок, є річними, необхідно дані квартального звіту про фінансові результати помножити на коефіцієнт $K=4/N$, де N – порядковий номер останнього звітного кварталу.

Оцінка майнового стану підприємства дає змогу визначити абсолютні й відносні зміни статей балансу за визначений період, відслідкувати тенденції їхньої зміни та визначити структуру фінансових ресурсів підприємства. Для оцінки майнового стану розраховуються такі показники (коефіцієнти), які характеризують виробничий потенціал підприємства: коефіцієнт зносу основних засобів, коефіцієнт оновлення основних засобів та коефіцієнт вибуття основних засобів (див. табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Розрахунок показників оцінки майнового стану підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1.	Коефіцієнт зносу основних засобів	Ф.1 р.032 / Ф.1 р.031	зменшення
2.	Коефіцієнт оновлення основних фондів	Ф.5 р.260 (гр.5) / / Ф.1 р.031 (гр.4)	збільшення
3.	Коефіцієнт вибуття основних фондів	Ф.5 р.260 (гр. 8) / / Ф.1 р.031(гр.3)	повинен бути меншим від коефіцієнта оновлення основних фондів

Аналіз фінансових результатів діяльності підприємства передбачає дослідження динаміки та структури фінансових результатів його діяльності і дозволяє визначити фактори, які впливають на формування величини чистого прибутку (збитку) підприємства.

За результатами аналізу робиться висновок щодо прибутковості або

збитковості діяльності підприємства, тенденцій зміни фінансових результатів діяльності підприємства порівняно з попередніми періодами, основних факторів, що вплинули на формування кінцевих результатів господарської діяльності підприємства.

Аналіз ліквідності підприємства здійснюється за даними балансу та дозволяє визначити спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання.

Аналіз ліквідності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта покриття, коефіцієнта швидкої ліквідності, коефіцієнта абсолютної ліквідності та чистого оборотного капіталу (див. табл. 2.2).

Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства який здійснюється за даними балансу, характеризує структуру джерел фінансування ресурсів підприємства, ступінь його фінансової стійкості та незалежності від зовнішніх джерел фінансування діяльності.

Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта платоспроможності (автономії), коефіцієнта фінансування, коефіцієнта забезпеченості власними оборотними засобами та коефіцієнта маневреності власного капіталу (див. табл. 2.3).

Наступним етапом розрахунку інвестиційної привабливості підприємства є аналіз ділової активності, який дозволяє проаналізувати ефективність основної діяльності підприємства, що характеризується швидкістю обертання фінансових ресурсів підприємства.

Аналіз ділової активності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта оборотності активів, коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості, коефіцієнта оборотності кредиторської заборгованості, тривалості обертів дебіторської та кредиторської заборгованостей, коефіцієнта оборотності матеріальних запасів, коефіцієнта оборотності основних засобів (фондовіддачі) та

коефіцієнта оборотності власного капіталу (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.2

Розрахунок показників ліквідності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	2	3	4
1.	Коефіцієнт покриття	$\Phi. 1 \text{ р.} 260 / \Phi. 1 \text{ р.} 620$	>1
2.	Коефіцієнт швидкої ліквідності	$\Phi. 1 (\text{р. } 260 - \text{р. } 100 - \text{р. } 110 - \text{р. } 120 - \text{р. } 130 - \text{р. } 140) / \Phi. 1 \text{ р.} 620$	0,6 – 0,8
3.	Коефіцієнт абсо-лютної ліквідності	$\Phi. 1 (\text{р. } 220 + \text{р. } 230 + \text{р. } 240) / \Phi. 1 \text{ р. } 620$	>0, збільшення
4.	Чистий оборотний капітал, тис.грн.	$\Phi. 1 (\text{р.} 260 - \text{р.} 620)$	>0, збільшення

Таблиця 2.3

Розрахунок показників платоспроможності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1.	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	$\Phi. 1 \text{ р. } 380 / \Phi. 1 \text{ р. } 640$	> 0,5
2.	Коефіцієнт фінансування	$\Phi. 1 (\text{р. } 430 + \text{р. } 480 + \text{р. } 620 + \text{р. } 630) / \Phi. 1 \text{ р. } 380$	< 1, зменшення
3.	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами	$\Phi. 1 (\text{р. } 260 - \text{р. } 620) / \Phi. 1 \text{ р. } 260$	> 0,1
4.	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	$\Phi. 1 (\text{р. } 260 - \text{р. } 620) / \Phi. 1 \text{ р. } 380$	> 0, збільшення

Таблиця 2.4

Розрахунок показників ділової активності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	2	3	4
1.	Коефіцієнт оборотності активів	$\Phi. 1 \text{ р. } 035 / \Phi. 1 (\text{р. } 280 (\text{гр. } 3 + \text{гр. } 4)) / 2$	збільшення
2.	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	$\Phi. 2 \text{ р. } 035 / \Phi. 1 [\Sigma (\text{р. } 520 / \text{р. } 600) \text{ гр. } 3 + [\Sigma (\text{р. } 520 / \text{р. } 600) \text{ гр. } 4] / 2$	збільшення
3.	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	$\Phi. 2 \text{ р. } 035 / \Phi. 1 [\Sigma (\text{р. } 150 / \text{р. } 210) \text{ гр. } 3 + [\Sigma (\text{р. } 150 / \text{р. } 210) \text{ гр. } 4] / 2$	збільшення
4.	Строк погашення дебіторської заборгованості, днів	Тривалість періоду / Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	зменшення
5.	Строк погашення кредиторської заборгованості, днів	Тривалість періоду / Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	зменшення
6.	Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів	$\Phi. 2 \text{ р. } 040 / \Phi. 1 [\Sigma (\text{р. } 100 / \text{р. } 140) \text{ гр. } 3 + [\Sigma (\text{р. } 100 / \text{р. } 140) \text{ гр. } 4] / 2$	збільшення
7.	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	$\Phi. 2 \text{ р. } 035 / \Phi. 1 \text{ р. } 031 (\text{гр. } 3 + \text{гр. } 4) / 2$	збільшення
8.	Коефіцієнт оборотності капіталу	$\Phi. 2 \text{ р. } 035 / \Phi. 1 \text{ р. } 380 (\text{гр. } 3 + \text{гр. } 4) / 2$	збільшення

Аналіз рентабельності підприємства дозволяє визначити ефективність

вкладення коштів у підприємство та раціональність їхнього використання. Його проводять шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта рентабельності активів, коефіцієнта рентабельності власного капіталу, коефіцієнта рентабельності діяльності та коефіцієнта рентабельності продукції (див. табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Розрахунок показників рентабельності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	2	3	4
1.	Коефіцієнт рентабельності активів	$\Phi. 2 \text{ р. } 220 \text{ або } \text{р.}225 / \Phi. 1 \text{ (р. } 280 \text{ (гр. } 3) + \text{ р. } 280 \text{ (гр. } 4)) / 2$	>0, збільшення
2.	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	$\Phi. 2 \text{ р. } 220 \text{ або } \text{р.}225 / \Phi. 1 \text{ (р. } 280 \text{ (гр. } 3) + \text{ р. } 380 \text{ (гр. } 4)) / 2$	>0, збільшення
3.	Коефіцієнт рентабельності діяльності	$\Phi. 2 \text{ р. } 220 \text{ або } \text{р. } 225 / \Phi. 2 \text{ р. } 035$	>0, збільшення
4.	Коефіцієнт рентабельності продукції	$\Phi. 2 \text{ р. } 100 \text{ (або } 105) + \text{ р. } 090 - \text{ р. } 060 / \Phi. 2 \text{ (р. } 040 + \text{ р. } 070 + \text{ р. } 080)$	>0, збільшення

Усі розраховані коефіцієнти (показники) заносяться до спеціальної таблиці для визначається рейтингової оцінки підприємств (див. табл. 2.6).

Характеризуючи розмір чистих активів, що припадають на одну випущену акцію (коли фактична балансова ціна визначає нижнє граничне значення ринкової ціни) інвестор визначає співвідношення ринкової і балансової ціни, а також динаміку зміни балансової ціни. Її зростання

свідчить про збільшення частки чистих активів, що припадають на одну акцію і зростання впевненості інвестора в тому, що у разі ліквідації АТ, акціонер поверне свою частку капіталу.

Таблиця 2.6

Рейтингова оцінка підприємства

Оцінка, %	Рейтинг	Характеристика
90-100	високий	Висока платоспроможність, відмінний фінансовий стан.
80-90	достатній	Достатньо добрий фінансовий стан, клієнт із мінімальним ризиком.
60-80	задовільний	Задовільний фінансовий стан та рівень платоспроможності.
40-60	недостатній	Надійність підприємства викликає підозру, недостатній рівень платоспроможності, високий рівень ризику.
0-40	Поганий	Фінансовий стан поганий, вкладення коштів у підприємство є над ризиковим.

Метою інвестиційного аналізу є виявлення невірно оцінених паперів, здійснене на основі методу капіталізації доходу. В. Шарп та інші вчені вказують, що «в основі дійсної, або внутрішньої властивої вартості будь-якого капіталу є фінансовий потік, який інвестор розраховує отримати в майбутньому в результаті інвестування капіталу. Оскільки потік дивідендів очікується в майбутньому, та його величина корегується коефіцієнтом дисконтування для обліку впливу, як фактора часу, так і фактора ризику» [185, с. 548].

Фінансові надходження, пов'язані з інвестиціями в акції, мають форму дивідендів, на цій підставі справжня вартість акцій (розрахункова реальна

ціна) визначається моделлю дисконтування дивідендів, очікуваних у майбутньому. Безстроковість обігу акцій зумовлює необхідність прогнозування нескінченного потоку платежів. У класичних моделях дисконтування доходів ставка дисконтування передбачається постійною протягом усього періоду часу надходження майбутніх доходів :

$$P_{\text{реал}} = [I_{\text{д1}} / (1 + i)^1] + [I_{\text{д2}} / (1 + i)^2] + \dots + [I_{\text{дх}} / (1 + i)^x], \quad (2.12)$$

де $P_{\text{реал}}$ – реальна ціна акції;

$I_{\text{д1}}, I_{\text{д2}}, \dots, I_{\text{дх}}$ – очікуваний потік дивідендів;

i – ставка дисконтування, або мінімально прийнятна, або необхідна прибутковість акцій, що враховує ризикованість дивідендів і прибутковість за альтернативними інвестиціями.

Це значить, що ставку дисконтування можна вважати середнім рівнем рентабельності фінансових потоків визначеного ступеня ризику.

В умовах стабільної економіки величина еталона рентабельності може використовуватися для об'єктивної оцінки майбутнього потоку платежів як фіксована величина. У результаті формула капіталізації відсотків трансформується в три різновиди, які показують очікуваний темп зміни дивідендів [61, с. 32]:

1. $P_{\text{реал}} = I_{\text{д}} / i$ при нульовому темпі приросту дивідендів ($T_{\text{пр}} = 0$);
2. $P_{\text{реал}} = I_{\text{д1}} / (i - T_{\text{пр}})$ при постійному позитивному темпі приросту дивідендів ($T_{\text{пр}} > 0$);
3. $P_{\text{реал}} = I_{\text{д1}} / (i + T_{\text{пр}})$ при постійному негативному темпі приросту дивідендів ($T_{\text{пр}} < 0$)

При нестабільній економіці варіюються як ставка дисконтування, так і дивіденди, при цьому зміни не мають чітко виражених тенденцій. Особливості перехідного до ринкових відносин періоду вимагають зваженого застосування методу капіталізації дивідендів для оцінки реальної розрахункової ціни акцій, використання багатьох допущень у зв'язку з непередбачуваністю майбутнього потоку платежів, коректного роз'яснення результатів розрахунків.

Проаналізоване вище дозволяє нам запропонувати прийняти наступні умови застосування моделі дисконтування майбутнього потоку дивідендів:

- використовувати метод, можливий для оцінки реальної розрахункової акції тільки тих акціонерних товариств, що здійснюють виплату дивідендів, хоча, можливо, і нерегулярно;
- внаслідок труднощів прогнозування очікуваного потоку платежів в умовах нестабільної економіки і неплатоспроможності багатьох підприємств у моделі робити дисконтування (дивідендів, виплачених до дати дисконтування);
- через відсутність ставки доходу, типової для тієї чи іншої множини акцій, як рівень рентабельності інвестицій використовувати середньозважену ставку відсотків по депозитних вкладах (як можливе альтернативне інвестиційне рішення);
- використовувати реальні розрахункові ціни лише як орієнтир при порівняльному аналізі інвестиційної привабливості акцій різних акціонерних товариств і при розгляді динаміки ціни конкретного акціонерного товариства;
- застосовувати метод капіталізації дивідендів для розрахунку реальної ціни акцій у поєднанні з іншими методами.

Зважаючи на те, що більшість українських акціонерних товариств, утворених у результаті приватизації державних і муніципальних підприємств, виплати дивідендів не здійснюють, або здійснюють її нерегулярно, перетворимо вихідну формулу капіталізації дивідендів з нескінченним числом доданків у формулу, число членів якої визначається кількістю виплат дивідендів до дати розрахунку реальної ціни:

$$P_{\text{реал}} = [I_{\text{д1}} / (1 + i_1)^1] + [I_{\text{д2}} / (1 + i_2)^2] + \dots + [I_{\text{дм}} / (1 + i_m)^m], \quad (2.13)$$

де $P_{\text{реал}}$ – реальна ціна акцій на дату розрахунку; m – число років, за які відомі дані про виплачені дивіденди; $I_{\text{д1}}, \dots, I_{\text{дм}}$ – потік дивідендів до дати розрахунку ціни; i_1, i_2, \dots, i_m – ставки дисконтування за роками.

Якщо передбачається, що товариство здійснює виплату дивідендів хоча

б на рівні попереднього року, то

$$P_{\text{реал}} = i_1 P_n / i, \quad (2.14)$$

де P_n – номінальна ціна акції, i – ставка відсотку за депозитними вкладками.

Порівнюючи реальну ціну з діючою ринковою ціною, інвестор може прийняти рішення про можливий продаж акцій на вторинному ринку. Однак поряд з аналізом цін на акції варто розраховувати інші інвестиційні характеристики цінних паперів (EPS, P/E, абсолютний і відносний показники ринкової капіталізації) і проводити комплексну оцінку привабливості цінних паперів того чи іншого емітента.

В умовах нерегулярної виплати дивідендів, а найчастіше відсутності виплат, показником, що впливає на курсову ціну, варто вважати не рівень дивіденду, а величину чистого прибутку на одну акцію, що знаходиться в обігу (EPS), і відношення курсової ціни до EPS (P/E). Методика прогнозування курсу акції на основі відстеження показника P/E викладена, зокрема, А. Комаровим [79].

При розвиненому фондовому ринку значення P/E для всіх близьких за профілем і розміром компаній повинно наближатись до якоїсь константи. Це зумовлене історією і довголітніми спостереженнями за ринком акцій. За рівності всіх основних факторів краще вкладати кошти в те підприємство, у якого значення P/E менше.

Розділяючи думку А. Комарова з приводу простоти й оперативності викладеного методу вивчення кон'юнктури ринку цінних паперів і можливості його застосування навіть недосвідченим інвестором, відзначимо, що, на наш погляд, дохід на акцію (EPS) варто обчислювати діленням чистого прибутку на загальне число паперів в обігу, а не на кількість тільки звичайних акцій. Привілейовані акції останнім часом все частіше стають об'єктом купівлі-продажу на вторинному ринку і виключення їх з розгляду занижує значення P/E.

Відзначимо також, що закордонні фахівці, зокрема В. Шарп, пропонують розраховувати зворотне співвідношення E/P, вважаючи, що

«порівняно невеликі значення цього показника вказують на те, що акції належать до швидко зростаючих, а порівняно високі показники – характеризують стійкі акції» [200, с. 523].

Дослідження, проведені американськими компаніями, доводять відповідність прибутковості акцій співвідношенню Е/Р: в середньому, чим вище Е/Р, тим вища прибутковість (ставка доходу).

Для найбільш перспективних підприємств показник Р/Е становить 40.–60 [200]. Однак в українських умовах високе значення Р/Е не завжди свідчить про високі темпи зростання підприємства, воно може бути обумовлене завищенням ринкової ціни акцій, важким фінансовим станом і низьким рівнем чистого прибутку на одну акцію.

У вітчизняних фахівців РЦП немає одностайної думки про оптимальне значення Р/Е. Деякі автори вважають, що значення Р/Е в межах 2,5 – 3 і вище свідчить про достатню надійність цінних паперів, можливості їхнього помірною зростання, що виключає різке падіння курсової вартості. При значеннях 1,2 – 1,3 і нижче потенціал зростання вартості акцій вичерпаний [63]. Інші аналітики фондового ринку приймають за норму значення Р/Е, що дорівнює 20 [64].

Рейтингоутворюючим показником діяльності підприємств є ринкова капіталізація, яка визначається множенням кількості акцій, випущених емітентом, на їх ринкову ціну.

У зарубіжних країнах розрахунком цих показників займаються фінансові організації, спеціалізація яких, переважно, полягає у дослідженні кон'юнктури фінансового ринку і наданні цієї інформації зацікавленим особам. Так, зокрема, показник ринкової капіталізації широко використовують такі видання, як «Файненшл Таймс», «Бізнес Уїк», «Юропійєн», «Банкір» та інші.

У нашій країні цим питанням досить ґрунтовно займаються декілька фірм. Так, зокрема, «Інвестиційна газета» випускає журнал «Рейтинг ТОП-100», який визначає найкращі підприємства за такими показниками як

прибутковість, валова дохідність, обсяги експорту та імпорту і рівень капіталізації. За кожним з цих показників формуються рейтингові таблиці.

Розглядаючи рейтингові таблиці, сформовані за рівнем валового доходу і прибутку, ми бачимо, що перелік підприємств є абсолютно різним, тобто одні компанії представлені в одному рейтингу, а інші – в іншому.

Якщо накласти дані за цими параметрами на дані за капіталізацією (за даними ПФТС), то побачимо, що тільки деякі компанії присутні в трьох рейтингових таблицях одночасно. Інші є або державними, або закритими від зовнішніх інвестицій.

У зв'язку з тим, що підприємства знаходяться на різних рейтингових місцях залежно від аналізованого показника, на нашу думку, їх необхідно об'єднати у загальний рейтинг з врахуванням найбільш значимих для інвестора показників.

З врахуванням загального рейтингу, основою якого є рівень капіталізації підприємства (за даними ПФТС), ми пропонуємо власний підхід до формування портфелів цінних паперів.

Зокрема, пасивний портфель, на нашу думку, слід формувати з тих цінних паперів, емітент яких є присутнім у рейтингах за рівнем капіталізації, прибутку і валового доходу та за умови підвищення рейтингового місця у порівнянні з попереднім роком (пасивний портфель сформований таким чином показано в табл. 2.7 та у додатку З).

У випадку, коли емітент не присутній у рейтингу за рівнем валового доходу чи прибутку, або ж його рейтингове місце знижується, ми пропонуємо формувати пасивний портфель за умови перегляду через 6 місяців за даними піврічної звітності (портфель сформований з такою умовою показано в табл. 2.8 та у додатку К).

Таблиця 2.7

Формування пасивного портфеля цінних паперів з врахуванням рейтингів

№ п/п	Пасивний портфель	Капіталізація, тис. грн..	Доля в портфелі	Доля в портфелі, %
1	2	3	4	5
1.	Укртелеком	8486736	0,505	51%
2.	Нікопольський з-д феросплавів	2101242	0,125	13%
3.	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	1390961	0,083	8%
4.	Запоріжсталь	899927	0,054	5%
5.	Київенерго	693531	0,041	4%
6.	Західенерго	562784	0,034	3%
7.	АЕС-Київобленерго	361704	0,022	2%
8.	Миколаївський глиноземний завод	348002	0,021	2%
9.	Концерн "Стірол"	316010	0,019	2%
10.	Сумське машинобудівельне НПО ім. Фрунзе	312774	0,019	2%
11.	Нижньодніпровський трубопрокатний завод	270772	0,016	2%
12.	Донецькобленерго	199827	0,012	1%
13.	Запорізький завод феросплавів	158933	0,009	1%
14.	НПК Галичина	117541	0,007	1%
15.	Одесаобленерго	114673	0,007	1%
16.	Авдеевський коксохімічний завод	111323	0,007	1%
17.	Маркохім	105586	0,006	1%

продовження таблиці 2.7

1	2	3	4	5
18.	Мотор Січ	102861	0,006	1%
19.	Полтавський ГОК	65910	0,004	0%
20.	Азот, Черкаси	53899	0,003	0%
21.	Львівобленерго	19397	0,001	0%
22.	Разом	16794393	1,000	100%

Таблиця 2.8

Формування пасивного портфеля цінних паперів з умовою перегляду через 6 місяців з врахуванням рейтингів "ТОП-100"

№ п/п	Пасивний портфель з частотою перегляду 6 місяців	Капіталізація, тис.грн	Доля в портфелі	Доля в портфелі, %
1.	Укрнафта	2095933	0,465	46%
2.	Центренерго	472841	0,105	10%
3.	Азовсталь	420582	0,093	9%
4.	Дніпрообленерго	284602	0,063	6%
5.	Донбасенерго	283732	0,063	6%
6.	Запоріжжяобленерго	273524	0,061	6%
7.	Дніпроенерго	260946	0,058	6%
8.	Полтаваобленерго	127052	0,028	3%
9.	Луганськобленерго	119671	0,027	3%
10.	Запоріжжкокс	71595	0,016	2%
11.	Крименерго	47566	0,011	1%
12.	Укрсоцбанк	32099	0,007	1%
13.	Донецький металургійний з-д	21916	0,005	0%
14.	Разом	4512059	1,000	100%

Фінансова компанія «Сократ» теж займається фінансовими питаннями фондового ринку. Але, на відміну від «Інвестиційної газети», уся фінансова інформація, якою володіє ця фірма (та велика кількість подібних їй) є закритою для пересічного інвестора [227; 228; 234; 236].

Оцінити інвестиційні якості акцій дозволяє абсолютний показник капіталізації, який обчислюється множенням ринкової ціни на кількість звичайних акцій. Навіть якщо підприємство приватизоване за 1 варіантом пільг і статутний капітал представлений не лише звичайними, але і привілейованими акціями, останні при обчисленні капіталізації не беруться до уваги. На наш погляд, оскільки привілейовані акції, разом із звичайними, виступають потенційним товаром, у розрахунок варто включити і капіталізацію привілейованих акцій, диференціювавши ціни різних категорій дольових паперів.

Абсолютний розмір капіталізації не може служити порівняльною характеристикою акцій різних акціонерних товариств, тому фахівці фондового ринку пропонують застосовувати такі відносні показники: капіталізація на перевезення [61]; капіталізація на потужність [62; 63; 64; 68], капіталізація на випуск [69]; капіталізація на видобуток і капіталізація на запаси [64]. Сфера застосування галузевих коефіцієнтів капіталізації відображена в табл. 2.9.

Зміст коефіцієнтів визначається галузевою специфікою: для пароплавств базою виступають перевезення, для підприємств енергетики, металургії, машинобудування – потужність; для виробництва труб – випуск труб; для нафтовидобутку – обсяг або видобуток запасів. Однак спеціальні коефіцієнти навіть для акцій однієї галузі недостатньо об'єктивні. Так в енергетиці використовується показник «капіталізація на потужність», що характеризує ринкову вартість акцій у розрахунку на 1 Мвт потужності енергетичного устаткування. Однак підприємства виробляють різні види енергії в різних співвідношеннях (теплову електричну); мають різні установки для вироблення енергії; у кожному регіоні свої споживачі і своя

структура попиту на види енергії.

Таблиця 2.9

Розрахунок показників капіталізації з врахуванням особливості галузі

№ п/п	Коефіцієнти	Одиниці виміру	Галузі			
			Водний транспорт	Енергетика	Металургія і машинобудування.	Нафтогазпром
1.	Капіталізація на перевезення	Грн./т	+			
2.	Капіталізація на потужність	Млн.грн./МВт тис.грн./т		+	+	
3.	Капіталізація на випуск	Тис.грн./т			+	
4.	Капіталізація на видобуток	Дол./т				+
5.	Капіталізація на запаси	Дол./т				+

Розрахунок відносних показників, які відображені в таблиці 2.8 вимагає інформації про обсяг виробленої продукції, потужність підприємства, виконані перевезення, обсяги видобутку і запасів. Для інвестора доступ до зазначених даних практично закритий, а самі показники (через специфіку виробництва) малоінформативні.

Більш універсальним видається показник капіталізації на обсяг продажів, що обчислюється поряд зі специфічними коефіцієнтами за акціями різних галузей [61; 62; 63; 64; 65; 68]. Виторг від реалізації, що виступає базою розрахунку індикатора, відображається в звітах акціонерних товариств «Про результати господарської діяльності» (Ф. № 2), доступних акціонерам.

З урахуванням викладеного вище, на нашу думку, слід використовувати показник ринкової капіталізації у процесі управління портфелем цінних паперів, в частині його формування і моніторингу з метою визначення інвестиційної привабливості українських емітентів.

Ці та інші обставини спонукали нас розробити пропозиції, які дозволять сформувавши модель ефективного управління портфелем цінних паперів підприємства.

Висновки до 2 розділу

За результатами дослідження, викладеними у другому розділі, ми сформулювали наступні висновки:

1. Результати оцінки кількісних і якісних параметрів ЦП за окремими інвестиційними проектами дозволяють кількісно оцінити ступені та рівні ризиків. Для цього ми пропонуємо використовувати наступну шкалу градації та оцінок: безризикові інвестиції, інвестиції з допустимим рівнем ризику, інвестиції з рівнем критичного ризику, інвестиції з рівнем катастрофічного ризику.

2. Вироблено ґрунтовні характеристики ризиків при операціях з цінними паперами та запропоновано їх класифікувати за наступними основними критеріями: сфера виявлення; форма інвестування; джерела виникнення.

3. Обґрунтовано доцільність розробки моделі оцінки дохідності різноманітних цінних паперів, розкрито методичний апарат аналізу діяльності на ринку цінних паперів, сферу застосування методів фінансових розрахунків залежно від терміну їх обігу, виду цінного паперу і варіанту поведінки інвестора.

Доведено, що абсолютні показники не можуть служити порівняльною характеристикою різноманітних варіантів інвестування – цій меті відповідають відносні показники дохідності (ставки доходів), які визначаються відношенням доходів до інвестиційного капіталу.

РОЗДІЛ 3

МОДЕЛЬ ЕФЕКТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ЯК ЗАСІБ ПІДВИЩЕННЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Методи оцінки ефективності інвестицій в цінні папери

З усіх інвестиційних інструментів фондового ринку акції належать до числа найбільш дохідних і найбільш ризикованих цінних паперів, оскільки ціни на них дуже варіюються. Тому аналіз інвестиційних якостей акцій є необхідною передумовою ухвалення інвестиційного рішення про вибір товару на ринку цінних паперів, з одного боку, та вироблення стратегії розвитку акцій того чи іншого акціонерного товариства – з іншого.

В умовах нестійких відносин, якими за своєю природою є ринкові відносини, вся цілеспрямована інвестиційна діяльність є ланцюгом складних, переважно коаліційних рішень, де виявлення тенденцій, що складаються, і аргументація прийнятих рішень можливі лише тоді, коли спостереження носять систематичний, тривалий і масовий характер. Для практичних цілей потрібні знання конкретних ринкових обставин, їхніх причин і наслідків, тобто моніторинг кон'юнктури, що дозволяє проводити спостереження, оцінку і прогноз розвитку ринку.

У спеціальній літературі досить міцно прижився розподіл методів аналізу кон'юнктури ринку на фундаментальні і технічні. У той же час при детермінованості технічних прийомів критерії віднесення методів до фундаментальних чітко не визначені, і до них зараховують велику групу методів, що відрізняються за:

- рівнем прогнозування і його послідовності;
- набором показників, що аналізуються;
- методикою розрахунку індикаторів ринку;
- суб'єктами, що реалізують методи;

- споживачами аналітичних даних;
- метою аналізу і тривалості прогнозу поведінки ринку.

В. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі вважають, що «фундаментальні аналітики роблять прогнози внутрішнього валового продукту, обсягу продажу і рівня доходів у ряді галузей, а також обсягу продажу і рівня доходів величезного числа фірм» [214, с. 813], виділяючи при цьому метод прогнозування «зверху – вниз» (від прогнозу для економіки загалом, потім для окремих галузей і, нарешті, для конкретних компаній) і «знизу – нагору» (від оцінки перспектив окремих компаній до прогнозу економіки загалом). Р. Тьюлз, Е. Бредли, Т. Тьюлз підкреслюють, що деякі «фундаменталісти» «акцентують увагу на русі ринку загалом, обумовленою фундаментальною економічною і політичною умовами, інші намагаються збільшити прибутки шляхом визначення відносних інвестиційних якостей акцій окремих компаній і галузей» [195, с. 510]. Провідні вітчизняні спеціалісти, зокрема В. Галанова, відзначають, що «фундаментальний аналіз ґрунтується на оцінці емітента і практики управління компанією» [173, с. 297], окремо виділяють макроекономічний аналіз економіки, що обумовлює соціально-політичний і економічний клімат інвестиційної діяльності з урахуванням обсягу валового національного продукту, зайнятості населення, інфляції, процентних ставок, валютного курсу, індустріального аналізу, в основі якого лежить вивчення ділового циклу в економіці, його індикаторів, класифікація галузей по відношенню до рівня ділової активності і за стадіями розвитку, аналіз конкретного підприємства та моделювання цінних паперів.

Думки зарубіжних і вітчизняних учених сходяться в одному: необхідна диференціація фундаментальних методів за рівнем аналізу.

Проаналізувавши і узагальнивши усі точки зору, ми пропонуємо розглядати і застосовувати саме фундаментальні методи, що базуються на розрахунку макропоказників, і розрахункові, в основу яких покладено оцінку конкретного емітента та його цінних паперів. Такий підхід дозволяє визначити методи, орієнтовані на удосконалення роботи з інвесторами,

використанні методології, можливості порівняльної характеристики цінних паперів різних емітентів та дослідження динаміки ринку цінних паперів .

Власне під фундаментальними розуміють методи, що застосовуються при довготерміновому прогнозуванні. В їх основі лежить аналіз макропоказників, що враховують стан і перспективи економіки загалом, ці методи враховують можливі зміни в державному регулюванні виробництва і зовнішньої торгівлі, грошово-кредитну політику уряду, рух основних економічних показників, у першу чергу, валового національного продукту, беруться до уваги також попит на кредити, зростання грошової маси й інші чинники. Фундаментальні методи дослідження розвитку ринку цінних паперів можуть включати від кількох до тисячі показників.

За змінами відібраних показників оцінюється ринкова ситуація загалом. Передумовою аналізу є те, що кон'юнктурні коливання, що стосуються окремих сегментів ринку, не синхронні і з певними затримками.

Результатом фундаментального вивчення ринку є модель кон'юнктурного циклу: після зміни індексів цінних паперів настає коливання індексів цін на товари, а потім – змінюються депозитні та позичкові ставки банків. Інтенсивність змін різна за роками і країнами, але послідовність руху за фазами кон'юнктурного циклу однакова.

Фундаментальні методи базуються не тільки на об'ємному вихідному матеріалі, а й досить складних математичних моделях (це ряди динаміки, багатомірна кореляція, імовірнісне прогнозування, економетричні моделі) і вимагають організації спеціальних служб кон'юктуроведення, послугами яких на комерційних основах могли б скористатися солідні індивідуальні і корпоративні інвестори, що приймають рішення про напрямок інвестування коштів.

Повний і глибокий аналіз ринку акцій за допомогою фундаментальних методів досить дорогий і трудомісткий. Його результатами, на наш погляд, повинні користуватись переважно інвестори, що приймають довгострокове інвестиційне рішення, формуючи портфель з цінних паперів, що не

обертаються на вторинному ринку (коли немає в достатньому обсязі докладної і достовірної фінансової звітності емітентів) та купуючи з цією метою акції менш ліквідні і більш спокійні в динаміці цін.

Під розрахунковими методами розуміємо прийоми аналізу, в основі яких розрахунок аналітичних показників за даними звітності емітента. У свою чергу, аналітичні показники диференціюємо на інвестиційні якості акцій, що характеризують, і оцінюють фінансовий стан емітента. Показники фінансового становища емітента виступають базою ухвалення інвестиційного рішення не тільки на ринку пайових, але й боргових паперів і характеризують рейтинг емітента загалом.

Система економічного рейтингу промислових, торговельних, фінансових корпорацій у розвинених країнах чітко відпрацьована і містить визначений набір фінансових документів й показників, що завіряються незалежною аудиторською фірмою за результатами роботи за рік. Підсумкова оцінка стану компанії має статус ревізійного сертифіката, що розміщуються в звітах фірм і публікується в газетах разом з балансами. Такий сертифікат потрібний не лише інвесторам, акціонерам компанії, а й податковим інспекціям, банкам та іншим кредиторам. Списки компаній, які мають найкращі показники, служать барометром успіху та найкращою рекламою. У міжнародному бізнесі існує правило: «Купуються не акції - купується компанія».

У країнах з розвинутою економікою розрахунками ключових показників фінансової активності (екаунтингом) займаються спеціальні організації. Результати досліджень публікуються в спеціальних довідниках, при цьому число розрахункових індикаторів є різним: у США публікується 10 – 15 показників, у Японії в щорічнику по компаніях – 12, а в довіднику Міністерства торгівлі і промисловості - майже 80 ключових показників. В Україні існує рейтинг TOP - 100, який подає «Інвестиційна газета». Основним його недоліком є те, що в розрахунках беруть участь лише ті підприємства, які захотіли надати інформацію про свою діяльність.

На відміну від фундаментальних розрахункові методи більш доступні й інформативні, з їх допомогою можна оперативно одержувати результатів, вони базуються на доступній для інвестора інформації, можуть бути використані для середньострокового прогнозування ринку як дрібними, так і середніми інвесторами. Ці методи не вимагають даних про динаміку цін і є прийнятними до низьколіквідних цінних паперів, якими є більшість українських акцій.

Розрахувавши і охарактеризувавши розрахункові методи, перейдемо до методів технічного аналізу, в основі яких лежить вивчення поведінки ринкової ціни, а прийомами аналізу є графіки зміни цін, що дозволяють визначити рівень розмежування між цінами купівлі-продажу, розрахувати усереднену ціну угоди, виявити тенденції зміни пропозицій з купівлі та продажу паперів.

Технічний аналіз – це інструмент короткострокового прогнозу, що використовується професійними учасниками ринку цінних паперів, які мають доступ до інформації про котирування, але не володіють звітністю аналізованих компаній-емітентів. Методи технічного аналізу ґрунтовно описані зарубіжними фахівцями фондового ринку, зокрема Р. Едвардсом, У.Джилером, Дж. Дрю.

Перевагами технічного аналізу є: оперативність, мінімальний обсяг вихідної інформації, наочність, всебічна апробованість багаторічним досвідом існування ринку цінних паперів.

Методи технічного аналізу дозволяють: виявити тенденції зміни ціни і стан ринку на визначену дату, визначити критичні точки падіння чи зростання ринкових котирувань, установити діапазон, у якому може знаходитися прогнозне значення ринкової ціни.

Практика застосування технічного аналізу на зарубіжних ринках цінних паперів доводить його універсальність, обумовлюючи умови функціонування методів: відкритість ринку, доступність даних про котирування й обсяги угод для всіх учасників; ліквідність ринку, регулярна

торгівля акціями; конкурентність ринку, незалежність загального рівня цін від дій одного учасника.

Сучасний вітчизняний ринок повною мірою не відповідає жодному з перерахованих умов, а перелік ліквідних акцій, для оцінки яких застосовуються різні технічні методи, досить малий. Погоджуючись з необхідністю і можливістю застосування технічних методів для аналізу кон'юнктури ринку, відзначимо, що українська специфіка переходу до ринкової економіки вносить корективи в методи, що традиційно використовуються зарубіжними учасниками ринку цінних паперів. Вітчизняна економіка опирається не на певну доктрину економічного розвитку, а на зміни політичної кон'юнктури, коли вирішального значення набувають не раціональні прогнози, побудовані на основі економічних закономірностей, а аналіз впливу політичних новин.

Важливою перешкодою для успішного застосування методів технічного аналізу є низька ліквідність ринку; несподівані ситуації, коли протягом декількох днів не укладаються угоди за акціями навіть відомих компаній, а оператори ринку займають вичікувальну позицію перед появою важливих політичних, рідше економічних новин. Якість технічного аналізу внаслідок розривів у ціновому ряді істотно знижується. Для успішного прогнозування необхідний доступ до великих обсягів статистичної інформації про ціни і величину угод у реальному масштабі часу, а він можливий лише для професійних учасників ринку цінних паперів, які мають вихід у торгову систему на базі телекомунікаційних засобів зв'язку та експлуатують сучасні програмні продукти для реалізації методів технічного аналізу.

Тому, дослідивши різні методи, ми прийшли до висновку, що професійним учасникам ринку цінних паперів необхідно обережно підходити до процесу вибору можливих напрямів вкладення коштів у різні види фондових інструментів, найбільш ефективних з точки зору інвестиційних цілей, шляхом розмежування: рішення про купівлю тих чи інших акцій має

впливати з фундаментального аналізу, а рішення про вибір моменту купівлі або продажу – з технічного.

Для інвестора, що не є професійним учасником ринку цінних паперів, технічні методи аналізу загалом малодоступні, становлять інтерес лише індекси, як індикатори зміни середньої ціни акцій певної сукупності емітентів. Індекси дають можливість оцінювати стан ринку загалом, визначити тенденції його поведінки.

Світова практика розвитку фондових ринків підтверджує необхідність використання індексів фахівцями і інвесторами, які приймають рішення про формування портфеля акцій або його корегування, оцінюючи дійсну і перспективну прибутковість наявного пакета цінних паперів.

В обчисленні індексу потрібно враховувати два аспекти – вибір методики розрахунку і визначення критеріїв добору паперів в індексний набір.

Вибір методики розрахунку здійснюється досить просто: оскільки індексом усереднюється зміна ціни, то розрахунок його проводиться за однією з формул середніх (арифметичної або простої зваженої, квадратичної або геометричної).

Основна проблема розрахунку біржового індексу – добір акцій в індексний набір. Необхідно, щоб вибірка була представницькою з позицій усього ринку цінних паперів. У світовій практиці відслідковуються ціни акцій солідних компаній, що складають основний оборот фондової біржі. При цьому число відібраних акцій диференціюється за галузями залежно від їхнього впливу на ринок, масштабності і значущості для національної економіки.

В умовах нестабільності і деякої штучності вітчизняного фондового ринку, його відокремленості від економіки, низької ліквідності цінних паперів і невизначеності їхнього майбутнього неможливо установити репрезентативну вибірку акцій для підрахунку індексу типу Доу-Джонса та інших, які служать індикатором змін в економіці країни. У той же час існує

велика потреба в регулярному якісному і кількісному визначенні стану ринку цінних паперів. У такій інформації, що комплексно характеризує діяльність фондового ринку, зацікавлені не лише фахівці з цінних паперів, а й інвестори.

У зв'язку з цим ми пропонуємо класифікацію методів аналізу кон'юнктури ринку цінних паперів, яка відображена в додатку Л. Параметрами, що обумовлюють самостійність групи методів, визначені: вихідна інформаційна база; розрахункові показники; методи аналізу; користувачі; сфера застосування.

Ми вважаємо, що об'єктивна оцінка ринку можлива в межах комплексного аналізу, при якому результати різних методів аналізу доповнюють і корегують загальну картину ринку.

Аналітики великих інвестиційних компаній використовують усі групи методів. Стратегічні інвестори більшою мірою спираються на фундаментальний аналіз; портфельні інвестори і професійні учасники ринку цінних паперів мають справу з технічним аналізом. Розрахункові методи аналізу доступні всім інвесторам, вони дають можливість оцінити як нинішній, так і майбутній ринок, тому, безперечно, відіграють найважливішу роль в розвитку інвестицій у цінні папери.

Ми вважаємо, що значення і динаміку показників, які характеризують інвестиційні якості цінних паперів, необхідно аналізувати в комплексі з оцінкою фінансового стану акціонерного товариства, оскільки параметри акцій обумовлюються станом підприємства. Розрахункові методи аналізу діяльності підприємства займають головне місце при оцінці рейтингу емітента, оскільки дозволяють об'єктивно оцінити його перспективи. Єдність вихідної інформації (фінансова звітність) є базою порівняння фінансового стану різних емітентів, що випускають різні цінні папери.

Проблеми оцінки фінансового стану підприємства досліджуються багатьма українськими і зарубіжними вченими. Основні принципи і послідовність аналізу розглядають В. Ковальов, О. Стоянова, А. Шеремет,

Р. Сайфулін, І. Балабанов, М. Крейніна, Т. Крилова та інші економісти.

Ці автори підкреслюють виняткову роль оцінки фінансового стану підприємства в ухваленні інвестиційного рішення. В. Ковальов зазначає: «будь-яке інвестиційне рішення ґрунтується на оцінці власного фінансового стану, розміру інвестицій і джерел фінансування, оцінці майбутніх надходжень» [87, с. 5]; О. Стоянова підкреслює, що фінансові коефіцієнти, що описують пропорції між різними статтями звітності, мають особливе значення для фінансового менеджера, «оскільки є основою для оцінки його діяльності зовнішніми користувачами звітності, насамперед акціонерами і кредиторами» [186, с. 33]. А. Шеремет і Р. Сайфулін акцентують на присутності та інформативності ключових параметрів фінансового аналізу, «що дають об'єктивну і точну картину фінансового стану підприємства» [216, с. 5].

Погоджуючись з думкою фахівців про роль оцінки фінансового стану підприємства, відзначимо, що при ухваленні рішення про інвестиції в акції, значення аналізу фінансового стану емітента ще більш зростає внаслідок ризикованості, безстроковості і низької ліквідності вітчизняних акцій.

Варто підкреслити також важливість оцінки фінансового стану емітента і при інвестиціях у боргові папери, оскільки імовірність регулярної виплати відсотків і повернення суми боргу є вищими у період сталої фінансової ситуації емітента.

У спеціальній літературі методика розрахунку індикаторів фінансового стану підприємства, описана на змістовому рівні, не завжди доведена до рівня конкретних статей звітів, що зумовлює необхідність пов'язування алгоритмів розрахунку оціночних показників з вихідною інформаційною базою.

Деталізований фінансовий аналіз є необхідним для прийняття стратегічних інвестиційних рішень, він базується на повній фінансовій звітності, в тому числі на балансі підприємства (ф. № 1) та звіті про фінансові результати і їхнє використання (ф. № 2).

Велика кількість фінансових коефіцієнтів, що є результатом деталізованих розрахунків, представлено показниками фінансової стійкості, платоспроможності, ліквідності, рентабельності і ділової активності. У додатку Н подано безліч індикаторів, що дозволяють провести докладний і всебічний аналіз стану емітента.

У зв'язку з тим, що для інвестора, який не має доступу до повної фінансової звітності, деталізований аналіз не можливий, ми пропонуємо методику аналізу, в основі якої лежить розрахунок сукупності особливо значущих фінансових показників. Розвиток вторинного ринку цінних паперів і нові емісії акцій ставлять перед інвесторами завдання оцінки безлічі можливих об'єктів інвестицій, вибору оптимального інвестиційного рішення, у якому, на наш погляд, ключову роль буде відігравати аналіз фінансового стану емітента разом з вивченням інвестиційних характеристик цінних паперів.

Саме тому, методика аналізу, яку ми пропонуємо, включає наступні елементи: вибір вихідної інформаційної бази; визначення розрахункових показників; завдання методики їхнього розрахунку, пов'язані з конкретними статтями балансу; розробку методики обчислення інтегрального показника, що дозволяє оцінити тип фінансової ситуації на основі інтегрального показника і виявлення його критеріїв.

Як джерело даних, для розробленої методики експрес-аналізу обраний бухгалтерський баланс емітента (ф. 1) та звіт про фінансові результати і їхнє використання (ф. № 2), ознайомитися з якими має право як акціонер, що приймає рішення про збільшення свого пакета акцій, так і потенційний інвестор. Методика аналізу побудована на принципі структурування балансу, проведенні його вертикального і горизонтального аналізу, обчисленні системи аналітичних коефіцієнтів, виявленні їхніх взаємозв'язків і динаміки. Вертикальний і горизонтальний аналіз балансу дозволяє інвестору одержати попередню інформацію про емітента; відстежити і спрогнозувати структурні зрушення в складі засобів і джерел їхнього покриття на основі розрахунку

питомої ваги окремих статей балансу в загальному, підсумковому показнику; виявити тенденції зміни окремих статей на базі визначення абсолютних і відносних змін значень показників.

Із сукупності індикаторів фінансового стану (див. додаток М) для аналізу ми обрали три групи показників, розрахунок яких можна виконати за даними бухгалтерського балансу та звіту про фінансові результати і їхнє використання:

- коефіцієнти ліквідності;
- коефіцієнти фінансової стійкості емітента;
- коефіцієнти рентабельності.

Аналіз ліквідності підприємства здійснюється за даними балансу та дає змогу визначити спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання. Коефіцієнти ліквідності (платоспроможності) відображають можливість емітента погасити короткострокові зобов'язання своїми засобами що легко реалізуються і включають:

- коефіцієнт абсолютної ліквідності (обчислюється як відношення грошових засобів та їхніх еквівалентів і поточних фінансових інвестицій до поточних зобов'язань та відображає, яку частину заборгованості підприємство здатне погасити практично негайно за рахунок коштів і фінансових вкладень);

- коефіцієнт покриття (розраховується як відношення оборотних активів до поточних зобов'язань підприємства, які можуть бути використані для погашення його поточних зобов'язань);

- коефіцієнт швидкої ліквідності (розраховується як відношення найбільш ліквідних оборотних засобів, тобто грошових засобів та їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій та дебіторської заборгованості, до поточних зобов'язань підприємства щодо сплати поточних зобов'язань за умови своєчасного проведення розрахунків з дебіторами);

- чистий оборотний капітал (розраховується як різниця між

оборотними активами підприємства та його поточними зобов'язаннями. Його наявність та величина свідчать про спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання та розширювати подальшу діяльність).

Метою розрахунку показників фінансової стійкості є оцінка можливості підприємства своєчасно і повністю виконати платіжні зобов'язання, які випливають з торгових, кредитних та інших операцій грошового характеру. Коефіцієнти фінансової стійкості відображають реальні і потенційні фінансові ресурси підприємства, співвідношення між платіжними і поточними грошовими надходженнями, ступінь захищеності інтересів кредиторів й інвесторів, які мають довгострокові вкладення в підприємства. Аналіз динаміки цих показників дозволяє виявити тенденції фінансового стану підприємства. Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства здійснюється за даними балансу підприємства, характеризує структуру джерел фінансування ресурсів підприємства, ступінь фінансової стійкості і незалежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування діяльності.

У групу показників фінансової стійкості включаються:

- коефіцієнт платоспроможності або автономії (розраховується як відношення власного капіталу підприємства до підсумку балансу підприємства і показує питому вагу власного капіталу в загальній сумі засобів, авансованих у його діяльність);
- коефіцієнт фінансування (розраховується як співвідношення залучених і власних засобів і характеризує залежність підприємства від залучених засобів);
- коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами (розраховується як відношення величини чистого оборотного капіталу до величини оборотних активів підприємства і показує забезпеченість підприємства власними оборотними засобами);
- коефіцієнт маневреності власного капіталу (показує, яка частина власного капіталу використовується для фінансування поточної діяльності,

тобто вкладена в оборотні засоби, а яка капіталізована);

- коефіцієнт маневреності власного капіталу (розраховується як відношення чистого оборотного капіталу до власного капіталу).

Аналіз рентабельності підприємства дає змогу визначити ефективність вкладення коштів у підприємство та раціональність їхнього використання.

Аналіз рентабельності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників:

- коефіцієнт рентабельності активів (розраховується як відношення чистого прибутку підприємства до середньорічної вартості активів і характеризує ефективність використання активів підприємства);

- коефіцієнт рентабельності власного капіталу (розраховується як відношення чистого прибутку підприємства до річної вартості власного капіталу і характеризує ефективність вкладення коштів в дане підприємство);

- коефіцієнт рентабельності діяльності (розраховується як відношення чистого прибутку підприємства до чистої виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) і характеризує ефективність господарської діяльності підприємства).

Значні коливання розрахункових коефіцієнтів навколо їхніх нормативних значень не дають достатньої можливості для чіткого визначення загальної оцінки фінансового стану емітентів і здійснення їх порівняльної характеристики.

Тому, для визначення типу фінансової стану емітента ми пропонуємо інтегральний трикомпонентний показник $S(\Phi)$, що показує, в якому стані знаходяться поточні зобов'язання емітента, покриті власними оборотними активами; яка забезпеченість підприємства власними оборотними засобами і який рівень його рентабельності:

$$S = \{\Phi_{л}, \Phi_{п}, \Phi_{р}\}; \quad (3.1)$$

де Φ включає:

$\Phi_{л}$ – покриття поточних зобов'язань грошовими засобами та їх еквівалентами;

Фп - надлишок (або нестача) власних оборотних засобів;

Фр – ефективність здійснення господарської діяльності та використання активів і грошових коштів.

На загальну величину запасів і витрат, а отже, і на значення показників Фл, Фп, Фр, великою мірою впливає затоварення готовою продукцією.

Як бачимо, інтегральний показник дозволив задати критерії віднесення фінансової ситуації емітента до певного типу, зокрема:

- абсолютна фінансова стійкість: усі компоненти інтегрального показника позитивні: $\Phi_l > 0$; $\Phi_p > 0,1$; $\Phi_r > 0$:

$$S = \{1, 1, 1\}; \quad (3.2)$$

- нормальна фінансова стійкість: забезпеченість підприємства власними оборотними коштами є меншою ніж позиковими (позитивні перший і третій компоненти інтегрального показника): $\Phi_l > 0$; $\Phi_p \leq 0,1$; $\Phi_r > 0$:

$$S = \{1, 0, 1\}; \quad (3.3)$$

- хитка фінансова ситуація: підприємство є рентабельним (позитивний тільки третій компонент): $\Phi_l \leq 0$; $\Phi_p \leq 0,1$; $\Phi_r > 0$:

$$S = \{0, 0, 1\}; \quad (3.4)$$

- кризова фінансова ситуація: усі компоненти інтегрального показника негативні: $\Phi_l \leq 0$; $\Phi_p \leq 0,1$; $\Phi_r \leq 0$:

$$S = \{0, 0, 0\}. \quad (3.5)$$

За допомогою цієї методики інвестор, оцінюючи ефективність інвестицій у цінні папери, не вдаючись у глибокі і важкі математичні розрахунки, має змогу достатньо швидко визначити фінансовий стан того чи іншого підприємства. У випадку, коли фінансова стійкість є абсолютною або ж нормальною, інвестор може сміливо вкладати свої кошти у це підприємство. В іншому випадку інвесторові не слід зосереджувати увагу на даному підприємстві.

Ця методика була застосована у відкритому акціонерному товаристві «Опілля» (табл. 3.1 – 3.5).

Таблиця 3.1

Показники оцінки майнового стану

№ з/п	Показник	2010	2011	Відхилення 2011-2010
1	Коефіцієнт зносу основних засобів	0,58	0,59	+0,01
2	Коефіцієнт оновлення основних засобів	0,001	0,03	+0,03
3	Коефіцієнт вибуття основних засобів	0,05	0,0001	-0,05

Відповідно до розрахунку коефіцієнту зносу основних засобів можна побачити, що за рахунок того, що первісна вартість основних засобів за два звітних періоди постійно збільшувалась, то їх знос за час експлуатації теж збільшувався. Це призвело до зростання рівня зносу на кінець 2011 року на 0,01, що свідчить про погіршення їх технічного стану.

Технічний стан і відповідальність основних засобів науково-технічним досягненням формується у процесі їх оновлення. Коефіцієнт вибуття основних засобів залежить від темпів оновлення основних засобів: що більше коефіцієнт вибуття основних засобів наближається до коефіцієнту оновлення, то нижчим є рівень зносу засобів і ліпшим є технічний стан. Це стосується і ВАТ "Опілля", де на кінець 2010 року коефіцієнт оновлення збільшився на 0,03, а коефіцієнт вибуття зменшився на 0,05.

Таблиця 3.2

Основні показники ліквідності за 2010-2011 роки

№ з/п	Показник	2010 р.	2011 р.	Відхилення 2011-2010
1	Загальний покриття	0,55	0,42	-0,13
2	Коефіцієнт швидкої ліквідності	0,18	0,19	-0,1
3	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,003	0,001	-0,0029
4	Чистий оборотний капітал, тис.	-	-	-3642

	грн.	1206	4849	
--	------	------	------	--

Коефіцієнт швидкої ліквідності враховує якість оборотних активів і є більш суворим показником ліквідності. Коефіцієнт швидкої ліквідності враховує той факт, що товарно-матеріальні запаси не є такими ж ліквідними, як гроші чи дебіторська заборгованість.

Виходячи з отриманих показників можна сказати, що ліквідність підприємства перебуває на досить низькому рівні, тобто низька здатність до перетворення активів на гроші швидко і без втрат їх ринкової вартості. Підприємству не вистачає грошових коштів для розрахунку за поточними зобов'язаннями і воно користується комерційним кредитом. Як видно із наведеного розрахунку коефіцієнт абсолютної ліквідності значно нижче нормативного мінімуму, так як становить 0,003 в 2010 році, 0,001 в 2011 році. Зменшення коефіцієнту пояснюється зменшенням грошових коштів на рахунках підприємства. У 2011 році коефіцієнт знизився до значення 0,0029 за рахунок значного збільшення короткострокових кредитів банку. Величина даного коефіцієнта свідчить про те, що за рахунок власних активів підприємство не зможе покрити заборгованості.

Таблиця 3.3

Показники платоспроможності підприємства

№ з/п	Показник	2010 р.	2011 р.	Відхилення 2011-2010
1	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	0,35	0,20	-0,15
2	Коефіцієнт фінансування	1,8	4,0	+2,2
5	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами	-0,79	-1,39	-0,6
6	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	-0,19	-1,18	-0,99

Відповідно за даними таблиці 3.3 показники характеризують фінансовий стан підприємства з позиції структури капіталу. Чим вище рівень

першого показника та нижче другого, тим стійкішим є фінансове положення підприємства. У нашому випадку станом на 2010 рік підприємство фінансувалося за рахунок власного капіталу на 55% та на 45 % за рахунок позиченого. За період з 2011 року до 2011 року відбувається зменшення в динаміці коефіцієнтів автономії. Це є негативною тенденцією, тому, що свідчить про зменшення підприємством фінансування своєї діяльності за рахунок власного капіталу до 65 % і за рахунок залученого до 35%. Відповідно при зменшенні частки власного капіталу зменшується коефіцієнт фінансової залежності та збільшується коефіцієнт фінансування. Коефіцієнт автономії станом на 31.12.2011 року має значення менше нормативного і свідчить про те, що в кожних 100 гривнях вкладених активів товариства 35 грн. - власні кошти (власний капітал).. Відбулося зменшення коефіцієнта забезпечення власними оборотними коштами станом на 31.12.2011 року даний коефіцієнт становить -1,39. Величина показника свідчить про нестійкий фінансовий стан підприємства і його неспроможність проводити незалежну фінансову політику.

Таблиця 3.4

Показники ділової активності підприємства

Показники	Роки		Відхилення 2011- 2010
	2010	2011	
Коефіцієнт оборотності активів	0,28	0,37	+0,09
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	3,86	6,19	+2,33
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	1,68	5,09	+3,41
Строк погашення дебіторської заборгованості, днів	214	71	-
Строк погашення кредиторської заборгованості, днів	93	58	-
Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів	7,5	4,8	-2,7

Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	0,15	0,19	-0,04
Коефіцієнт оборотності капіталу	1,4	1,3	-0,1

За результатами розрахунків бачимо, що кожна грошова одиниця активів принесла 0,28 грн. реалізованих послуг у 2010 р., та 0,37 грн. у 2011р., що є дуже позитивним значеннями. Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості на початок періоду склав 1,68 і до кінця періоду зріс на 3,41, коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості теж має тенденцію до зростання. Він склав у 2010 році 3,86 та 6,19 у 2011 році. Слід відмітити, що дебіторська заборгованість обертається дещо повільніше за кредиторську заборгованість. Збереження такої тенденції є позитивним моментом.

Таблиця 3.5

Показники рентабельності підприємства

Показники	Роки		Відхилення 2011-2010
	2010	2011	
Коефіцієнт рентабельності активів	0,02	0,12	+0,09
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,38	0,20	+0,18
Коефіцієнт рентабельності діяльності	0,71	0,31	-3,41
Коефіцієнт рентабельності продукції	0,26	0,09	-0,17

Коефіцієнт рентабельності активів розраховується як відношення чистого прибутку підприємства до середньої вартості активів. Цей коефіцієнт характеризує, наскільки ефективно підприємство використовує свої активи для отримання прибутку.

Коефіцієнт рентабельності власного капіталу розраховується як відношення чистого прибутку підприємства до середньорічної вартості власного капіталу. За попередній рік рентабельність власного капіталу становила 0,38, а за звітній 0,20, динаміка показників має негативний характер і зменшився на 0,18.

Коефіцієнт рентабельності діяльності – це відношення чистого прибутку підприємства до обсягу реалізованої продукції і характеризує ефективність господарської діяльності підприємства. Величина отриманих показників є не досить великою і зміна є незначною. У даному випадку рентабельність діяльності підприємства за минулий рік становить 0,71, а за звітний 0,31, динаміка показників має негативний характер.

Зокрема показники свідчать про не досить успішне ведення господарської діяльності, оскільки динаміка прибутків має негативний характер. Знижуючи витрати на працю робітників, підвищення рівня механооснащення можливо знизить собівартість продукції та послуг що як внаслідок підвищиться рівень прибутковості.

Запроваджена методика засвідчує той факт, що для ефективного управління інвестиційним процесом необхідно дослідити проблеми оптимізації стратегії управління портфелем цінних паперів, які є складовими цього процесу.

3.2. Оптимізація стратегії управління портфелем цінних паперів.

Сьогодні на ринку цінних паперів представлено практично усі типи цінних паперів – акції, облігації, векселі, ф'ючерси, опціони, які випускають різні емітенти: державні і муніципальні органи влади, акціонерні товариства.

Одним з найважливіших напрямків роботи на ринку цінних паперів є портфельні інвестиції. Портфелі цінних паперів формують великі інвестори (банки, інвестиційні компанії) та інвестори з невеликими обсягами вкладень (юридичні та фізичні особи), які бажають розмістити свої тимчасово вільні грошові кошти в інвестиційні інструменти з метою отримання прибутку. У цьому випадку вони найчастіше користуються послугами професійних учасників ринку цінних паперів.

Стан ринку й можливості інвестора визначають вибір його

інвестиційної стратегії. Саме тому портфельне інвестування поки що не стало переважаючим на вітчизняному ринку, однак, намітилися визначені підходи, реалізовані, зокрема, в обліку всіх придбаних, у результаті інвестиційних операцій, цінних паперів. Вони можуть враховуватися як балансова вартість портфеля, що періодично підлягає ринковій переоцінці тощо.

На стадії аналізу та розробки стратегії інвестиційний портфель є засобом досягнення стратегічних цілей. Під час реалізації кожного поректу необхідно визначити структуру інвестицій, тобто визначити, у які фінансові активи слід інвестувати свої кошти.

Інвестиційний портфель, як і кожен проект, що його складає, формується виходячи з цілого ряду критеріїв, що встановлює для себе інвестор. Лише деякі економісти виокремлюють критерії формування портфеля цінних паперів. Так, зокрема, Б. М. Щукін вважає, що до цих критеріїв слід віднести наступні:

- прибутковість;
- терміновість;
- рівень ризику;
- відповідність фінансовим ресурсам [220, с. 25].

Критерій прибутковості знаходить своє відображення в очікуваному зростанні доходів або за рахунок зростання вартості самого об'єкта інвестування (портфель зростання), або за рахунок високих та регулярних дивідендів на інвестований капітал (портфель доходу).

Інвестиційний портфель, що має мінімальний ризик втрати інвестованого капіталу, визначається як консервативний і навпаки – в разі високих показників очікуваної прибутковості інвестицій (і високого ризику) портфель називається агресивним.

Критерій терміновості досягнення інвестиційних цілей визначає вимоги інвестора до:

- термінів реалізації інвестицій;
- термінів досягнення потрібної прибутковості та окупності інвестицій;
- термінів життя (експлуатації) об'єктів інвестицій.

Ризикованість інвестиційного проекту визначається показником вірогідності недосягнення потрібної прибутковості або взагалі втрати інвестованих коштів. До цього критерію Б. М. Щукін відносить і характеристику ліквідності інвестицій, тобто можливість зворотного перетворення об'єкта інвестування знову у кошти [220, с. 22].

Відповідність проекту фінансовим ресурсам є критерієм вибору саме тих проектів, що відповідають обсягам коштів, які є або мають бути залучені інвестором. Це питання обсягів і розмірів інвестицій. Співвідношення власних і залучених коштів може бути різним, але чим більшою є частка власного капіталу ініціатора інвестиційного проекту (краще понад 50 %), тим надійнішим є проект.

Інші вчені – А. Козаченко та А. Осика – до критеріїв, що характеризують інвестиційний портфель, відносять:

1. Мету створення.
2. Ліквідність портфеля.
3. Види цінних паперів.
4. Ризик портфеля [92, с. 42].

При формуванні портфеля цінних паперів інвестори можуть мати на меті такі цілі інвестування:

- одержання відсотків;
- збереження капіталу;
- забезпечення приросту вкладених коштів;
- доступ до дефіцитних видів продукції;
- розширення сфери впливу перерозподілу власності;
- створення холдингових структур;

- інші.

Поняття ліквідності портфеля А. Козаченко та А. Осика розглядають з двох позицій, як здатність швидкого перетворення всього портфеля або його частини в грошові кошти і як здатність своєчасного погашення зобов'язань перед кредиторами, повернення грошових ресурсів, за рахунок яких був створений портфель цінних паперів чи його частина [92, с. 41].

Ризик портфеля розглядається як ймовірність обставин, за яких інвестор несе втрати і які викликані інвестиціями в портфель цінних паперів, а також операціями по залученню ресурсів для його формування.

Стосовно видів цінних паперів, з яких буде сформовано портфель цінних паперів, то вони залежать від характеристик цих цінних паперів, а також аналізу кон'юнктури ринку та самого інвестора.

Автори навчального посібника «Ринок цінних паперів (теорія і практика)» А. В. Калина, В. В. Корнеєв та А. А. Кошечев виокремлюють наступні критерії формування портфеля цінних паперів:

1. Безпечність.
2. Дохідність.
3. Ріст вкладень.
4. Ліквідність [83, с. 85].

Під безпечністю вкладів вони розуміють невразливість інвестицій до потрясінь на фондовому ринку і стабільність отримання доходу. Безпечність переважно знаходиться у зворотній пропорції від дохідності та росту вкладів.

Інший економіст А. Н. Буренін розглядає лише два критерії формування портфеля цінних паперів – очікувану дохідність та ризик [39, с. 240].

Узагальнивши результати розглянутих вище досліджень, ми дійшли висновку, що усі економісти серед критеріїв формування портфеля цінних паперів виокремлюють рівень ризику (безпечність інвестицій) та дохідність (прибутковість) вкладень. Але слід відзначити, що дохідність чи

прибутковість це лише одна з цілей формування інвестиційного портфеля, на що й звертає увагу А. В. Козаченко.

Іншим важливим критерієм інвестицій, як зазначають А. В. Козаченко та автори навчального посібника «Ринок цінних паперів (теорія і практика)» є ліквідність. Слід відзначити, що Б. М. Щукін теж розглядає ліквідність інвестицій, як одну з характеристик портфеля цінних паперів. Він включив її у критерій ризику.

На нашу думку, слід виділяти ліквідність інвестицій як окрему ознаку характеристики портфеля цінних паперів.

Б. М. Щукін виокремлює ще два критерії формування інвестиційного портфеля. На нашу ж думку, не слід розглядати окремо критерій терміновості, оскільки:

- термін реалізації інвестицій та досягнення потрібної прибутковості й окупності інвестицій можна віднести до цілей інвестування;
- термін життя об'єктів інвестицій визначається певними окремими особливостями цінних паперів, у які здійснюється інвестування.

Тому, ми вважаємо, що слід виділити окремою ознакою визначення видів цінних паперів при формуванні портфеля цінних паперів, як це зробив А.В.Козаченко.

Виходячи з сказаного вище, ми вважаємо, що при формуванні портфеля цінних паперів із врахуванням усіх вище наведених критеріїв необхідно зважати й на відповідність проекту фінансовим ресурсам інвестора, адже від цього залежать обсяги та розміри інвестицій.

Беручи до уваги наукові погляди вітчизняних та зарубіжних вчених, а також власне бачення інвестиційної політики, вважаємо, що інвестиційний портфель слід формувати, зважаючи на наступні критерії:

1. Мета створення.
2. Рівень ризику.
3. Ліквідність інвестицій.
4. Види цінних паперів.

5. Відповідність фінансовим ресурсам.

Формування інвестиційного портфеля – завдання багатокритеріальне, що повинно плануватись для майбутнього періоду і, відповідно, базуватися на прогнозах. Значною мірою це завдання, що не має остаточних визначених методик вирішення, але має типові процедури, загальні рекомендації та методи прогнозних розрахунків.

Дослідженню питання управління портфелем цінних паперів, а особливо його формуванню, приділяється значна увага як у науковій, так і в практичній роботі учасників фондового ринку.

Ми вважаємо, що управління портфелем цінних паперів – це здійснення комплексу заходів щодо інвестиційної політики, формування, аналізу, моніторингу портфеля цінних паперів з метою отримання доходів у вигляді дивідендів та/або участі в ефективному управлінні підприємствами (з акцій яких сформовано інвестиційний портфель) для максимізації економічного ефекту.

Управляючи портфелем, менеджер повинен вирішувати два найважливіші завдання:

- визначити ризик і очікувану дохідність портфеля (для цього йому слід визначити: переваги клієнта відносно параметрів ризику і дохідності, режим оподаткування, інвестиційний горизонт, оцінити трансакційні витрати по формуванню і управлінню портфелем, визначити ризик і очікувану дохідність активів-претендентів на включення в портфель, ступінь кореляції їх дохідності;

- визначати реальну динаміку показників портфеля в процесі його управління і, у випадку необхідності, переглядати склад портфеля тобто продавати і купувати інвестиційні інструменти.

Вітчизняні та зарубіжні економісти виокремлюють два методи управління портфелями цінних паперів – пасивний та активний.

Пасивної стратегії дотримуються менеджери, які вважають, що ринок є ефективним. В цьому випадку немає необхідності часто переглядати

портфель, оскільки такий ринок є відносно стабільним, а рівень зміни дохідності і ризику є незначним. Дотримуючись пасивної стратегії, формується так званий пасивний портфель, який складається з безризикових цінних паперів з метою володіння ними протягом тривалого періоду часу. Суть пасивної стратегії полягає у формуванні диверсифікованих портфелів з наперед визначеним граничним рівнем ризику і довготривалим утриманням їх у незмінному стані. Пасивні стратегії характеризуються низьким оборотом, мінімальним рівнем накладних витрат і низьким рівнем ризику.

Активну стратегію використовують ті менеджери, які вважають, що ринок не завжди є ефективним. Тому склад портфеля потрібно постійно переглядати, щоб регулярно отримувати високі доходи за прийнятної для інвестора рівня ризику та ліквідності у період неефективного стану ринку.

Основним завданням активного управління є прогнозування розміру можливих доходів від інвестованих засобів. Важливим є те, що той менеджер, який більш точніше оцінює хід подій на фінансовому ринку, буде управляти портфелем цінних паперів ефективніше. Активні менеджери вважають, що вміст будь-якого портфеля є явищем тимчасовим, оскільки через зміни ринкових умов, або під впливом інших факторів сума очікуваних доходів зменшується. У такому випадку слід замінити неефективні фінансові інструменти або весь портфель цінних паперів на інший.

Розробка інвестиційних стратегій завжди ґрунтується на аналізі прибутковості від вкладення засобів, часу інвестування і виникаючих при цьому ризиків. Ці фактори у взаємозв'язку визначають ефективність вкладів у той чи інший інструмент фондового ринку.

Прийнята інвестиційна стратегія визначає тактику вкладення засобів: скільки засобів і в які цінні папери варто інвестувати і, отже, завжди являється основою операції з цінними паперами. Тому розробка інвестиційної стратегії насамперед необхідна для максимізації доходу від вкладення засобів на основі мінімізації ціни ресурсів, використовуваних для інвестування, і витрат на проведення операції, та вибору варіанта

інвестування, що забезпечує найвищу, у порівнянні з можливими, прибутковість.

Потенційному інвесторові при управлінні потрібно застосовувати до сукупності різних видів цінних паперів відповідні методи і технологічні можливостей, що дозволить:

- зберегти інвестовані засоби;
- досягти максимального рівня доходу;
- забезпечити інвестиційну спрямованість і ліквідність портфеля.

Управління портфелем цінних паперів має на меті зниження інвестиційного ризику, одержання доходу (у вигляді дивідендів і відсотків, а також різниці між цінами купівлі і продажу), забезпечення приросту капіталу і передбачає планування, формування, аналіз і регулювання його структури для досягнення поставлених цілей при збереженні необхідного рівня його ліквідності і мінімізації витрат, пов'язаних з ним.

Головна мета активного управління – одержання доходу, рівень якого буде вищим за середній рівень, що склався на ринку, при збереженні того ж рівня ризику портфеля. За середньоринковий рівень найчастіше береться індекс ринку, що, згідно з В. Шарпом, повинен відповідати наступним вимогам: портфель, що представляється індексом, повинен бути добре диверсифікованим (тобто кількість цінних паперів у ньому повинна бути досить великою) і рідко переглядатися. Витрати на придбання такого портфеля повинні бути невеликими, а індекс повинен постійно публікуватися.

Розглядаючи активне управління, виокремимо два його напрямки: стратегію прогнозування і стратегію свопінгу (рис. 3.1).



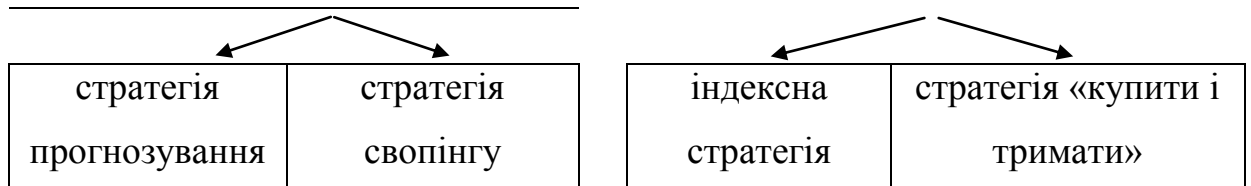


Рис. 3.1. Стратегія управління портфелем цінних паперів

Стратегія прогнозування ґрунтується на побудові інвестором прогнозів напрямку, величини і моментів змін ринкового відсотка. На основі цих прогнозів відбувається формування портфеля і, у майбутньому, зміни його структури.

Ми вважаємо, що особливо успішно цей вид стратегії може застосовуватися тими інвесторами, що мають додаткову інформацію, якою не володіють інші учасники ринку. Стратегія свопінгу має на увазі постійний обмін, ротацію цінних паперів через ринок. Інвестор постійно відслідковує всі зміни структури фондового ринку. З появою на ринку більш вигідних паперів вони купуються, а папери, раніше включені в портфель, при падінні їхньої ефективності продаються. Як частина активної стратегії може використовуватися також арбітраж, коли окремі невеликі тимчасові розбіжності курсів між окремими ринками або їхніми сегментами використовується для отримання прибутку. Інший варіант – пошук недооцінених паперів, наприклад, у розрахунку на одиницю вироблених емітентом товарів (нафти, металу тощо) у порівнянні з цінними паперами аналогічних підприємств. Виграш досягається не стільки за рахунок диверсифікованості портфеля, скільки за рахунок купівлі цінних паперів за нижчим курсом поточних коливань курсової вартості і продажу їх за високим курсом.

За допомогою цієї стратегії ми сформували портфель цінних паперів підприємств, акції яких успішно купуються і продаються в ПФТС.

Як можна побачити у додатках Н і Р, протягом 24 тижнів нами проводилось фіксування максимальної ціни купівлі акцій визначеної групи

ВАТ та мінімальної ціни їх продажу. З врахуванням цих даних ми визначили ринкову вартість акцій кожного підприємства по тижнях, що дало можливість відстежити динаміку зміни ринкової вартості цінних паперів цих емітентів (див. додаток Т) для того, щоб сформувати ринковий інвестиційних портфель.

Із врахуванням рівня капіталізації кожного відкритого акціонерного товариства, динаміка зміни якого по тижнях відображена в додатку Т, ми сформували портфель цінних паперів даних емітентів з метою пасивного управління ним (див. додаток У).

Наприклад, з наявних однієї тисячі гривень, ми зможемо сформувати портфель із 336 акцій, у тому числі:

- ВАТ «Дніпроенерго» – 2 акції на суму 91,15 грн;
- ВАТ «Донбасенерго» – 10 акцій на суму 62,63 грн;
- ВАТ «Центренерго» – 225 акцій на суму 96,60 грн;
- ВАТ «Західенерго» – 5 акцій на суму 92,52 грн;
- ВАТ «Київенерго» – 44 акції на суму 154,56 грн;
- ВАТ «Укрнафта» – 22 акції на суму 461,87 грн;
- ВАТ «Концерн «Стірол» – 1 акція на суму 7,38 грн;
- ВАТ «Укррічфлот» – 3 акції на суму 19,15 грн;
- ВАТ «Запоріжжяобленерго» – 2 акції на суму 2,74 грн;
- ВАТ «Нижньодніпровський трубопрокатний завод» – 9 акцій на суму 10,10 грн;
- ВАТ «Харцизький трубний завод» – 13 акцій на суму 0,66 грн;
- ВАТ «Дніпрошина» – 1 акція на суму 0,64 грн.

Із врахуванням сукупної вартості відкритих акціонерних товариств до ринкового портфеля, обмеження для якого ми встановили у кількості 100 штук акцій, не увійшли цінні папери таких емітентів як ВАТ «Запоріжжяобленерго», ВАТ «Харцизький трубний завод» та ВАТ «Дніпрошина» (див. додаток Ф).

Основною ідеєю стратегії пасивного управління є гіпотеза про

ефективність ринку, на якому практично немає можливості отримати додатковий прибуток без відповідного збільшення ризику, а отже, головна ідея активного управління пов'язана з додатковими витратами. Головною метою пасивного управління є максимально можливе зниження несистематичного ризику портфеля шляхом його диверсифікації. Цей тип управління передбачає створення добре диверсифікованого портфеля із заздалегідь визначеним рівнем ризику. Тому інвестор повинен орієнтуватися на сформовані ринком пропорції і формувати портфель на основі розрахунків аналітиків. Ліквідність, ризик і прибутковість цінних паперів, які формують портфель, повинні відповідати середнім умовам ринку і обумовлюватись ними.

Структура портфеля або не змінюється протягом довгого часу, або періодично змінюється залежно від змін структури ринку. Відповідно, у рамках пасивної стратегії управління можна виокремити стратегію «купити і тримати», яка припускає, що після формування портфеля включені в нього цінні папери можна тримати протягом довгого терміну, незважаючи на поточні коливання структури ринку (якщо це портфель облігацій, то вони, як правило, купуються до погашення).

Прикладом пасивної політики може бути формування індексних портфелів (портфелі, у які входять цінні папери на основі яких розраховується той чи інший фондовий індекс). У цьому випадку ринкова вартість портфеля повторює рух фондового індексу, витрати на його аналітичну підтримку мінімальні, а витрати на виплату комісійних брокерам стимулюють їх прагнення активно купувати-продавати цінні папери, досягаючи максимуму приросту курсової вартості.

На рис. 3.2 ми бачимо, що різні індекси можуть відображати різну економічну ситуацію в один і той же день, що вводить в оману власників цінних паперів. Це пов'язано перш за все з різною базою для розрахунку індексів.

Найпоширенішим і найуживанішим українським індексом є індекс

ПФТС, хоча і він не є досконалим.

У зв'язку із нестабільністю індексу та впливом на нього світових індексів, а також недосконалістю розрахунку українських індексів, на нашу думку, такий портфель буде неефективним.

Перевага пасивної стратегії полягає в низьких витратах на управління портфелем, тому що інвестору не потрібно здійснювати додаткові дорогі дослідження фондового ринку й окремих паперів, немінучі за активного управління, тому пасивна стратегія може використовуватись тими інвесторами, обсяги вкладів яких відносно невеликі.

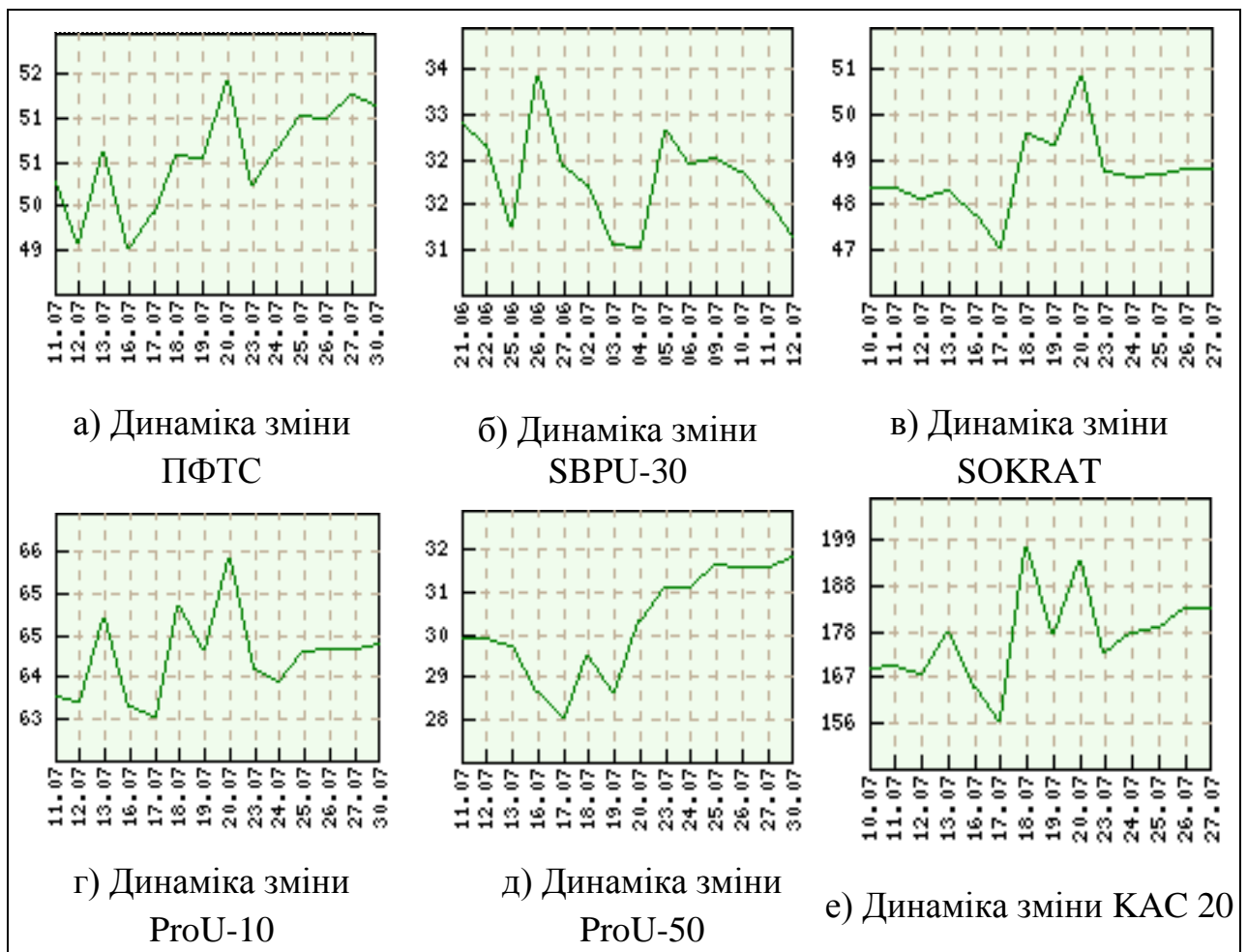


Рис. 3.2. Динаміка зміни основних українських індексів [238]

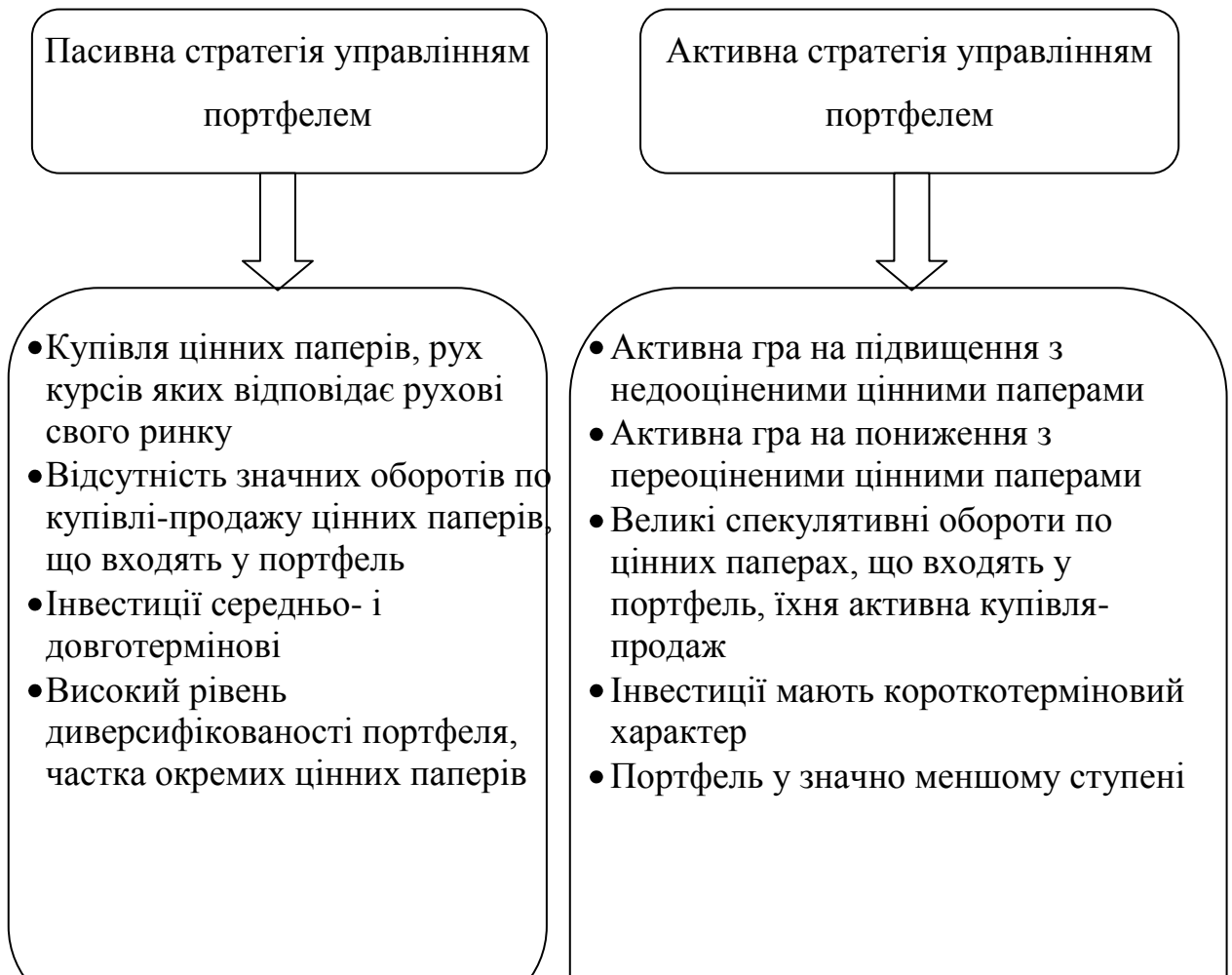
Портфель великого інвестора – банку, інвестиційної компанії, як правило, складається з декількох структурних частин. До однієї частини

застосовується активне управління, а до іншої – пасивне. Також можуть застосовуватися різні комбінації описаних стратегій.

Коротка характеристика пасивної й активної інвестиційної політики приведена на рис. 3.3.

Стратегічне планування інвестиційної діяльності на фондовому ринку повинно містити в собі методи страхування і гарантування інвестицій. Запобігання витрат від інвестицій у цінні папери здійснюється на основі:

- портфельних стратегій, що знижують ризики при зміні ринкових тенденцій;
- хеджування ризиків вкладів в окремі цінні папери;
- одержання гарантій від третьої сторони про прийняття на себе відповідальності при настанні різних видів ризику (кредитного, валютного, зміни ліквідності тощо);
- укладання договору про страхування інвестиційних ризиків зі страховою компанією (страхування основної суми інвестицій і страхування доходів).



<p>мала, портфельний ризик розосереджений</p> <ul style="list-style-type: none"> • Низькі витрати на управління портфелем 	<p>диверсифікований, велика частка окремих, «багатообіцяючих» цінних паперів, на яких сконцентрований портфельний ризик</p> <ul style="list-style-type: none"> • Детальний аналіз кон'юнктури ринку • Значні витрати на управління портфелем
--	--

Рис. 3.3. Характеристика стратегій управлінням портфелем цінних паперів

Хеджування – це укладання на біржі угоди з цінними паперами, протилежної основній угоді. Виграш настає у випадку, коли в основній угоді реалізується ризик і виникає програш, що компенсується прибутком від хеджової угоди.

Наприклад, при інвестиціях у цінні папери з метою фіксації їхньої ціни, для страхування від зниження їхньої ринкової вартості та уникнення курсових втрат купують опціони на їх продаж (або ф'ючерсні контракти), тобто купують право на їхній продаж із фіксованою заздалегідь ціною у визначений термін. Якщо до моменту виконання опціону курс цінного папера знизився і в основній угоді (інвестиції) виникнуть курсові втрати, то по опціону буде отриманий виграш, який дорівнює різниці між заздалегідь фіксованою ціною постачання цінного папера і зниженим курсом на ринку.

Вибір типу портфеля, інвестиційної політики, рівня ризику і прибутковості, прийнятного для інвестора, обумовлює необхідність встановлення кількісних критеріїв розподілу інвестицій, задання рівня ризику і прибутковості портфеля. Їх встановлюють керуючі для кожного типу портфеля, підтримуючи надалі задану структуру інвестицій.

Ситуації і прості портфельні стратегії у цьому випадку нами представлені у додатку Х.

У процесі управління портфелем цінних паперів одну з найважливіших ролей відіграє аналіз фондового ринку. Спостереження за поведінкою ринкових курсів, аналіз реального капіталу, вартість цінних паперів і, на цій

основі, прогнозування їх вартості на майбутній період - це основи портфельного інвестування. Особливе значення в цьому процесі надається фундаментальному і технічному аналізу фондового ринку.

За характером здійснення інвестиційного процесу інвестори поділяються на агресивних, консервативних і поміркованих.

Агресивний інвестор схильний як до довгострокових, так і до короткострокових інвестицій, не вимагаючи високих поточних доходів у вигляді відсотків або дивідендів. Оскільки акції промислових підприємств мають найбільший потенціал зростання, то саме вони складають основну частину активів агресивного інвестора. Активна стратегія передбачає, з одного боку, уважне вивчення і придбання найбільш ефективних цінних паперів, з іншого боку – ротацію портфеля і швидке позбавлення від низькодохідних активів.

Вартість капіталу може як рости, так і падати, тому пошук недооцінених акцій може бути даремним. В зв'язку з цим, в основі консервативного (пасивного) управління лежить уявлення, що ринок сам визначить рівень ефективності цінних паперів. Суть консервативної стратегії полягає у створенні добре диверсифікованих портфелів із заздалегідь визначеним рівнем ризику і тривалим утриманням портфеля в незмінному стані.

Основна мета консервативного інвестора полягає в одержанні стійкого поточного доходу при невеликій частці ризику. Звичайно, ці доходи значно менші, ніж в агресивних інвесторів, але їх можна досить точно передбачити і вони носять регулярний характер, тому портфель консервативного інвестора складається в основному з державних цінних паперів. Рівень диверсифікованості такого портфеля значно вищий, ніж в агресивного інвестора, це дозволяє знизити ризик інвестування. Консервативному портфелю властивий низький оборот і незначні накладні видаткові витрати, пов'язані з управлінням.

Основні цілі помірно-консервативного інвестора - зростання капіталу й

одержання поточних доходів при контрольованому ризику. До складу такого портфеля включаються довгострокові інвестиції, пов'язані зі зростанням курсової вартості та інвестиції з заданим рівнем прибутковості.

Таким чином, формування і корегування портфеля цінних паперів припускає вибір типу інвестування, визначення вимог до прибутковості, надійності і ліквідності.

Поняття ліквідності портфеля цінних паперів може розглядатися з двох позицій:

1. Це здатність швидкого перетворення всього портфеля або його частини в кошти (з невеликими витратами на реалізацію і за відсутності значних втрат у курсовій вартості);

2. Це здатність своєчасного погашення зобов'язань перед кредиторами, повернення їм запозичених коштів, за рахунок яких був сформований портфель або його частина.

Що стосується безпечності вкладів, то ця мета особливо важлива для великих консервативних інвесторів: пенсійних фондів, страхових компаній та ін. Як об'єкт інвестування у такому випадку вибираються насамперед державні облігації і деякі корпоративні облігації, а також обмежене коло привілейованих акцій компаній.

Прибутковість вкладів є основною метою багатьох банків, інвестиційних компаній, пайових фондів. Об'єктом інвестування у цьому випадку є цінні папери середньої якості; корпоративні облігації, привілейовані акції, акції монополій і великих, добре відомих компаній.

Отже, управління інвестиційним портфелем цінних паперів має на меті перерозподіл інвестицій між набором фінансових активів. Опишемо чотири схеми можливого управління портфелем цінних паперів.

Перша схема полягає в інвестуванні у цінні папери фіксованої суми коштів через визначені інтервали часу. Оскільки курси на фондовому ринку мають властивість постійно коливатися, то при їхньому зниженні купується більша кількість цінних паперів, а при підвищенні – менша. Використовуючи

таку стратегію, інвестор отримує прибуток за рахунок приросту курсової вартості у результаті циклічних коливань курсів.

Сформувати інвестиційний портфель і управляти ним за допомогою запропонованої схеми, можна використовуючи найбільш ліквідні на фондових біржах цінні папери. Це пасивна схема управління портфелем. Однак, вона дозволяє заощадити засоби на проведення фундаментальних аналізів фондових цінностей.

За другою схемою, портфель поділяється на дві частини: спекулятивну і консервативну.

Спекулятивна – формується з високо ризикових корпоративних цінних паперів, що обіцяють зростання курсової вартості і відповідно високі доходи. Консервативна – буде складатися з державних цінних паперів, яким властивий незначний ступінь ризику. Спекулятивна частина портфеля постійно час підтримується на одному рівні. Якщо її вартість зросте на певне значення, яке встановлює інвестор, то на отриману різницю (прибуток) купуються папери для консервативної частини. При падінні вартості спекулятивних паперів її відновлюють за рахунок реалізації паперів, які складають другу частину.

Третьою схемою управління інвестиційним портфелем також передбачений поділ портфеля на дві частини: спекулятивну і консервативну. Однак, на відміну від другої схеми, тут уже встановлюється не фіксована частка, а задається деяка пропорція, при досягненні якої здійснюються операції з відновлення початкового співвідношення між спекулятивними і консервативними частинами портфеля. Важливо відзначити, що пропорція фіксується у визначеному співвідношенні і тому дану схему іноді називають «схема фіксованої пропорції».

Наприклад, припустимо, що інвестор має один мільйон гривень вільних засобів і вирішує встановити співвідношення між спекулятивними і консервативними частинами як один до двох (тобто 335 тис. грн. і 665 тис. грн.). Нехай портфель перегрупується щоразу, коли вартість

спекулятивних інструментів стає більше 1,3 або менше 0,7.

Через якийсь час після формування такого портфеля вартість спекулятивної частини упала до 230 тис. гривень і тим самим встановлена пропорція порушилася. У цьому випадку продають частину цінних паперів, з яких сформована консервативна половина портфеля. Для відновлення пропорції необхідно продати фондових цінностей на 68 тис. гривень і поповнити за рахунок цієї суми спекулятивну частину $(665 - ((230 + 665) / 3) * 2)$. Якщо спекулятивна частина зростає до 450 тис. грн., то в цьому випадку портфель знову перегруповують, після чого обидві частини будуть мати вартість відповідно 370 тис. грн. і 740 тис. грн.

Четверта схема називається «схемою пропорцій, що плавають». За цією схемою інвестор встановлює взаємозалежні співвідношення для регулювання вартості спекулятивної і консервативної частини. Дана схема вимагає проведення ґрунтовного аналізу циклічних коливань курсів.

Управління інвестиційним портфелем із використанням цієї схеми полягає у встановленні пропорцій, що плавають. Припустимо, що інвестор зрівняв обидві частини свого портфеля й установив наступні умови: спекулятивна частина становить 60 % вартості портфеля, то величина спекулятивної частини повинна бути зменшена до 40 %; якщо ж перша впаде до 45 %, то її необхідно збільшити до 55 %.

Перераховані вище моделі управління інвестиційним портфелем використовують операції як з акціями, так і з облігаціями, однак не завжди інвестор бажає формувати свій портфель з акцій. Це пов'язано з ризиком одержання нижчої фактичної прибутковості, в порівнянні з розрахунковою. З метою захисту від ризику й одержання стабільного доходу, а також з погляду ліквідності цінних паперів інвестор може сформувати свій інвестиційний портфель з державних облігацій.

Тому ці стратегії використовують ті інвестори, які обирають активну стратегію управління портфелем, хоча у нинішній ситуації ми пропонуємо користуватись стратегією прогнозування з використанням українського

індексу ПФТС у поєднанні з технічним та фундаментальним аналізами, для отримання найвищих результатів від управління портфелем цінних паперів.

Необхідність проведення диверсифікованості інвестицій і вироблення механізмів захисту від існуючих інвестиційних ризиків є основними засобами боротьби з кризою на фондовому ринку.

Сказане вище, дає нам підстави рекомендувати інвестору для формування портфеля цінних паперів наступне:

1. При купівлі корпоративних цінних паперів особливу увагу приділяти експортно орієнтованим галузям виробництва. Нині час привабливими є: нафтові компанії, металургійний підприємства, нафто-газопереробна галузь, підприємства зв'язку та енергокомпанії. Перспективними можуть виявитися й інвестиції в лісову і деревообробну галузь. Девальвація гривні повинна позитивно позначитися на доходах експортерів. З'являється можливість виграти від економії на гривневій складовій собівартості, одержуючи велику виручку у національній валюті і розширюючи внутрішню закупівлю сировини і комплектуючих. Необхідно зазначити, що ця економія може виникнути тільки в тому випадку, якщо частка гривневих витрат у вартості експортної продукції досить велика.

2. З погляду на посилення ролі держави в справі регулюванні економіки інвесторам можна поради звернути увагу на акції Ощадного банку України.

3. З погляду на девальвацію гривні, інфляційні тенденції в економіці та постійні зміни в законодавчій і нормативній базі, можна припустити, що найбільші труднощі виникнуть у підприємств, що виробляють продукцію з імпоротної сировини (або ж частка імпортованих комплектуючих має істотні розміри). У зв'язку з цим інвестору слід з обережністю ставитися до підприємств, залежних від імпортованої сировини.

Звернемо вагу на ще один важливий аспект. Завдання керівника, що відповідає за інвестиційну політику, полягає у здійсненні повного аналізу вартості ресурсів, а також виробленні механізмів оптимізації розміщення

тимчасово вільних засобів для одержання максимального доходу при мінімальному зниженні ліквідності. Правильна організація управління засобами є однією з важливих складових частин процесу оптимізації як внутрішньої структури, так і діяльності підприємства загалом, особливо на тлі глобальної фінансової кризи в країні, що і обумовило необхідність розгляду цієї теми.

3.3. Засоби підвищення ефективності управління портфелем цінних паперів

Фондові ринки країн, що розвиваються, дістали назву «екзотичних», оскільки це нові й не досить стійкі ринки, розвиток яких постійно супроводжується то стрімкими злетами, то відчутними падіннями. Звичайно, і розвинуті (традиційні) ринки підвладні загальним законам розвитку ринкової економіки, вони також циклічно проходять стадії падінь та зростання. Щоб визначити динаміку розвитку фондового ринку чи то якоїсь окремої країни, або світового ринку загалом, дослідникам доводиться ретельно аналізувати інформацію про поточну кон'юнктуру фондового ринку, вивчати процеси змін фондових індексів.

У світовій практиці індексами користуються як інструментом оцінки інвестиційної привабливості фондового ринку. А це, у свою чергу, є джерелом інформації для професійних учасників дослідження, індикатором прибутковості портфеля цінних паперів, інструментом хеджування, доброю основою для укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів на індекси, визначення середньоринкової ціни на акції підприємств певної галузі.

Застосування тієї або іншої методологічної основи при обчисленні фондових індексів залежить насамперед від складності поставлених завдань. Вивчення й аналіз набутоків практичного використання відомих світових фондових індексів дали підстави виділити особливості їхньої побудови з

врахуванням характеру вирішуваних індексами практичних завдань:

- визначення інвестиційної привабливості ринку цінних паперів;
- здійснення фінансового аналізу і прогнозування на основі значень індексу;
- забезпеченість необхідною інформацією при формуванні портфеля цінних паперів;
- використання індексів як інструмента хеджування;
- оцінка інвестиційної привабливості галузі.

Ринки країн, що розвиваються, характеризуються загалом низьким рівнем ВВП на душу населення (у порівнянні з країнами добре розвинутих ринків). Такі країни демонструють відносну політичну й економічну стабільність, мають конвертовану валюту і дають можливість іноземним інвесторам вкладати кошти в їхні цінні папери.

Найбільший інвестиційний банк Morgan Stanley Capital International (США) визначає ринки понад двадцяти країн як такі, що розвиваються. Це, зокрема, ринки: Індії, Південної Кореї, Малайзії, Пакистану, Філіппін, Шрі-Ланки, Тайваню, Таїланду, Аргентини, Бразилії, Чилі, Колумбії, Мексики, Перу, Венесуели.

Оціночними індикаторами інвестиційної привабливості ринків, що розвиваються, слугують індекси, розроблені спеціально для оцінки цих ринків - Emerging Markets indexes.

Аналіз методичних прийомів, застосовуваних при побудові індексів ринків, що розвиваються, показав: такі індекси, як IFC Global і MSCI Global імітують рівень актуальності портфеля акцій, доступних місцевим інвесторам, причому більший акцент робиться на компаніях з великою капіталізацією. Індекси IFC Investible, IFC Frontier, MSCI Free, BEMІ корисні як для стратегічних, так і портфельних інвесторів.

Україна увійшла до складу одного з індексів, які обчислюються Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC)-IFC Frontier. Включення України до IFC Frontier дає можливість зарубіжним інвесторам одержати

інформацію про українських емітентів. Наша країна зацікавлена у зовнішніх капітальних вкладеннях, котрі не так уже й легко отримати, якщо інвестори не мають достатньо інформації про ситуацію на ринку. Між значенням індексу і розміром інвестиційних ресурсів, що надходять в країну, існує тісна кореляція - чим вище значення індексу, тим більший приплив капіталу.

Вибір індексу, що здатний адекватно відобразити поведінку всього ринку, залежить від авторитетності й компетентності його розробника, а ще - від історії індексу, практики його використання, а також використовуваної методики.

Глобалізація ринків капіталів і пов'язана з нею глобалізація інвестиційних процесів, стрімкий міжконтинентальний обіг капіталів роблять недостатнім обчислення тих індексів, що застосовуються виключно для розвинутих фондових ринків. У сучасних економічних умовах для того, щоб залучити країну до світових інвестиційних процесів, необхідно наполегливо розробляти нові фондові індикатори, активно використовуючи, звичайно, і всі існуючі.

Світові фондові індекси часто використовуються як інструменти прогнозування. Проте для цієї мети, як засвідчує практика, непридатним виявилось застосування фондових індексів ринків, що розвиваються.

На жаль, ті фондові індекси, що обчислюються сьогодні в Україні (ПФТС, ProU-50, SBPU-30, KAC-20, WOOD), теж не орієнтовані на прогнозування кон'юнктури ринку. Відомо, що для правильної оцінки змін макроекономічної ситуації, здійснення коротко- і довгострокового прогнозування необхідно провести обчислення великої кількості різноманітних індексів на основі не меншої кількості акцій, а краще - на основі акцій «блакитних фішок» (в Україні лише кілька підприємств можуть претендувати на це звання).

Оцінка ефективності управління портфелем потребує індексів, база яких максимально наближена до структури портфеля. Інші характеристики індексу значною мірою залежатимуть від того сектора ринку, на якому

працює компанія–власник портфеля. Якщо власник портфеля вкладає кошти тільки в акції компаній з високою ліквідністю, то для орієнтира можна послуговуватись індексом, що призначений для аналізу макроекономічної ситуації на ринку (на українському фондовому ринку таким індексом є WOOD-15). Якщо власник портфеля наділений правом вкладати кошти в акції компаній з найбільшою капіталізацією, що виступають маркет-мейкерами певного національного ринку, то орієнтиром може слугувати індекс ПФТС. Якщо ж господар портфеля вирішив вкладати кошти в акції різних компаній, незалежно від їх ліквідності й обсягу капіталізації, то в такому разі обирається індекс із базою, максимально наближеною до структури портфеля, і саме це дасть змогу прогнозувати зміни в кон'юктурі ринку.

Створення ліквідного ф'ючерсного ринку в Україні лише починається. Передумовами формування і створення строкового ринку на індекси мають бути:

- наявність системи індексів, що відображатимуть реальні зміни цін на цінні папери, яким довірятимуть більшість учасників ринку;
- наявність з боку інституційних інвесторів потреби страхування ризиків, пов'язаних з володінням великими диверсифікованими портфелями цінних паперів українських емітентів.

Для оцінки інвестиційної привабливості галузі використовується лише один з українських фондових індексів - InekoDEX, за допомогою якого відстежуються локальні коливання кон'юктури ринку акцій енергетичних компаній. Він також може використовуватися для підвищення ефективності управління портфелем, до складу якого входять виключно акції енергетичних компаній. Варто зазначити, що InekoDEX - перший галузевий індекс на українському фондовому ринку. Він відбиває поточну ситуацію на ринку акцій енергетичних компаній і настроїв учасників ринку щодо цих акцій.

Вивчення практики використання зарубіжних і вітчизняних фондових індексів дає можливість розробнику закласти в індекс такий інструментарій,

щоб у подальшому з його допомогою можна було вирішувати широке коло практичних завдань. Для цього визначається методика підходу до розробки кожного окремого індексу, а також критерії, що впливають на значення фондових індексів (див. додаток Ц).

Найчастіше критеріями добору виступають ринкова капіталізація, активність укладання угод, котирування акцій компаній на позабіржовому ринку, частка компанії у ВВП даного сектора економіки.

Добір підприємств у базу індексу серйозно проводять розробники індексу ПФТС. До підприємств-претендентів застосовуються критерії, що належать до трьох груп. Тобто щоб увійти в індекс, компанія повинна мати відповідний розмір статутного фонду, а частка акцій компанії, що знаходяться у вільному обігу на ринку, мусить становити не менше 20% - це загальноринкові критерії. Ринкова капіталізація компанії має перевищувати 10 млн. грн. - це розрахунково-фінансовий критерій. Крім усього цього акції компанії повинні котируватися на позабіржовому ринку, реєстр цінних паперів має вести незалежний реєстратор, а за акціями цієї компанії повинні активно укладатися угоди – це критерії розвиненості інфраструктури ринку.

Загальним недоліком усіх українських фондових індексів є те, що розробники, вирішуючи питання про включення підприємства у фондовий індекс, не розглядають тип фондового ринку, на якому функціонує компанія, не враховують особливостей національного законодавства з погляду доступності акцій компанії зарубіжним інвесторам, розміру компанії, місця її в рейтингу фінансових інструментів, розміру валового доходу.

Характерною рисою українського фондового ринку є невеликий обсяг доступної інформації про емітента, насамперед самі компанії відмовляються розкривати інформацію стосовно розміру статутного фонду компанії, розміру валового доходу і частки акцій компанії, що знаходяться у вільному обігу.

Іншим важливим недоліком українських фондових індексів є те, що жоден з них не одержав загального визнання. А це в свою чергу призводить до хибного аналізу фондового ринку України загалом.

Узагальнивши вище сказане, з метою усунення недоліків ми пропонуємо для формування бази індексу обирати ті відкриті акціонерні товариства, ступінь капіталізації яких є найвищим. Цього принципу дотримуються розробники індексу ПФТС.

Потрібно врахувати галузеву належність цих підприємств, як це пропонують розробники індексу InekoDEX, а для вищої достовірності стану Українського фондового ринку необхідно витримати пропорцію між акціонерними товариствами, що працюють у різних галузях.

В систему управління інвестиційним портфелем входять заходи, що стосуються не тільки успішної його реалізації, але й поточного його корегування. Кожний інвестор повинен прагнути постійно поліпшувати свої інвестиційні позиції шляхом об'єктивної оцінки ефективності окремих вкладень і своєчасності реінвестування капіталу при настанні несприятливих обставин для використання окремих активів.

Необхідність корегування інвестиційного портфеля диктується як мінімум двома суттєвими причинами.

Перша – пов'язана з появою на інвестиційному ринку нових більш ефективних об'єктів або інструментів вкладення засобів. Природно, що в цих умовах інвестор буде прагнути до реконструкції свого інвестиційного портфеля з метою підвищення його загальної ефективності. Порядок дій у цьому випадку аналогічний до загальних принципів формування інвестиційного портфеля - виходячи з цілей його формування і співставимої оцінки ефективності наявних і нових активів потрібно оптимізувати склад портфеля з врахуванням обставин, що змінились.

Друга причина – пов'язана із суттєвим зниженням ефективності окремих складових елементів інвестиційного портфеля (фондових його інструментів, інвестиційних проектів у їх стадії, будівництва або експлуатації, а іноді й цілих інвестиційних програм). У цьому випадку часто необхідно приймати рішення про “вихід” з окремих інвестиційних програм (проектів) або про продаж окремих фондових інструментів інвестиційного

портфеля.

Обґрунтування управлінських рішень про «вихід» з інвестиційних проектів і продаж фондів інструментів інвестиційного портфеля представляє собою дуже відповідальний і складний процес. Підвищена відповідальність прийняття таких управлінських рішень пов'язана з тим, що вони спричиняють у багатьох випадках утрату не тільки очікуваного доходу, але й частину вкладеного капіталу. Складність прийняття таких рішень полягає в тому, що вони повинні базуватись на глибокому аналізі не тільки поточної кон'юнктури інвестиційного ринку, але й на прогнозі її подальшого розвитку, оскільки зниження ефективності окремих складових елементів інвестиційного портфеля може носити змінний характер (за окремими фондовими інструментами це може бути результатом звичайної біржової гри «на пониження», після якої, зазвичай, проходить зростання їх ринкової вартості).

Підвищена відповідальність і складність прийняття управлінських рішень, пов'язаних із «виходом» з інвестиційних проектів і продажем окремих фондів інструментів, визначають високі вимоги до рівня кваліфікації інвестиційних менеджерів, які приймають такі рішення. В ряді великих компаній, що здійснюють інвестиційну діяльність у великому обсязі, розробляються спеціальні моделі прийняття таких рішень, які включають: оцінку ефективності наявних активів, прогнозування факторів можливого зниження ефективності окремих складових елементів інвестиційного портфеля, розробку критеріїв «виходу» з окремих інвестиційних проектів або продажу фондів інструментів, визначення найбільш ефективних форм «виходу» з інвестиційних проектів і програм, а також процедуру реалізації таких рішень (рис.3.4).

Перший і останній етапи моделювання управлінських рішень, відображені в рисунку 3.7, як правило, носять єдиний характер для всіх складових елементів інвестиційного портфеля. Так, оцінка ефективності кожного з елементів інвестиційного портфеля здійснюється на основі

системи оціночних показників кожної групи об'єктів інвестування з використанням інформації відповідного моніторингу (для інвестиційних проектів – їх моніторингу, реалізації, для цінних паперів – моніторингу фондового ринку). Розробка процедури прийняття і реалізації управлінських рішень, пов'язаних із реінвестуванням капіталу (реконструкцією інвестиційного портфелю), також виходить із єдиних принципів управління, характерних для даної компанії (що визначають, хто готує рішення, хто його приймає, хто і в які строки його реалізує).

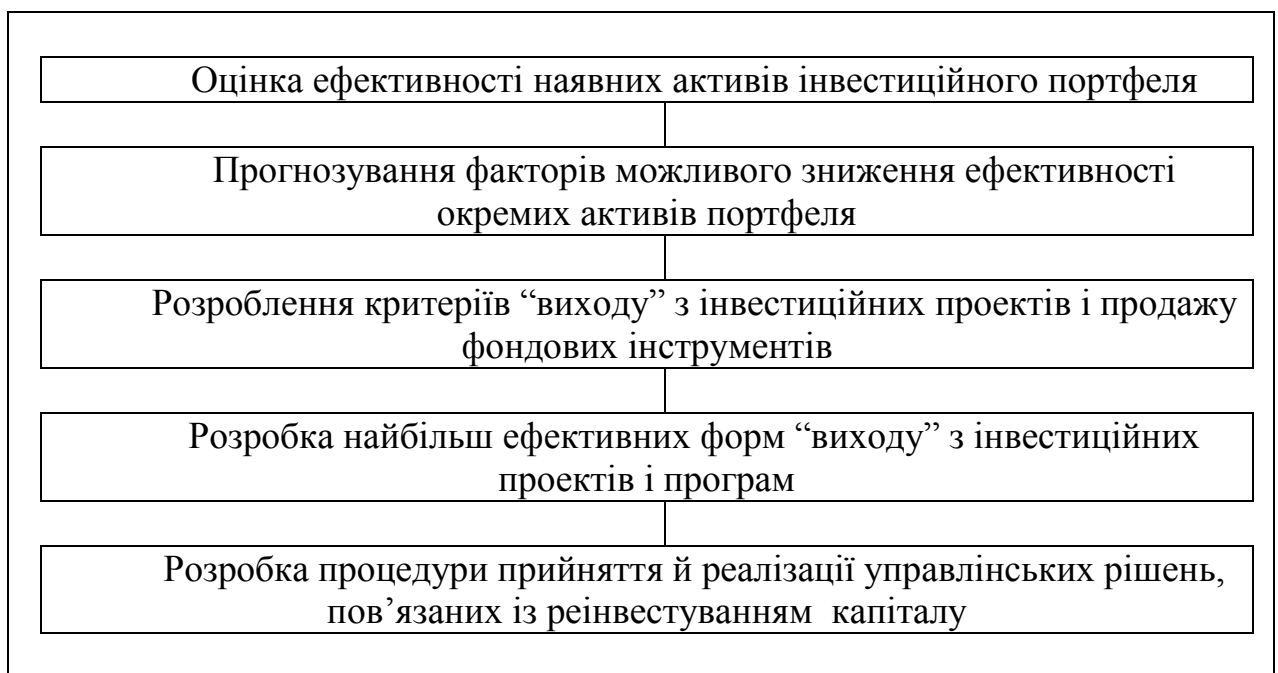


Рис. 3.4. Етапи розробки моделей прийняття управлінських рішень щодо «виходу» з інвестиційних проектів і продажу фондових інструментів інвестиційного портфеля

Що стосується інших трьох етапів моделювання управлінських рішень, то тут є суттєві відмінні особливості за портфелем активів різних видів - портфеля реальних інвестицій і портфеля цінних паперів. Розглянемо основні з них.

Прийняття рішень про вихід з інвестиційних проектів або програм

належить до числа найбільш болючих процедур в інвестиційній діяльності компанії, оскільки воно викликається або недостатньо обґрунтованим відбором таких проектів за критерієм ефективності на стадії формування портфеля реальних інвестицій, або суттєвими прорахунками в прогнозуванні макроекономічних чи виробничих показників розвитку інвестиційного ринку.

У процесі підготовки таких рішень необхідно передусім за проектами із регресуючими значеннями досліджуваних показників ефективності провести вивчення можливого зниження цих показників у дійсному періоді.

Якщо за інвестиційними проектами портфеля в силу негативного впливу окремих вище перелічених факторів слід очікувати подальше суттєве зниження ефективності, то повинна бути розглянута можливість “виходу” із таких проектів.

Основним критерієм для прийняття такого рішення повинно бути очікуване зниження внутрішньої норми доходності за інвестиційним проектом у змінених умовах його реалізації. Продовження реалізації інвестиційного проекту можливе лише при дотриманні наступної вимоги:

$$\text{ВНД} = \text{ДП} + \text{Пр} + \text{Пл},$$

3.6)

де: ВНД – значення внутрішньої норми доходності за інвестиційним проектом у змінених умовах його реалізації;

ДП – середня ставка депозитного проценту (що враховує фактор інфляції) на грошовому ринку;

Пр – рівень премії за ризик, пов’язаний із здійсненням реального інвестування, у процентах;

Пл – рівень премії за ліквідність із врахуванням прогнозованого збільшення строків реалізації інвестиційного проекту.

Разом з основними критеріями може бути використана і система додаткових критеріїв прийняття рішення про «вихід» із програми. Такими

критеріями можуть бути:

1. Збільшення величини періоду окупності інвестицій по проекту;
2. Зниження наміченого в бізнес-плані строку можливої експлуатації;
3. Зниження іміджу компанії у силу раніше не врахованих обставин, пов'язаних із вибором і реалізацією інвестиційного проекту, інші.

Числове значення вище приведених додаткових критеріїв кожна компанія встановлює самостійно з врахуванням цілей і особливостей своєї інвестиційної діяльності.

В системі моделювання управлінських рішень щодо «виходу» з інвестиційних проектів (програм) особливу увагу слід приділити обґрунтуванню найбільш ефективних форм такого «виходу». Основними з таких форм є:

- залучення на будь-якій стадії реалізації інвестиційного проекту додаткового пайового капіталу з мінімізацією своєї дольової участі;
- акціонування інвестиційного проекту на будь-якій стадії його реалізації з мінімізацією своєї долі акціонерного капіталу в ньому;
- розділений продаж основних видів активів проекту.

Таким чином можливості швидкого «виходу» з інвестиційного проекту повинні бути розглянуті ще на стадії розробки й оцінки бізнес-планів. В свою чергу у процесі вибору конкретних форм «виходу» з інвестиційного проекту слід виходити з вимог економічної ефективності (мінімізації втрат інвестиційного капіталу) і збереження іміджу компанії.

Висновки до 3 розділу

За результатами дослідження, викладеними нами у третьому розділі:

1. Запропоновано класифікацію методів аналізу кон'юнктури ринку

цінних паперів, до яких належать: вихідна інформаційна база; розрахункові показники; прийоми аналізу; користувачі; область застосування.

2. На основі проведених теоретичних і прикладних досліджень фінансово-економічних характеристик підприємств запропоновано методіку експрес-аналізу фінансового стану емітента, основа якої – трикомпонентний інтегральний показник, що вираховується із сукупності особливо значущих фінансових показників і включає наступні елементи: вибір вихідної інформаційної бази; визначення розрахункових показників; задання методіки їхнього розрахунку з прив'язкою до конкретних статей балансу; розробку методіки обчислення інтегрального показника, що дозволяє оцінити тип фінансової ситуації.

3. Здійснено аналіз набутків практичного використання відомих світових фондових індексів, це дало підставу виокремити особливості їхньої побудови з урахуванням характеру вирішуваних індексами практичних завдань: визначення інвестиційної привабливості ринку цінних паперів; здійснення фінансового аналізу і прогнозування на основі значень індексу; забезпеченість необхідною інформацією при формуванні портфеля цінних паперів; використання індексів як інструмента хеджування; оцінка інвестиційної привабливості галузі.

4. Встановлено, що передумовами формування і створення строкового ринку на індекси повинні бути: наявність системи індексів, що відображатимуть реальні зміни цін на цінні папери, яким довірятиме більшість учасників ринку; наявність з боку інституційних інвесторів потреби страхування ризиків, пов'язаних з володінням великими диверсифікованими портфелями цінних паперів українських емітентів.

5. Визначено, що для формування українських фондових індексів необхідно: розглядати тип фондового ринку, на якому функціонує компанія; враховувати особливості національного законодавства з погляду доступності акцій компанії зарубіжним інвесторам; розмір компанії та її місце в рейтингу фінансових інструментів; розмір валового доходу тощо.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що полягає у розробці теоретичних та методичних засад управління портфелем цінних паперів підприємства. Основні результати дослідження дають підстави для таких висновків:

1. В результаті дослідження існуючих теоретичних засад управління портфелем цінних паперів, як нового виду діяльності підприємства на фондовому ринку, автором уточнено методичний інструментарій теорії інвестиційного менеджменту. Зокрема, дано визначення економічних категорій “цінні папери”, „акція”, „облігація”, „акціонерне товариство”, „портфель цінних паперів”, „управління портфелем цінних паперів” з метою прийняття ефективних інвестиційних рішень на фондовому ринку України.

2. Для проведення ефективної інвестиційної політики вітчизняних підприємств, враховуючи зарубіжний досвід та особливості українського фондового ринку, автором істотно доповнено критерії класифікації фондових інструментів (залежно від призначення та використання; за методом формування доходу; за методом погашення; за ринком функціонування; за терміном існування; за ліквідністю; за валютним номіналом; за формою існування; за стандартністю), які доцільно використовувати при формуванні портфеля цінних паперів.

3. Процес управління портфелем цінних паперів є складний і недостатньо вивчений в українській економічній літературі. Тому визначення місця і ролі фондового портфеля в інвестиційному менеджменті дає можливість по-новому підійти до процесу управління ним, враховуючи його структуру та завдання в стратегічному розвитку підприємства. З цією метою удосконалена і приведена у відповідність до вимог цілісності і субординації класифікація портфелів цінних паперів (за інвесторами; за джерелами засобів для інвестицій; за складом цінних паперів; за методом диверсифікації; за характером поведінки інвестора; за типом інвестиційної політики; за

ліквідністю; за способом управління; за економіко-географічним складом).

4. З метою формування ефективного інвестиційного портфеля доцільно враховувати наступні критерії і фактори: мету створення, рівень ризику, ліквідність інвестицій, види цінних паперів, відповідність фінансовим ресурсам. Визначено основні та допоміжні цілі формування портфеля, розглянуто методи визначення рівня ризику, ліквідності портфеля та видів цінних паперів, які будуть його формувати.

5. Процес управління інвестиційною діяльністю в Україні є мало дослідженим. Враховуючи досвід зарубіжних країн та особливості вітчизняного фондового ринку автором удосконалено процес управління портфелем цінних паперів через конкретизацію функціонального наповнення управлінських етапів, які включають в себе: розроблення інвестиційної політики, здійснення фінансового аналізу, формування інвестиційного портфеля, управління портфелем, оцінка ефективності портфеля; та запропоновано схему здійснення інвестиційної діяльності підприємством.

6. Запропонована нова класифікація методів аналізу кон'юнктури ринку цінних паперів дозволяє визначити оптимальні умови аналізу по кожному виду цінних паперів, які задовольняють усі вимоги суб'єктів фондового ринку України. Параметрами, що обумовлюють самостійність групи методів, є вихідна інформаційна база, розрахункові показники, прийоми аналізу, користувачі, область застосування.

7. З метою покращення результативності оцінки кількісних і якісних параметрів цінних паперів за інвестиційними проектами та оцінки ступенів та рівнів ризиків запропоновано використовувати наступні критерії градації та оцінок: безризикові інвестиції, інвестиції з допустимим рівнем ризику, інвестиції з рівнем критичного ризику, інвестиції з рівнем катастрофічного ризику. Напрацьовано суттєві характеристики щодо ризиків при операціях з цінними паперами та запропоновано наступні основні їх класифікаційні ознаки: за сферами виявлення; за формами інвестування; за джерелами виникнення.

8. На основі проведених теоретичних і прикладних досліджень фінансово-економічних характеристик підприємств запропоновано методикау експрес-аналізу фінансового стану емітента, основа якої – трикомпонентний інтегральний показник, який вираховується із сукупності особливо значимих фінансових показників і включає наступні елементи: вибір вихідної інформаційної бази; визначення розрахункових показників; задання методу їхнього розрахунку з прив'язкою до конкретних статей балансу; розробку методу обчислення інтегрального показника, що дозволяє оцінити тип фінансової ситуації. Дана методика є узагальненою та інтегральною і надає інвестору інформацію про рівень фінансово-господарського стану емітента для визначення ним ефективності інвестування.

9. Аналіз набутків практичного використання відомих світових фондових індексів дав підстави виділити особливості їхньої побудови з урахуванням характеру вирішуваних індексами таких практичних завдань: визначення інвестиційної привабливості ринку цінних паперів, здійснення фінансового аналізу і прогнозування на основі значень індексу, забезпеченість необхідною інформацією при формуванні портфеля цінних паперів, використання індексів як інструмента хеджування, оцінка інвестиційної привабливості галузі. Визначено, що для формування українських фондових індексів необхідно: розглядати тип фондового ринку, на якому функціонує емітент; враховувати особливості національного законодавства з погляду доступності акцій підприємства зарубіжним і вітчизняним інвесторам, розмір підприємства та його місце в рейтингу фінансових інструментів, суму валового доходу, тощо.

Проведене дослідження дозволило сформулювати ряд нових наукових проблем, які мають важливе теоретичне і практичне значення. Результати становлять практичний інтерес для українського інвестора, оскільки дозволяють розкрити якісний зміст діяльності на фондовому ринку, дають кількісну оцінку та допомагають вибрати модель поведінки залежно від розмірів початкового капіталу і цілей виходу на ринок цінних паперів.

Інформованість і вміння оцінювати ситуацію сприятиме підвищенню ефективності управління портфелем цінних паперів і залученню на український фондовий ринок нових учасників з метою його подальшого розвитку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аваков А.Б., Бешанов В.А. Вексельное обращение. - Харьков: Фолио, 2000.- 137 с.
2. Агасандян Г.А. Элементы многопериодной портфельной модели - М., Вычислительный центр РАН, 1997. – 29 с.
3. Азимова Л. Конвертируемые облигации: банки идут первыми // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 1. - С. 7-9
4. Акостьолов О.І. Фінансові аспекти приватизації в Україні // Фінанси України. - 1999. - № 9. - С.75.
5. Алексеев М.Ю. Проблемы разработки целостной системы законодательных актов о ценных бумагах и фондовых биржах. Тезисы докладов международного семинара «Организация и техника операций биржи и ее взаимодействие с банками». – М.: ЮНИТИ, 1991. - С. 3-12.
6. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. - 355 с.
7. Алексеев М.Ю., Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива, 1992. - 203 с.
8. Алексеєнко Л.М. Фінансова стратегія виходу підприємства на ринок цінних паперів // Фінанси України. - 2001. - № 1. - С. 131 - 136.
9. Алехин Б. Зачем эмитенту нужен брокер, или некоторые проблемы андеррайтинга // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 15. - С. 32-36
10. Алехин Б. Проблемы «разводнения» учредительских вкладов: как соблюсти справедливость // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 19. - С. 3-4
11. Алехин Б. Управление капиталом клиента в брокерской фирме // Рынок ценных бумаг. – 1995 - № 9. - С. 41-45
12. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – М.:

- Финансы и статистика, 1991. - 160 с.
13. Андрейчук А.Г. Ринок цінних паперів Південної Кореї // Цінні папери України. - 1999. - № 18-19. - С. 16 - 18.
 14. АО «Черногорнефть»: финансовые показатели обгоняют производство // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 9. - С. 7-11
 15. Аспин С. Портфель инвестора // Комерсантъ. – 1994. - № 15. – С. 6-27
 16. Ачкасов А.И. Операции «а-форфе». – М.: Консалтбанкир, 1994. - 48 с.
 17. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М.: Фин. Изд. Дом «Деловой экспресс», 1997. - 485 с.
 18. Балабанов В.С., Осокина Й.Е., Поволоцин А.Й. Рынок ценных бумаг: коммерческая азбука. - М.: Финансы и статистика, 1994 – 76 с.
 19. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 240 с.
 20. Барановський О.І. Індикатори безпеки фондового ринку // Фінанси України. - 1999. - № 9. – С. 17-19.
 21. Баштянин Г.І., Лазур П.Ю., Медведєв В.С. Політична економія Ч-2 Спеціальна економічна теорія. - К.: ІЗМІН, 1997. – 307 с.
 22. Безон Н.И., Ковальов М.М., Калагин А.С., Ковальов А.И. Акционерное общество и акционерный капитал. – М.: Изд. Экономической академии, 1994. - 148 с.
 23. Безсмертний С., Садовой Л. Депозитарные расписки от А до Я // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 24. - С. 35-39
 24. Беляков М.М. Вексель как важнейшее платежное средство. – М.: Трансферт, 1992. - 64 с.
 25. Березюк Г.М., Братко С.В. Ринки товарів, цінних паперів та праці. – Тернопіль: «Астон», 1994. – 78 с.
 26. Білько В.О. Інформація про хід приватизації державного майна // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. - 2001. - № 2. - С.8.

27. Білошапка В. Розробка емісійної стратегії підприємств // Цінні папери України. - 2002. - № 22. - С.7.
28. Білошапка В. Депозитарна діяльність // Цінні папери України. - 2001. - № 46. - С. 8-9.
29. Бланк Й.А. Инвестиционный менеджмент. - К.: Ника-Центр, Эльга, 2001. – 448 с.
30. Большой экономический словарь / под ред. А.Н.Азриляна - М., 1998. – 648с.
31. Бондар О. Особливості приватизації стратегічних підприємств в зарубіжних країнах // Економіка України. - 2000. - № 7. - С.12.
32. Бороздин П.Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок. Учебное пособие. - М.: МГУ, 1995. – 186 с.
33. Борникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. - М: Инфра-М, 2000. - 270 с.
34. Бочаров В.В. Управление инвестиционным портфелем. Учебное пособие. - СПб.: СПбУЭиФ, 1997. – 218 с.
35. Браверман А., Люкманов В., Иванов Д. Корпоративный капитал: структура и динамика // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 12. - С. 14-18
36. Бригхэм Юджин Ф. Энциклопедия финансового менеджмента. - Пер. с англ. – М.: РАГС; ОАО «Изд-ва «Экономика», 1998. – 823 с.
37. Бромович М. Анализ экономической эффективности капиталовложений. - Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. - 432 с.
38. Буренин А.Н. Введение в рынок ценных бумаг. – М.: ВНИИОЭНГ, 1992. - 46 с.
39. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. - М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – 352 с.
40. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола, 1995. - 387 с.

41. Вействейллер Р. Арбитраж. Возможности и техника операций на финансовых и товарных рынках. - Пер. с англ. – М.: Церих-ПЭЛ, 1994. – 208 с.
42. Все о рынке ценных бумаг. – М.: МО МТК «Троицкий» при участии ВВП «Стат-Ока», 1992. - 81 с.
43. Галасюк В.К. Розрахунок показників фінансового стану торговців цінними паперами // Цінні папери України. - 2001. - № 1 - 2. - С.12-13.
44. Галкин Н.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. - М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1998. – 222 с.
45. Гальперин А. Индекс – это макроэкономический показатель // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 24. - С. 89-90
46. Гафтанюк А. Побудова системи корпоративного управління // Цінні папери України. - 2002. - № 20. - С.7.
47. Глущенко С.В. Пріоритети розвитку вторинного ринку корпоративних цінних паперів // Фінанси України. - 2001. - № 1. – С. 21
48. Гольченко І. Емісія корпоративних облігацій в Україні: сучасний стан та перспективи розвитку // Цінні папери. - 2002. - № 10. – С.8 - 9.
49. Голєв М.К., Павлов В.І. Корпоративне управління: діяльність підприємств на фондовому ринку (регіональний аспект). – Луцьк, «Надстир'я», 2004. – 212 с.
50. Горелік М.К. Ще раз про дивіденди // Цінні папери України. - 2000. - № 20. - С.3 - 8.
51. Давиденко О.В. ВАСУ не визнав бартером розрахунки із застосуванням цінних паперів // Податкове планування. - 2000. - № 3. – С. 8.
52. Давидов О.І., Яріш О.В. Інвестиційна привабливість цінних паперів в Україні // Фінанси України. - 2001. - № 2. - С. 130 - 140.
53. Давимука С.А., Козоріз М.А. та ін. Принципи формування і механізм реалізації фінансової політики приватизованих підприємств. – Львів:

- Інститут регіональних досліджень НАН України, 2004. – 358 с.
54. Давимука С.А., Дурицький В.В. Сприйняття реформування власності населенням Львівщини // К., Державний інформаційний бюлетень про приватизацію – 2002. - № 5. – С. 41-44.
 55. Давимука С.А., Горлач Н.Ю. Грошова приватизація в Україні // Львів, Регіональна економіка. – 2000. - № 3. – С. 16-26
 56. Дубровінська А., Степаненко А. Випуск відкритими акціонерними товариствами акцій // Цінні папери України. - 1999. - № 24. - С. 17 - 19.
 57. Едророва В.Н. Некоторые проблемы управления портфелем ценных бумаг // Управление и экономические проблемы современной России: Межвузовский сб. – Н. Новгород: Изд. ННГУ, 1996. - С. 113-116
 58. Едророва В.Н. Новые инструменты рынка облигаций: оценка доходности облигаций федерального займа с переменным купоном // Экономика и жизнь. Нижегородский региональный выпуск. - Н.Новгород, 1995. - № 46. – С. 32-34
 59. Едророва В.Н. Словарь терминов рынка ценных бумаг и валют. – Н.Новгород: Нижегородский региональный институт переподготовки и повышения квалификации руководящих кадров и специалистов АПК, 1993. - 44 с.
 60. Едророва В.Н. Учет и налогообложение операций с ценными бумагами. – Н.Новгород: Нижегородский региональный институт переподготовки и повышения квалификации руководящих кадров и специалистов АПК, 1995. - 56 с.
 61. Едророва В.Н., Мизиковский Е.А. Учет и анализ финансовых активов. Акции, облигации, векселя. - М., “Финансы и статистика”, 1995. - 272 с.
 62. Едророва В.Н., Мизиковский Е.А. Регулирование и учет операций с векселями. – М.: Финансы и статистика, 1996. - 128 с.
 63. Ейсан Нікбахт, Анжеліко Гроппелі Фінанси. - К., “Основи”, 1993. – 382 с.
 64. Економічна енциклопедія. У трьох томах. / Відповідальний ред.

- С.В.Мочерний, К.: Видавничий центр "Академія", 2000. - Т.1. – 864 с.
65. Економічний словник-довідник / Під ред. С.В.Мочерного – К., Феміна, 1995. – 186 с.
 66. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» // Урядовий кур'єр. - 1996. - 31 жовтня. - С. 5.
 67. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. // Цінні папери України. - 2001. - № 18. - С.11.
 68. Заварзина Н. Архангельский целюлозно-бумажный комбинат // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 10. - С. 6-10
 69. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» // Галицькі контракти. - 1998. - № 33 - 34. - С.81 - 88.
 70. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. - К.: "Знання", 2000. – 348 с.
 71. Загорський В.С. Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України: Дис. ...докт. екон. наук: 08.01.03. - Львів, 1996. – 386 с.
 72. З доповіді члена ДКЦПФР; В.Іванченка на Міжнародній науково-практичній конференції "Економічні і правові передумови фінансово-банківської кризи в Україні: шляхи запобігання та досвід інших країн."// Цінні папери України. – 1998. - №20. – С.4
 73. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2001 рік. - К.: ДКЦПФР, 2002. - 128 с.
 74. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік. - ІС.: ДКЦПФР, 2003. - 124 с.
 75. Экономическая энциклопедия / под ред. Л.И.Абалкина. - М.: "Экономика", 1999. – 538с.
 76. Инджел Л., Бойд Б. Как покупать ценные бумаги. – Самара: Самар. Дом печати, 1993. - 304 с.

77. Ирлих А.А. Технический анализ товарных и финансовых рынков. – М.: ИНФРА-М, 1996. - 182 с.
78. Иващенко А.А. Товарная биржа. – М.: Международные отношения, 1991. - 272 с.
79. Игнатущенко В.Н., Шитов А.М. Государственные облигации: как вкладывать деньги и получать доход. - М., «Инфра-М», 1997. – 96 с.
80. Ільницький Д. Розвиток корпоративного управління в Греції // Цінні папери України. - 2000. - № 13. - С. 16 - 17.
81. Іщук Т. Кодекс корпоративного управління // Цінні папери України. - 2002. - № 4. - С. 12 – 13.
82. Казаков А. С позиций здравого смысла // Экономика и жизнь. – 1996. - № 10. – С. 31.
83. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика): Учебное пособие. - К.: МАУП, 1999. – 256 с.
84. Камінський О. Дивідендна політика та можливості її вибору // Цінні папери України. - 1998. - № 36. - С. 4 - 6.
85. Карнаух Т. Дивідендна політика акціонерних товариств // Цінні папери України. - 2000. - № 42. - С. 9 - 10.
86. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку України. Затверджена Постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. // Урядовий кур'єр. - 1995. - № 82. - С.4.
87. Ковальов В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. - М.: Финансы и статистика, 2000. – 144 с.
88. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика): Учебное пособие. – К.: МАУП, 1997.- 216 с.
89. Ковальов В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. - М.: Финансы и статистика, 1998. - 188 с.
90. Ковальов В.В. Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 432 с.

91. Козаченко А.В. Управление инвестициями. – Луганск: Издательство ВУГУ, 1997. – 78 с.
92. Козаченко А.В. Осыка А.П. Управление инвестициями / Луганск: Издательство ВУГУ, 1996. – 145 с.
93. Козаченко А.В., Осыка А.П., Титова Т.И. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - Луганск: Издательство ВУГУ, 1997. – 164 с.
94. Колесник В.В. Введення в ринок цінних паперів. – К.: «А.Л.Д», 1995. - 176с.
95. Колесников и др. Ценные бумаги. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 416с.
96. Количественные методы финансового анализа / Пер. с англ. Под ред. С.Дж.Брауна и М.П.Крицмена. – М.: ИНФРА-М, 1996. - 336 с.
97. Комаринський Я., Яремчук І. Фінансово - інвестиційний аналіз. - К., 1996р. – 216 с.
98. Короленко М.В. Дивідендна політика акціонерних товариств // Фінанси України. - 2000. - № 2. - С. 58 - 63.
99. Комаров А. Прогнозирование курса акций выходит на новый уровень // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 14. - С. 4-6
100. Комаров А. Северский трубный завод: час «быка» еще не настал // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 8. - С. 24-28
101. Комаров А., Гаврилина Ю. Череповецкая «Северсталь» может стать лидером // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 11. - С. 23-31
102. Коротков В.В. Фондовая биржа и акции. – СПб., 1992. - 108 с.
103. Костикова Е., Черкашина М. Привилегированные акции // Экономика и жизнь. - 1996. - №17. – С. 18-20
104. Кочович Е. Финансовая математика: теория и практика финансово-банковских расчетов / Пер. с серб. – М.: Финансы и статистика. 1994. – 268с.
105. Кошовий Д. Осіння стабільність: Український фондовий ринок

- напередодні нового етапу зростання // Вісник НБУ. - 2000. - №11. – С. 24-26.
106. Кравченко В. Муниципальный кредит: как жить взаимно // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 3. - С. 24-26
107. Кравченко Ю.А. Розрахунок ризику інвестицій у цінні папери // Фінанси України. - 1996. - № 10. - С.73-77
108. Крайнева Э.А. Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами. – М.: ИНФРА-М, 1999. - 96 с.
109. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. – М.: АО «ДИС», «МВ-Центр», 1994. - 256 с.
110. Крылова Т.В. Выбор партнера: анализ отчетности капиталистического предприятия. – М.: Финансы и статистика, 1991. - 315 с.
111. Кудрявцев Н.А. Методи формування портфеля цінних паперів // Фінанси. - 2001. - №3. – С. 18-21.
112. Кузнецов М., Овчинников А. Перспективы стрипов на российском рынке // Рынок ценных бумаг. – 1997. - № 2. - С. 11-13
113. Кузнецов М.В., Овчинников А.С. Технический анализ рынка ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 236 с.
114. Кузнецов М.В., Овчинников А.С. Финансовый инжиниринг на рынке государственных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 21. - С. 35-37
115. Кузнецова Н.С., Назарчук Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування і функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
116. Кузнецова Н. Законодавство України про цінні папери: стан, проблеми та перспективи вдосконалення // Цінні папери України. - 1998. - №29. - С. 14
117. Кулаков И., Чихачев Н. Кому он нужен, этот индекс? // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 24. - С. 85-88

118. Кучеренко О., Румянцев С. Структура фондового ринку України: особливості становлення та розвитку // Цінні папери України. – 1999. - № 48. – С. 10
119. Кучеренко О., Румянцев С. Структура фондового ринку України: особливості становлення та розвитку // Цінні папери України. – 1999. - №49. - С. 10-19
120. Левченко З. Корпоративне управління – вимога часу // Цінні папери. - 2001. - № 28. - С.12.
121. Луценко М. Стратегія – лидерство. // Економіка и жизнь. – 1997. - № 46. - С. 5
122. Лысенков Ю., Рымарук А., Музыченко О. Фондовый рынок. Терминологический словарь – справочник. В трех книгах. - К.: «Диалог», 1997. - Книга первая. – 118 с.
123. Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа. – М.: «Филинь», 1998. - 232 с.
124. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник. – К.: «Центр навчальної літератури», 2004. – 376 с.
125. Майборода Т. Актуальні питання корпоративного управління // Цінні папери. - 2001. - № 28. - С.8 - 10.
126. Малюк В.М. Вексель в Україні. - К: Видавничий дім «Економіст», 1997. – 186 с.
127. Махмудов А. Фондовый рынок и оптимизация инвестиционного климата // Фондовый рынок. - 1999. - № 14. – с. 12.
128. Мендрул О.Р., Павленко І.А. Фондовый рынок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. - 2-ге вид., доповн. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.
129. Мендрул О.Р., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів: Навч. посібник. – К. МАУП, 1998. - 152с.
130. Мертенс А. Инвестиции. – К.: «Либідь», 1998. - 542 с.

131. Новые объекты бухгалтерского учета: акции, облигации, векселя. Консультация / Мизиковский Е.А. и др. – М.: Финансы и статистика, 1993. - 49 с.
132. Миловидов В.Д. Инвестиционные фонды и трасты: как управлять капиталом? (Опыт США). - М.: Финансы и статистика, 1992. - 112 с.
133. Милейко Я., Поплюйко А. Конвертовані облігації // Цінні папери України. - 2001. - № 40. - С.10 - 11.
134. Миркин Я. Российский фондовый рынок: что дальше? // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 2. - С. 2-5
135. Миркин Я.М. Банковские операции. – М.: ИНФРА-М, 1996. - 312 с.
136. Миркин Я.М. Денежная масса, кредит и рынок ценных бумаг: политика согласования и развития. // Организация и техника операций биржи и ее взаимодействие с банками: Тезисы докладов международного семинара. – М.: ЮНИТИ, 1991. - С. 13-21
137. Миркин Я.М. Рекомендации по ведению подписки на акции в акционерных обществах закрытого типа. // Организация и техника операций биржи и ее взаимодействие с банками: Тезисы докладов международного семинара. – М.: ЮНИТИ, 1991. - С. 22-31
138. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 550 с.
139. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. - М.: «Перспектива», 1995г. – 532 с.
140. Миронов В. Облигации спасут российский фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 7. - С. 14-17
141. Мирошкин В.А., Мирошкина С.В. Простые и сложные проценты. Методическое пособие по расчету вкладов, кредитов, платежей. – М.: АКАЛИС – «Бизнес-книга», 1996. - 80 с.
142. Михальський В.В., Шклярук С.Г. Ценные бумаги. Портфельные

- інвестиції. - К.: Видавничий дім «Економіст», 1999. – 306 с.
143. Михеев Ю. Рейтинг инвестиционной привлекательности акций приватизированных предприятий // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 15. - С. 7-12
 144. Мозговий О. Емісійна діяльність на ринку цінних паперів // Цінні папери України. - 2000. - № 51. - С. 18 -19.
 145. Мозговий О. Фондовий ринок України: сучасний стан // Урядовий кур'єр. - 2000. № 6. – С. 18-20.
 146. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. посібник. - К.: КНЕУ, 1999. – 316с.
 147. Мочерний С.В. Основи економічних знань. - К.: Видавничий центр "Академія", 2000. – 186 с.
 148. Моторін Р., Сидоренко М. Узагальнююча оцінка інвестиційної привабливості підприємств // Цінні папери України. - 2001. - №10. - С.24-25
 149. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы. – М.: Международные отношения, 1991. - 293 с.
 150. Мусатов В.Т., Шевцов А.В. Школа акционера и биржевика. – М.: ЦДИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1992. - 176 с.
 151. О'Брайен Дж., Шривастава С. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами. – М.: «Дело Лтд», 1995. - 311 с.
 152. Ованесов А. Как построить market-price на российском рынке // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 13. - С. 51-54
 153. Ованесов А. Особенности построения фондовых индексов на российском рынке // Рынок ценных бумаг. – 1995. - № 14. - С. 55-59
 154. Ованесов А., Гулый А. Каков рынок – таков индекс // Рынок ценных бумаг. – 1996. - № 24. - С. 80-82
 155. Организация и техника операций биржи и ее взаимодействие с банками. Тезисы докладов международного семинара. – М.: ЮНИТИ, 1991. - 164с.

156. Ороспаев Д. Изменение стоимости акций // Финансовая газета. – 1994. - №20. – С. 3
157. Оскольський В.В. До цивілізованого ринку цінних паперів. - К.: Української фондової біржі, 1999. - 153 с.
158. Основи економічної теорії / Під ред. професора Мочерного С.В. – Тернопіль: АТ “Тарнекс”, 1993. – 168 с.
159. Основи економічної теорії. Навчальний посібник / Під ред. Ковальчук В.М. - Тернопіль, СМП “Астон”, 1994, 1 частина. – 87 с.
160. Основи економічної теорії: політичний аспект / за редакцією д. е. н., проф. Г.Н. Климника та д. е. н., проф. В.П. Нестеренка. - К.: “Вища школа”, 1994. – 558 с.
161. Основи економічної теорії. Суспільне виробництво. Ринкова економіка. - К.: «Либідь», 1994. - 222 с.
162. Остапенко В.В. Акционерное дело и ценные бумаги. - М.: ЮНИТИ, 1992. – 168 с.
163. Охріменко О. Фізична особа на ринку цінних паперів // Цінні папери України. - 2000. - №5. - С. 6-7
164. Охріменко О. Формування портфеля акцій // Цінні папери України. – 2000. - №29. - С. 8-9
165. Охріменко О. Як оцінити емітента // Цінні папери України. - 2000. - №6. - С. 5 - 9.
166. Пересада А. А. Про інвестиційний процес в Україні. - К.: «Либідь», 1998. - 236 с.
167. Пішпек С. Про ефективне управління корпоративною власністю // Економіка України. - 2000. - № 4. - С.86.
168. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. - М.: «Инфра-М», 1997. – 486 с.
169. Рекомендації з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України // Цінні папери України. - 2001. - № 32. -

С.11 - 17.

170. Рибалкін В., Маленчева Л. Акціонерна власність внутрішня основа формування і функціонування соціального ринкового господарства // Економіка України. - 1998. - № 2. - С. 45.
171. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навч. посібник. - К: КНЕУ, 2000. - 240 с.
172. Румянцев С. Вплив депозитарної системи на розвиток корпоративного управління // Цінні папери. - 2001. - № 28. - С. 22 - 23.
173. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. – М.: Финансы и статистика, 1996. - 352 с.
174. Рыжов С. Инвестиции в привилегированные акции // Рынок ценных бумаг. – 1996. - №3. - С. 10-14.
175. Савчук В., Дудка В. Оптимізація фондового портфеля // Цінні папери України. – 1998. - №21. - С. 5-7
176. Савчук В., Дудка В. Оптимізація фондового портфеля // Цінні папери України. – 1998. - №22. - С. 5-6
177. Савчук В., Дудка В. Оптимізація фондового портфеля // Цінні папери України. – 1998. - №23. - С. 4-5
178. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. Учебник. - М.: «Перспектива» издательский дом «Инфра-М», 1997. – 328с.
179. Сірко А. Специфіка становлення моделі корпоративного управління в економіці України // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2002. - № 7/3. – С. 77-80
180. Симчера В.М., Едрінова В.Н., Сафронова В.П. Практикум по финансовой и биржевой статистике. – М.: ВЗФЭИ, 1993. – 90 с.
181. Симчера В.М., Едрінова В.Н., Сафронова В.П. Статистика рынка ценных бумаг. Учебное пособие. – М.: ВЗФЭИ, 1993. - 148 с.
182. Скворцов І.Б., Ємельянов О.Ю., Роміх А.В. Моделювання часових

- параметрів інвестиційного процесу як необхідна умова його дослідження і оптимізації // Зб. наук. пр. – Львів: ЛКА. - № 7. - 2000. - С. 58-62
183. Словарь современной экономической теории Макмиллана / под ред. Давида У.Пирса. - М.: "Инфра-М", 1997. – 512 с.
184. Стахова Л.П., Бартенев А.Е. Корпоративные образования в современной экономике // Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. - №2. – С. 22-36
185. Стеценко Б. Деякі аспекти розвитку Українського ринку облігацій корпорацій // Цінні папери України. – 2000. - №9. – С. 18
186. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика. – М.: Перспектива, 1994. – 194 с.
187. Сутормина В. Юридичний захист майнових прав інвестора // Цінні папери України. – 2000. - №44. - С. 10-11
188. Сутормина В. Юридичний захист майнових прав інвестора // Цінні папери України. – 2000. - №45. - С. 8-9
189. Суржик В.Г. Акціонування та управління акціонерним капіталом // Фінанси України. - 1999. - № 1. - С. 83 - 85.
190. Телегей О. Міжнародний досвід організації депозитарної системи // Цінні папери України. - 2001. - № 38. – С. 18 - 19.
191. Уильям Ф.Шарп, Гордон Дж.Александр, Джеффри В.Бэйли Инвестиции. - М.: “ИНФРА-М”, 1997. – 1024 с.
192. Україна в цифрах у 1999 році. Короткий статистичний довідник. - К., 2000. - 261 с.
193. Український фондовий ринок: пошуки майбутнього // Галицькі контракти. – 2000. - №26. – С. 10-11
194. Тиркало Р., Андрушків Т. Портфельні інвестиції та біржові операції. Перспективи запровадження в Україні. // Вісник Тернопільської академії народного господарства. - 1998. - №3. - С. 24-28
195. Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. - 648 с.

196. Фельдман А.А. Бухгалтерский учет на фондовом рынке. – М.: ИНФРА-М, 1994. - 96 с.
197. Фельдман А.А. Основы рынка производных ценных бумаг. Учебно-практическое пособие. – М.: ИНФРА-М, 1996. - 96 с.
198. Фельдман А. Особенности учета брокерских операций на рынке ГКО // Рынок ценных бумаг. – 1995. - №17. - С. 31
199. Фетисов А. Доходность акций для акционера // Рынок ценных бумаг. – 1995. - №11. - С. 10-13
200. Финансовый менеджмент. / Под ред. Е.С. Стояновой. – М.: Перспектива, 1998. - 656 с.
201. Хабарова Л.П. Бухгалтерский учет и налогообложение операций с ценными бумагами (практическое пособие). – М.: АО «Бизнес-школа Интел-Синтез», 1995. - 233 с.
202. Хорн Дж.К.Ван Основы управления финансами. - М.: Финансы и статистика, 1997. – 136 с.
203. Хэррис Дж. Мэмвилл. Международные финансы / Пер. с англ. – М.: Филинь, 1996. - 296 с.
204. Хмыз О. Фондовый рынок стран - членов Европейского Союза // Мировая экономика и международные отношения. - 1998.- № 4. - С. 113 - 122.
205. Часовських А. Визначення емітентами форми випуску цінних паперів: про деякі питання з цього приводу // Цінні папери України. - 2000. - № 24. - С. 6 - 9.
206. Часовських А. Добре забуте минуле // Цінні папери України. - 1998. - № 24. - С. 10-12;
207. Черкасов В.Е. Практическое руководство по финансово-экономическим расчетам. – М.: Метаинформ, АО «Консалтбанкир», 1995. - 128 с.
208. Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке. – М.: ИНФРА-М, 1995. - 272 с.

209. Черников Г.П. Фондовая биржа. – М.: Международные отношения, 1991. – 215 с.
210. Чесноков А.С. Ценные бумаги - справочник акционера. - М.: ПАИМС, 1994. – 98 с.
211. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М.: «Дело Лтд», 1995. - 320 с.
212. Четыркин Е.М. Финансовые вычисления во внешнеэкономической деятельности. – М., 1984. - 292 с.
213. Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций. – М.: Дело, 1998. - 256 с.
214. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. - 1024 с.
215. Шаталов А. Акции: история, теория и практика // Рынок ценных бумаг. – 1995. - №20. - С. 11-14
216. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа. – М.: ИНФРА-М, 1995. - 176 с.
217. Шелемей І. Векселі. // Галицькі контракти. – 1996. - №43. - С.50;
218. Шестопал Г.С., Маркелов А.Є., Шумейко А.К. Акціонерні товариства. Залучення інвестицій. - К.: Редакція “Української Інвестиційної Газети”, 1997. – 416 с.
219. Шляхи розвитку підприємництва в умовах ринку. / під ред. Б.М.Андрушківа. - Тернопіль, «Астон», 1992. – 254 с.
220. Щукін Б.М. Інвестиційна діяльність: Методичний посібник. - К.: «Либідь», 1998. - 64 с.
221. www.aup.ru/books/m10/7.htm
222. www.ndu.gov.ua/business_school/biblio_monitor.htm
223. www.cfin.ru/shop/cdrom/bpworkshop.shtml
224. www.istock.com.ua/regcontents
225. www.finance.com.ua/freeinfo/pdruah_36.shtml

226. www.atondirect.ru/brokerage/index.asp
227. kazsulib.uni.sci.kz/Vestnik/Econom/year98/N9
228. www.kontrakty.com.ua/ukr/gc/nomer/1998/41-98/41stock.htm
229. www.ndu.gov.ua/business_school/biblio_monitor.htm
230. www.online.spline.net/www_root/FOND_INDEXES
231. pfts.com/ukr/news/news.php?id=1879
232. rada.kiev.ua/LIBRARY/bibliogr/zinpap.htm
233. www.lefco-bank.ru/dealing/right.html
234. www.relc.com/stockmarket/pub99.html
235. www.ssmc.gov.ua/Content/Sitemap/index.shtml
236. stol.list.ru/catalog/12370.6.html
237. www.ucipr.kiev.ua/modules.php?op=modload&name=News&file=article&sid=1805
238. liga.kiev.ua/bbs/law/by_subject.html?14

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
Факультет економіки та управління
Кафедра менеджменту організацій та інноваційного підприємництва**

КАПУСТИНСЬКА Інна Григорівна

**УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДІВ УПРАВЛІННЯ
ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**Спеціальність 8.050201 «Менеджмент організацій»
Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»**

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Загальна класифікація цінних паперів

Критерії класифікації	Загальний поділ ЦП	Детальний поділ	Види ЦП
1	2	3	4
За економічним статусом:	фондові (за природою формування капіталу):	ЦП 1 порядку;	акції, облігації, банківські векселі
		ЦП 2 порядку;	опціони, ф'ючерси, варанти
	комерційні (за товарними відносинами):	ЦП 3 порядку;	векселі, коносаменти, акредитиви
За економічною природою:	відносини власності;		акції
	кредитні відносини;		облігації, векселі
Залежно від призначення та використання:	дольові цінні папери, що свідчать про безпосередню частку їх власника у реальній власності;		акції
	позичкові цінні папери, що мають право на переважно тверду фіксовану процентну ставку та боргове зобов'язання на виплату позики у зазначений час;		облігації, сертифікати, векселі
За типом втіленої вартості:	грошові;		облігації, векселі
	капітальні:	незамінні;	закладні
		замінні;	облігації, акції, інвестиційні сертифікати
товарні;		Коносаменти	

Продовження табл. А.1

1	2	3	4
За методом формування доходу:	з фіксованим доходом;		привілейовані акції, облігації векселі;
	зі змінним доходом;		акції, інвестиційні сертифікати;
За методом виплати доходів:	з фіксованою оплатою;		привілейовані акції, облігації, векселі, казначейські зобов'язання
	з плаваючою ставкою процентного доходу;		облігації з плаваючою ставкою
	в залежності від прибутку;		акції, інвестиційні сертифікати
За методом погашення:	строкові;		облігації, векселі, казначейські зобов'язання;
	безстрокові (за пред'явленням);		акції, інвестиційні сертифікати;
За емітентами:	державні;		облігації, ноти, казначейські векселі
	недержавні:	банків;	акції, облігації, векселі
		підприємств;	акції, облігації, векселі
іноземних емітентів;		акції, облігації	
За терміном існування:	короткострокові;		векселі, облігації;
	середньострокові;		облігації;
	довгострокові;		облігації
	безстрокові;		акції;
За ліквідністю:	ліквідні;		акції ВАТ, облігації ВАТ, ОВДП, перевідні векселі;
	неліквідні;		акції та облігації ЗАТ, інвестиційні сертифікати.
За ринком функціонування:	цінні папери грошового ринку;		векселі, облігації
	цінні папери ринку капіталів;		акції, облігації, інвестиційні сертифікати

Продовження табл.А.1

1	2	3	4
За валютним номіналом:	в національній валюті;		акції, облигації, векселі, інвестиційні сертифікати
	в іноземній валюті;		акції
	у валюті подвійного номіналу;		акції
За типом реалізованого права:	містять грошові вимоги;		векселі, облигації
	надають майнових прав;		інвестиційні сертифікати, закладні, коносаменти
	дають право на участь в управлінні;		акції
За типом передачі майнових прав:	на пред'явника;		акції, облигації
	перевідні;		облигації, векселі
	іменні;		акції, закладні, акредитиви
За формою існування:	у формі іменних документів;		інвестиційні сертифікати, векселі, акції, облигації;
	у вигляді записів по рахунках;		акції;
За стандартністю:	номерні;		акції, векселі, казначейські зобов'язання;
	серійні;		акції, облигації, інвестиційні сертифікати;

<i>Ознаки класифікації портфелів</i>					
<i>За метою інвестування</i>	<i>За типом</i>	<i>За рівнем ризику</i>	<i>За стратегією</i>	<i>За спеціалізацією</i>	<i>За управлінням</i>
↓	↓	↓	↓	↓	↓
Одержання прибутку	Прибутковості	Позаризиковий	Короткостроковий	Галузевий	Фіксований
Збереження капіталу	Зростання	З мінімальним ризиком	Середньостроковий	Регіональний	Пасивний
Приріст капіталу	Збалансований	З середнім ризиком	Довгостроковий	Іноземних інвестицій	Активний
Забезпечення резервів	Незбалансований	З високим ризиком		В масштабах країни	З середнім рівнем контролю
Ліквідність	Гарантійний			Муніципальний	
Розширення сфери впливу	Що вимагає диверсифікації				
Приватизація					
Спекуляція					

Рис. Б.1. Класифікація портфелів цінних паперів

Додаток В

Ознаки класифікації		Характеристика портфелів цінних паперів							
За складом		Диверсифікований				Недиверсифікований			
За характером поведінки інвестора		Агресивний		Поміркований		Консервативний			
За рівнем ризику		З високим ризиком		З середнім ризиком	З мінімальним ризиком	З мінімальним ризиком	Без ризиковий		
За стратегією		Короткостроковий		Середньостроковий		Довгостроковий			
За ліквідністю		Низько ліквідний		Середньо ліквідний		Високоліквідний			
За способом управління		Активний		З середнім рівнем контролю		Пасивний	Фіксований		
За типом		Росту	Доходу	Вимагає диверсифікації	Вимагає диверсифікації	Збалансований	Гарантійний	Незбалансований	
За метою інвестування		Приріст капіталу		Розширення сфери впливу		Одержання прибутку	Приріст капіталу	Одержання прибутку	Збереження капіталу
		Приватизація		Спекуляція		Приватизація	Ліквідність	Забезпечення резервів	Ліквідність
За економіко-географічним складом		Регіональний		Галузевий		Регіональний	Галузевий	Муніципальний	
		Українських емітентів		Іноземних емітентів		Українських емітентів	Іноземних емітентів		
		Муніципальний							
За пріоритетними цілями		Агресивного зростання		Доходу		Зростання	Середнього зростання	Регулярного доходу	Консервативного зростання
		Зростання і доходу		Зростання і доходу		Дохідних паперів		Доходу	

Рис. В.1. Удосконалена класифікація портфелів цінних паперів

Додаток Д

<i>Ознаки галузі</i>	<i>Рівень дивідендів</i>	<i>Курсова вартість</i>	<i>Ризикованість</i>	<i>Ліквідність</i>
<i>Галузі, що народжуються</i>	низький	низька	дуже висока	Низька
<i>Галузі, що зростають</i>	зростає	середня, зростає	середня, низька	середня, висока
<i>Циклічні галузі</i>	коливається відповідно до стадій економічного циклу	коливається відповідно до стадій економічного циклу	висока до падіння ділової активності, дуже низька при активізації галузі	середня, висока
<i>Стабільні галузі</i>	високий, стабільний	середня, висока, постійна	низька	Висока
<i>Галузі, що забезпечують життєдіяльність</i>	високий, зростає	висока, зростає	дуже низька	Висока
<i>Галузі, що визначають науково-технічний прогрес</i>	низький при народженні галузі, високий під час розвитку	низька при народженні галузі, високий під час розвитку	середня	середня, висока
<i>Галузі, що старіють</i>	середній, знижується	середня, знижується	висока	середня, низька
<i>Галузі, що ліквідуються</i>	низький або нульовий	низька	винятково висока	дуже низька

Рис. Д.1. Оцінка акцій залежно від галузевої приналежності підприємства

Додаток Д

Таблиця Д.1

Система показників, що визначають прибутковість інвестування в короткострокові боргові папери

Назва показника	Зміст
1	2
1. Дисконт	Різниця між ціною погашення (номіналом) і ціною купівлі (інвестованим капіталом)
2. Купонний дохід	Величина доходу за t днів (кварталу, півріччя, терміну обігу), обчислений на основі річної купонної ставки
3. Дохід (збиток) за конвертованою безвідсотковою облігацією	Різниця між курсовою ціною акції і ціною придбання облігації (інвестованим капіталом)
4. Дохід продавця при перепродажу боргового папера	Різниця між курсовою ціною та інвестованим капіталом
5. Орієнтовна курсова ціна угоди перепродажу боргового папера	Теперішня (приведена) величина майбутнього приросту вартості папера на дату дисконтування за відсотковою ставкою
6. Дохід (збиток) капіталу при погашенні боргового папера	Різниця ціни погашення (номіналу) і ціни купівлі (курсвої ціни)
7. Сукупний дохід за відсотковим борговим папером	Сума купонних виплат і приросту (зменшення) капіталу
8. Дохідність (ставка доходу) дисконтного боргового папера за термін позики	Відсоткова ставка дисконту, обчислена відношенням дисконту до ціни купівлі
9. Дохідність (ставка доходу) відсоткового боргового папера за термін займу	Відсоткова ставка купонного доходу (відсотків), обчислюється відношенням суми відсотків до ціни купівлі (інвестованого капіталу)
10. Купонна дохідність за термін позики	Відсоткова ставка купонного доходу (відсотків), обчислюється відношенням суми відсотків до номінальної ціни
11. Річна поточна дохідність боргового папера	Відсоткова ставка річного доходу, обчислюється множенням денної дохідності на число календарних днів у році
12. Дохідність перепродажу боргового папера для продавця	Відсоткова ставка доходу від перепродажу, обчислюється відношенням доходу продавця до його інвестованого капіталу

Продовження таблиці Д.1

1	2
13. Сукупна дохідність папера за термін займу	Відсоткова ставка сукупного доходу обчислюється відношенням сукупного доходу до інвестованого капіталу (курсової ціни)
14. Чистий дисконт	Сума дисконту після сплати податку
15. Чистий купонний дохід	Сума купонного доходу після сплати податку
16. Чистий дохід з конвертації облігації	Сума доходу з конвертації облігації після сплати податку
17. Чистий дохід продавця від перепродажу боргового папера	Різниця між курсовою ціною та інвестованим капіталом після сплати податку
18. Чистий приріст капіталу	Сума доходу від різниці номіналу і курсової ціни придбання з врахуванням податку
19. Чистий сукупний дохід за відсотковим борговим папером	Сума сукупного доходу по відсотковому паперу після сплати податку
20. Чиста дохідність дисконтного боргового папера за термін займу	Відсоткова ставка дисконту обчислюється відношенням чистого дисконту до інвестованого капіталу
21. Чиста купонна дохідність відсоткового боргового папера за термін займу	Відсоткова ставка купонного доходу, обчислюється відношенням чистого купонного доходу до інвестованого капіталу
22. Чиста купонна дохідність за термін займу	Відсоткова ставка чистого купонного доходу, обчислюється відношенням чистого купонного доходу до номінальної ціни
23. Чиста річна поточна дохідність за термін займу	Відсоткова ставка чистого доходу, обчислюється множенням чистої денної дохідності на число календарних днів у році
24. Чиста дохідність перепродажу боргового папера для продавця	Відсоткова ставка доходу від перепродажу, обчислюється відношенням чистого доходу продавця до інвестованого капіталу
25. Чиста сукупна дохідність папера за термін займу	Відсоткова ставка доходу від купівлі папера на вторинному ринку, обчислюється відношенням чистого сукупного доходу покупця до курсової ціни угоди

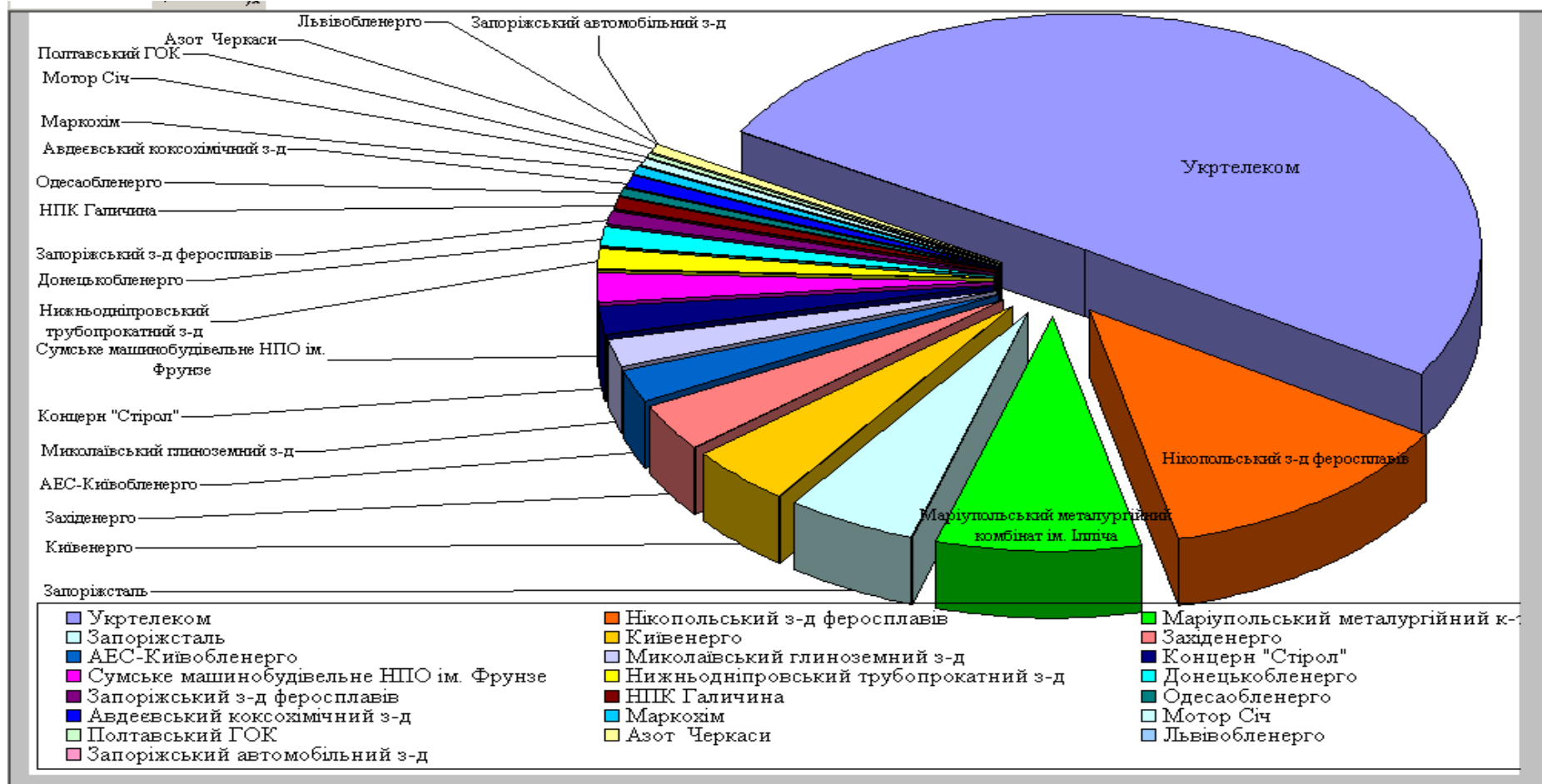


Рис.3.1. Структура пасивного портфеля (розроблено автором самостійно за допомогою програми Microsoft Excel)

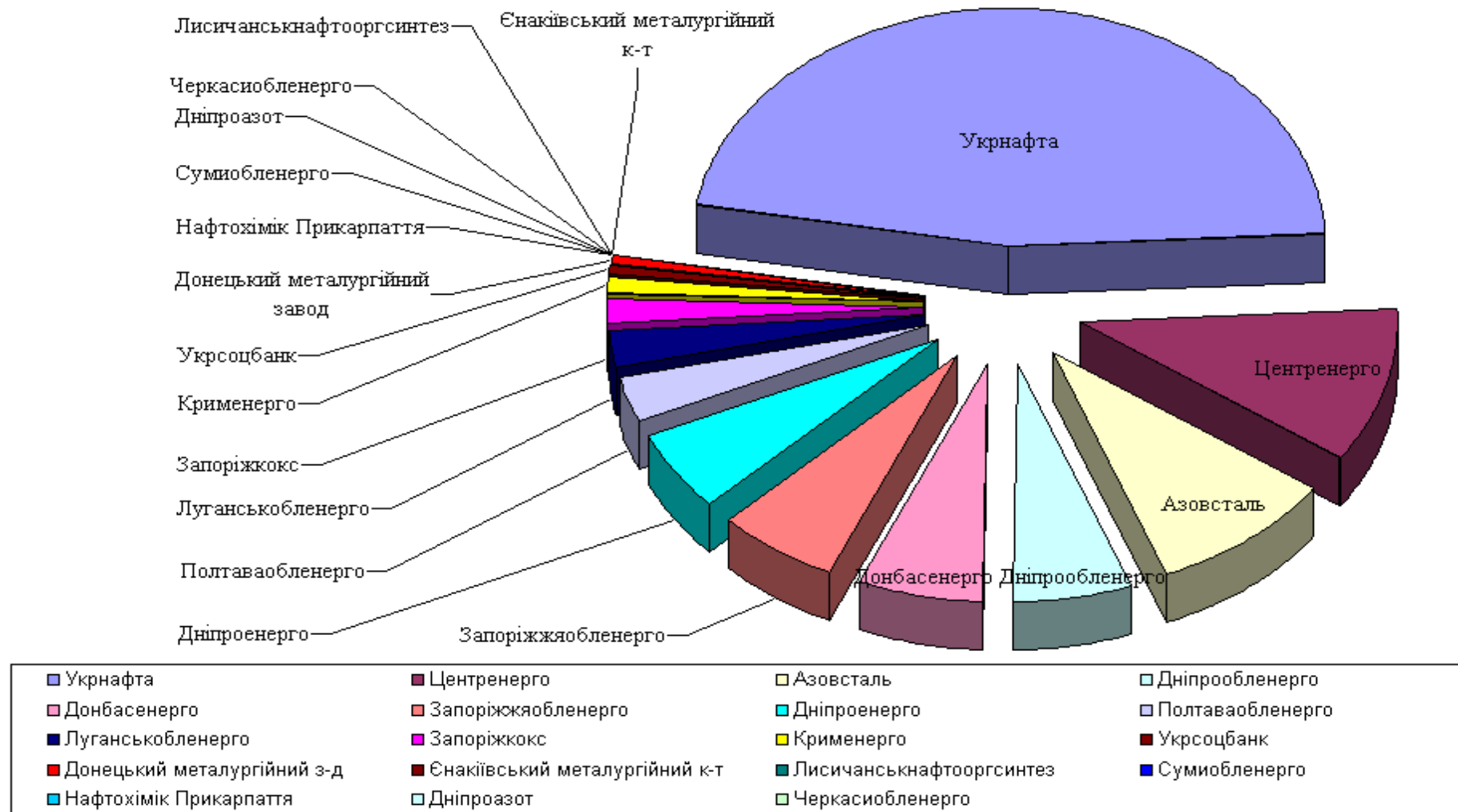


Рис. К.1. Структура пасивного портфеля цінних паперів з умовою перегляду через 6 місяців (розроблено автором самостійно за допомогою програми Microsoft Excel)



Рис. Л.1 Класифікація методів вивчення кон'юктури ринку цінних паперів

Індикатори фінансового стану емітента

Коефіцієнти ліквідності	Коефіцієнти фінансової стійкості	Коефіцієнти ділової активності	Коефіцієнти рентабельності
Абсолютної ліквідності; Проміжного покриття; Термінової ліквідності; Ліквідності за даними чистих оборотних активів; Маневреності функціонуючого капіталу; Загальної ліквідності; Поточної ліквідності.	Співвідношення власних і позичкових засобів; Маневреності власних оборотних засобів; Фінансової незалежності; Фінансування; Співвідношення мобільних та іммобілізованих засобів; Залучення довготермінових засобів; Забезпечення власними джерелами фінансування; Забезпечення запасів і витрат власними джерелами фінансування; Забезпечення запасів і витрат власними і довготерміновими позичковими джерелами фінансування; Забезпечення запасів і витрат власними і довготерміновими і короткотерміновими позичковими джерелами фінансування; Фінансової стійкості; Фінансової незалежності в частині формування запасів; Боргу; Кредиторської заборгованості.	Оборотності всіх активів; Оборотності необоротних активів; Оборотності оборотних засобів; Оборотності товарно-матеріальних цінностей; Оборотності дебіторської заборгованості; Оборотності кредиторської заборгованості; Періоди обороту; Фондомісткість; Періоди погашення заборгованості; Обсяг реалізації на 1 працівника.	Продукції; Продажу; Гранична; Економічна Фінансова; Оборотних засобів; Виробничих фондів; Власних засобів; Фінансових вкладень; Частих активів; Коефіцієнт стійкості Економічного зростання.

Рис. М.1. Сукупність індикаторів фінансового стану емітента

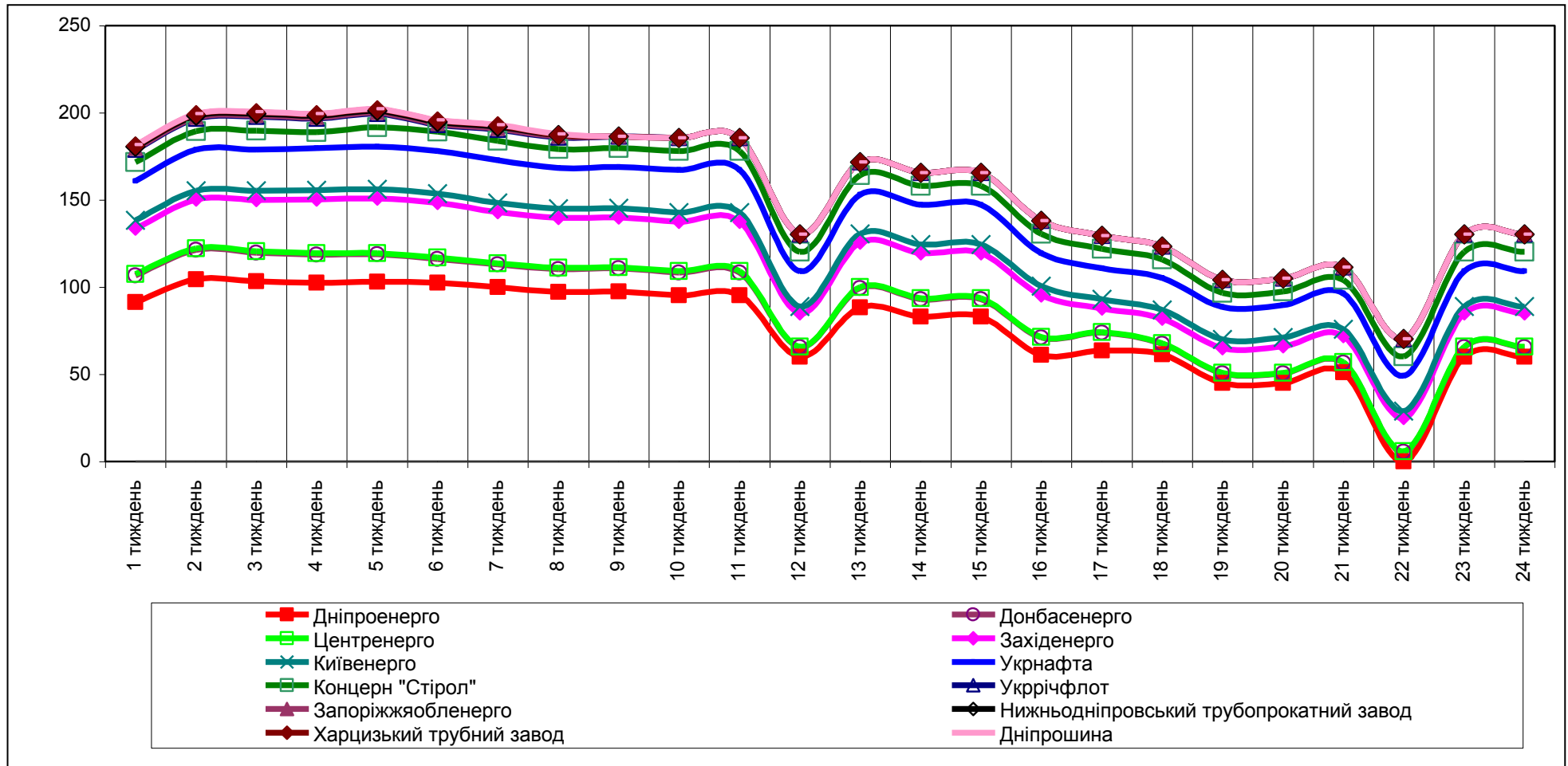


Рис. Н.1. Динаміка зміни максимальної ціни купівлі акцій в ПФТС

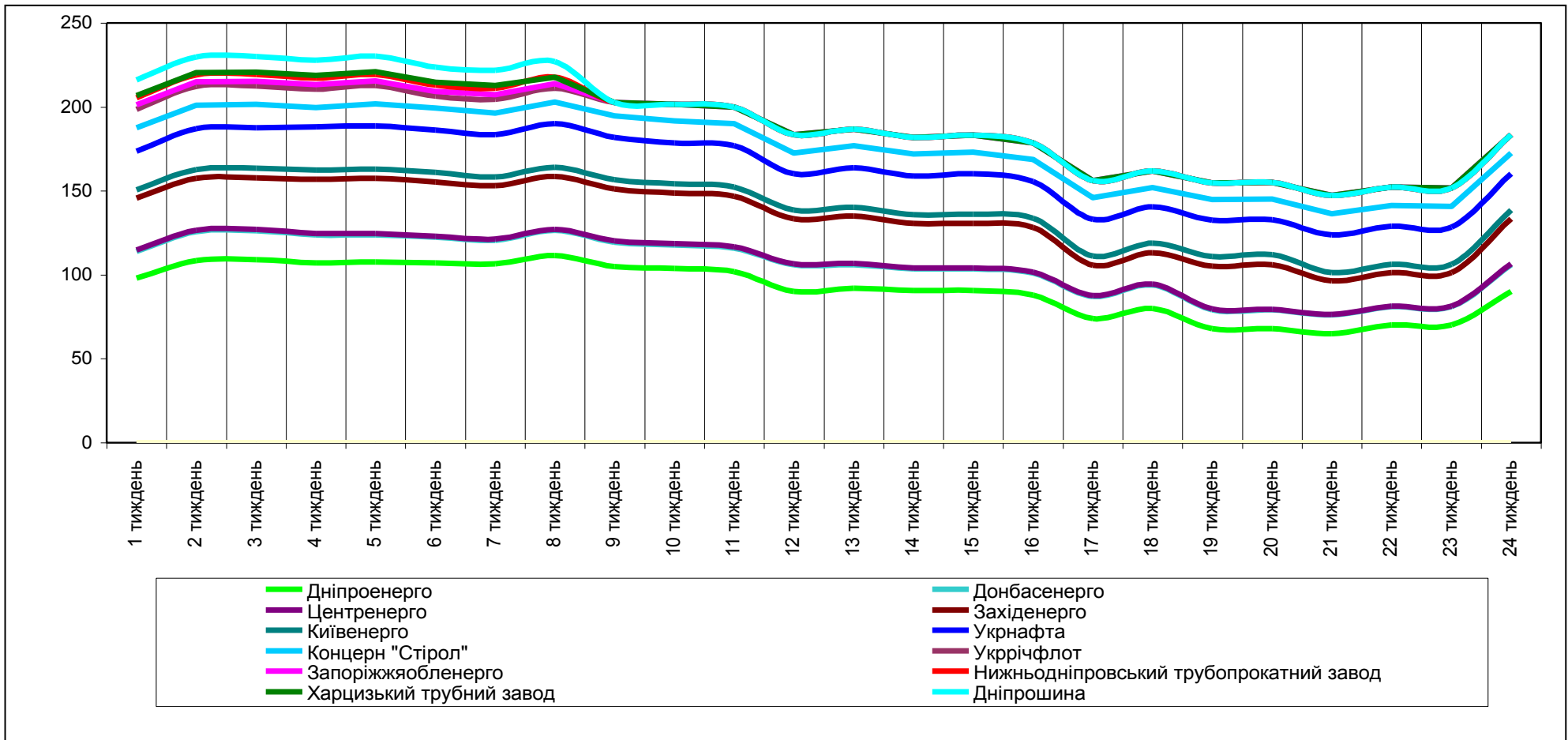


Рис. Р.1. Динаміка зміни мінімальної ціни продажу акцій в ПФТС

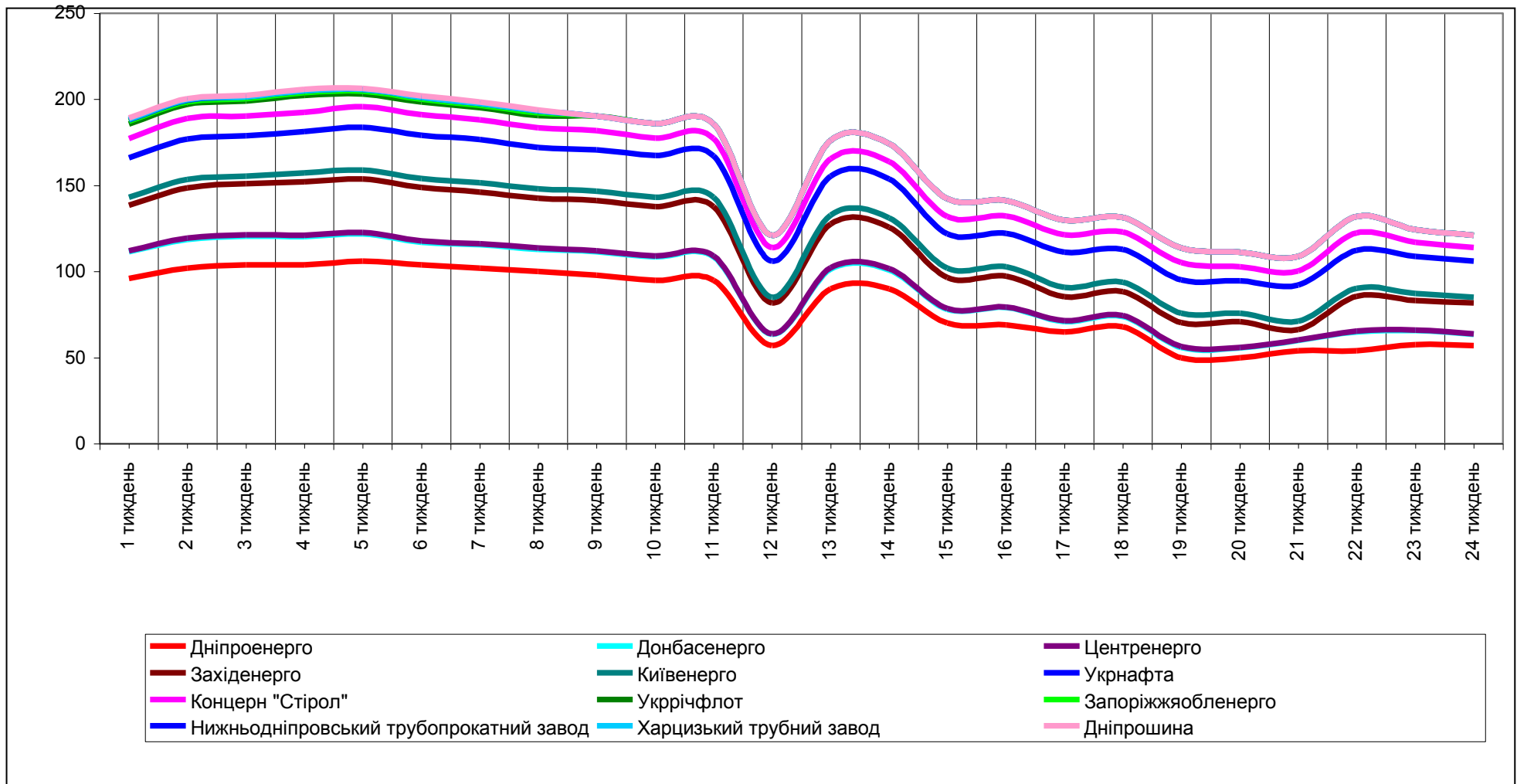


Рис.С.1. Динаміка зміни ринкової вартості акцій, що котуються в ПФТС

Додаток Т

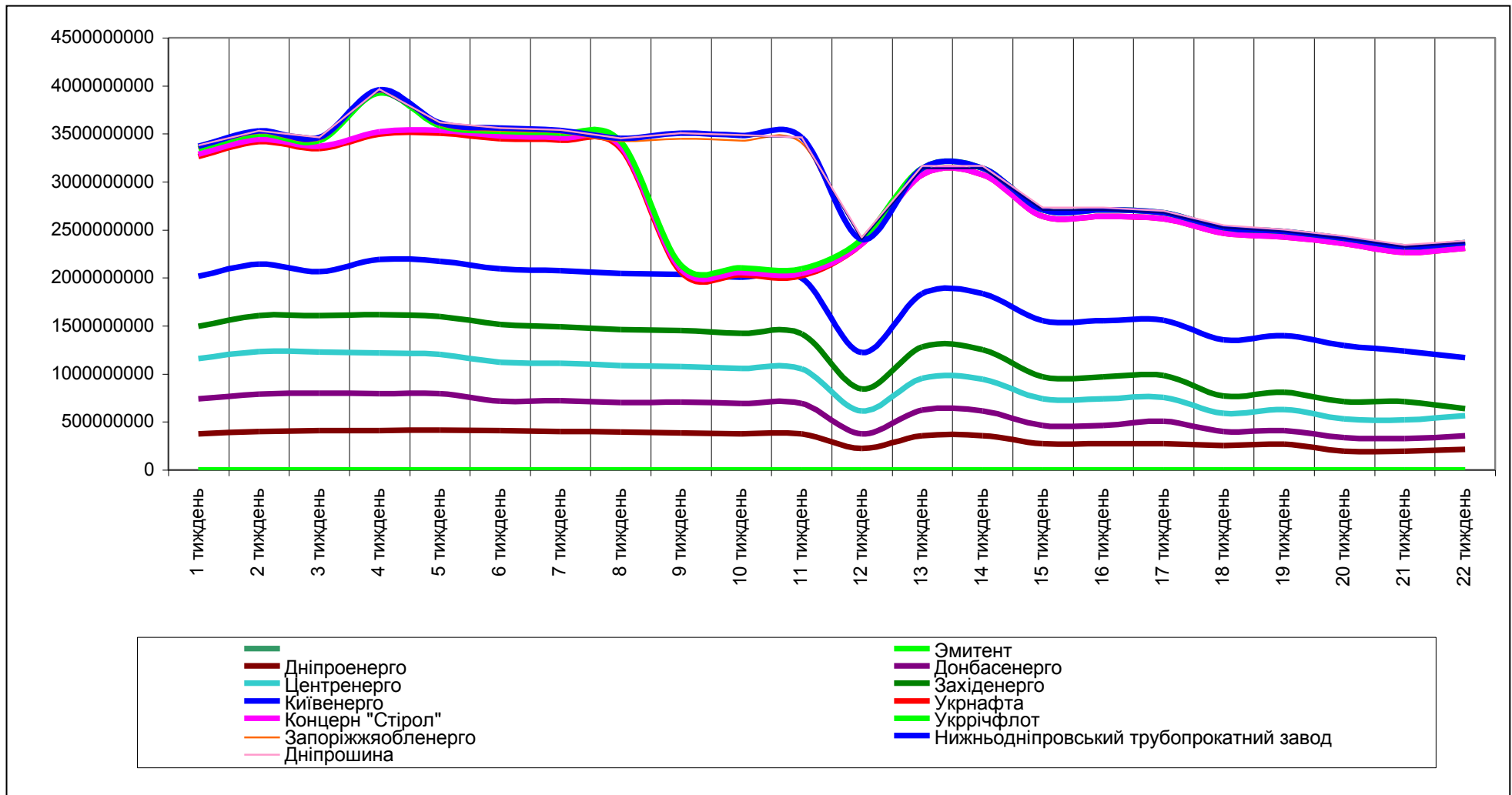


Рис. Т.1. Динаміка зміни рівня капіталізації

Додаток У
Таблиця У.1

Формування портфеля цінних паперів за допомогою фондового індексу

Емітент	символ	статутний фонд (грн.)	номінал (грн.)	обсяг випущених акцій (шт.)	сукупна ринкова вартість (грн.)	доля акцій ВАТ у відносній ринковій вартості усіх ВАТ	ринковий портфель (шт.)	вартість ринкового портфеля з сумарною кількістю кожного ВАТ, якщо ринковий портфель коштує 1000 грн.	кожного ВАТ, якщо ринковий портфель коштує 1000 грн.	якщо ринковий портфель коштує 1000 грн.
Дніпроенерго	D NEN	980999 50	2 5	39239 98	223667 886	0,0 9115	0	519 ,548	1,5 991	91,1 4876
Донбасенерго	D OEN	236443 010	1 0	23644 301	153687 956,5	0,0 6263		40, 7099	9,6 355	62,6 3066
Центренерго	C EEN	137812 750	0 ,25	55125 1000	237037 930	0,0 966	0	4,1 5368	224 ,64	96,5 973
Західенерго	Z AEN	127905 410	1 0	12790 541	227032 102,8	0,0 9252		164 ,223	5,2 124	92,5 1974
Київенерго	K IEN	270910 70	0 ,25	10836 4280	379274 980	0,1 5456	5	54, 0965	44, 16	154, 5615
Укрнафта	U NAF	135571 28	0 ,25	54228 512	113337 5901	0,4 6187	6	965 ,311	22, 099	461, 8715
Концерн "Стірол"	S TIR	271252 80	1 2	22604 40	181061 24,4	0,0 0738		5,9 1024	0,9 212	7,37 8578
Укррічфлот	F LOT	235007 0,1	0 ,35	67144 86	470014 02	0,0 1915		13, 4078	2,7 363	19,1 5393
Запоріжжяобленерго	Z	448400	1	44840	672600	0,0		1,5	1,8	2,74

	AON	00	0	00	0	0274			273	0968
Нижньодніпровський трубопрокатний завод	N ITR	538850 0	0 ,25	21554 000	247871 00	0,0 101		1,1 5	8,7 837	10,1 012
Харцизький трубний завод	H RTR	161271 1	0 ,05	32254 220	161271 1	0,0 0066		0,0 0329	13, 144	0,65 7209
Дніпрошина	D NSH	205088 18,64	9 ,16	22389 54	156726 7,8	0,0 0064		0,7	0,9 124	0,63 869
Сума					245387 7361	1	00	177 0,71	335 ,68	100 0

Додаток Ф
Таблиця Ф.1

Формування інвестиційного портфеля з цінних паперів, які котируються в ПФТС

Емітент	СИМВОЛ	статутний фонд, грн.	номинал, грн.	обсяг випущених акцій	сукупна ринкова вартість, грн.	доля акцій ВАТ у відносній ринковій вартості усіх ВАТ	ринковий портфель, шт.	Вартість портфеля з сумарною кількістю акцій 100 шт., грн.
Дніпроенерго	DNEN	98 099 950,00	25,00	3923998	223 667 886,00	0,0911	9	519,55
Донбасенерго	DOEN	236 443 010,00	10,00	23644301	153 687 956,50	0,0626	6	40,71
Центренерго	CEEN	137 812 750,00	0,25	551251000	237 037 930,00	0,0966	10	4,15
Західенерго	ZAEN	127 905 410,00	10,00	12790541	227 032 102,75	0,0925	9	164,22
Київенерго	KIEN	27 091 070,00	0,25	108364280	379 274 980,00	0,1546	15	54,10
Укрнафта	UNAF	13 557 128,00	0,25	54228512	1 133 375 900,80	0,4619	46	965,31
Концерн "Стірол"	STIR	27 125 280,00	12,00	2260440	18 106 124,40	0,0074	1	5,91
Укррічфлот	FLOT	2 350 070,10	0,35	6714486	47 001 402,00	0,0192	2	13,41
Запоріжжяобленерго	ZAON	44 840 000,00	10,00	4484000	6 726 000,00	0,0027	0	1,50
Нижньодніпровський трубопрокатний завод	NITR	5 388 500,00	0,25	21554000	24 787 100,00	0,0101	1	1,15
Харцизький трубний завод	HRTR	1 612 711,00	0,05	32254220	1 612 711,00	0,0006	0	0,00
Дніпрошина	DNSH	20 508 818,64	9,16	2238954	1 567 267,80	0,0006	0	0,70
Разом					2 453 877 361,25	1	100	1770,71

Додаток X

Події	Портфельна стратегія
Очікується зростання середньо-ринкового відсотка	Уникати низької дохідності – позбавлятися середньо- і довготермінових цінних паперів з фіксованим низьким рівнем дохідності. Збільшувати частку коротко- термінових цінних паперів із зростаючим прибутком. Збільшувати об’єм портфеля
Очікується пониження середньо ринкового відсотка	Закріпити високу дохідність – збільшити частку середньо- і довготермінових цінних паперів з фіксованим високим рівнем відсотка. Скорочувати частку короткотермінових цінних паперів по яким відсоток буде постійно знижуватись. Скорочувати об’єми портфеля
У зв’язку з прискореним знеціненням національної валюти гривнева дохідність вкладень в іноземну валюту починає перевищувати дохідність інвестування на ринку цінних паперів	Скорочення частки портфеля, розміщеної в цінні папери, збільшення частки інвестування в іноземну валюту
Дані технічного аналізу свідчать про наближення піку в зростанні курсів на ринку акцій, щоденні коливання на цьому ринку посилюються	У зв’язку із загрозою спаду на ринку акцій – переведення активів у державні цінні папери
Економічні індикатори свідчать про початок господарської кризи	Збільшення частки цінних паперів експортних підприємств і підприємств, що виробляють товари народного споживання
Виявлено групу недооцінених цінних паперів, що мають перспективи швидкого зростання курсової вартості	Збільшення частки цінних паперів експортних підприємств і підприємств, що виробляють товари народного споживання

Рис. X.1. Прості портфельні стратегії

Додаток Ц
Таблиця Ц.1

Критерії добору емітентів у бази українських фондових індексів

Критерії	Індекси									
	ПФТС	ProU-50	SBPU-30	КАС-20(S)	КАС-20(w)	Wood-15	SOCGEN	InekoDEX	Business Partners	PK-Фінанси Україна
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Загальноринкові критерії										
Тип фондового ринку, на якому функціонує компанія										
Доступність акцій компанії зарубіжним інвесторам										
Розмір компанії										
Розмір статутного фонду компанії	*									
Частка акцій компанії, які знаходяться у вільному обігу на ринку	*								*	
2. Загальноекономічні критерії										
Частка компанії в ВВП даного сектора економіки		*	*	*	*					
Місце компанії в зведеному рейтингу регіону			*							
Місце компанії в рейтингу фінансових інструментів										
3. Розрахунково-фінансові критерії										
Розмір валового доходу										
Ринкова капіталізація компанії	*		*	*	*	*	*		*	

Продовження таблиці Ц.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Відповідність фінансово-аналітичних коефіцієнтів їх оптимальним значенням				*	*					
4. Критерії розвиненості інфраструктури ринку										
Котирування акцій компаній на позабіржовому ринку	*	*						*	*	
Наявність незалежного депозитарію і реєстратора	*									
Активність укладення угод	*		*	*	*		*		*	