

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ФАКУЛЬТЕТ ЕКОНОМІКИ ТА УПРАВЛІННЯ**

Кафедра економіки та економічної теорії

**Опорний конспект лекцій
з дисципліни
«Фінансова економіка»
(назва дисципліни)**

Автор:

к.е.н., старший викл. Чирак І. М.

Затверджено на засіданні
кафедри економіки та економічної теорії
протокол № 1 від 29 серпня 2019 року

Тернопіль-2019

Тема 1. Фінансова економіка: сутність та характерні особливості

План

1. Особливості фінансової економіки як феномену цивілізації.
 2. Характеристика інструментів фінансової економіки.
 3. Фінансова економіка як наука та її місце в системі економічних наук.
- Мета, завдання і функції дисципліни «Фінансова економіка»
4. Предмет і методологія дослідження фінансової економіки

1. Фінансова економіка як феномен цивілізації

Ринкова економіка як динамічна система функціонує і розвивається лише за оптимального поєднання двох суперечливих, навіть протилежно спрямованих засад: сталості та змінності. У заплутаній цивілізаційній графіці ретроспектив і перспектив важливо відшукати ті лінії розвитку, які зорієнтовані на неухильне сходження наявних економічних систем до нових цивілізаційних пріоритетів та конкурентоспроможності. Глобалізаційні імперативи й пріоритети формують нову парадигму розвитку світової економіки. Саме таким цивілізаційним здобутком на сьогодні є фінансова економіка.

Фінансова економіка – це розмаїта сукупність фінансових ринків, які наповнюються новими фінансовими продуктами, технологіями та інноваціями. ХХІ ст. ознаменувалось тим, що світова фінансова система обросла гігантською кількістю найскладніших фінансових інструментів та інститутів, які в своїй сукупності та взаємодії являють феномен цивілізації. Перманентність і всеосяжність такої еволюції є найбільш характерними ознаками глобалізаційних процесів.

Фінансові інновації, що є проявом свого роду «фінансової алхімії», являють собою досі невідомі продукти та інструменти, націлені збільшувати наявний капітал, який, у свою чергу, нарощує фінансову економіку.

У сучасному світі домінує фінансова, а не ринкова економіка. Надмірне зростання й усе більш відчутна автономність фінансової економіки є одним з найсерйозніших ризиків сучасного економічного розвитку. Глобальна фінансово-економічна криза 2007-2009 рр. переконливо підтверджує цей висновок.

Фінансова економіка є полісистемним явищем, оскільки уособлює дискретну множину таких атрибутивних явищ і процесів, як фінансові ринки, банківський капітал, деривативи та похідні від них фінансові інструменти тощо.

Завдяки такій синергетиці, за образною оцінкою професора Гарвардського університету Найела Фергюсона, «планета Земля виглядає карликом на фоні планети «Фінанси», до того ж остання куди швидше обертається навколо своєї осі».

При цьому фінансова економіка породжує прямо протилежні фізичній економіці (товаропродукуючій) процеси, бо вона не тільки озброєна найсучаснішими інформаційно-комунікаційними системами, а і по наростаючій демонструє свою економічну владну сутність.

Цивілізаційна незворотність процесів, що знаходять своє підтвердження в базових сегментах «фінансової економіки», є своєрідною домінантою, кінцем «собівартісної економіки». Остання усе більше виконує роль «підсобного працівника». Так, сьогодні світовий ВВП, основу якого складає новостворена вартість, сягає 70 трлн. дол. США.

У фінансовій сфері відбувається безпрецедентна мультиплікація боргових цінних паперів, деривативів та похідних фінансових інструментів, сукупність яких і являють сучасну фінансову економіку.

На даний час вартісний вимір фінансової економіки можна оцінити астрономічною сумою, що складає близько 1 квадрильйона дол США. Таким чином фінансова економіка на порядок перевищує обсяги так званої «фізичної» економіки.

Значення та роль фінансових відносин підсилюється під час трансформаційних змін, і, насамперед тих, де відбувається перехід від індустріальної до постіндустріальної економіки. Констатуючи загальні закономірності трансформації індустріальної економіки у постіндустріальну, одночасно необхідним є визначити існування зв'язку між зазначеними процесами трансформації та еволюцією фінансового сектору.

Якщо на різних стадіях розвитку індустріальної економіки основними виробничими ресурсами були матеріальні ресурси та капітал, то для постіндустріальної економіки пріоритетним видом ресурсів стає фінансовий капітал.

Вимоги до швидкості обігу фінансових ресурсів посилюються, що обумовлює зростання потреби у розвитку фінансової інфраструктури і, відповідно, зростання вартості послуг з обслуговування руху фінансових ресурсів. Кількість фінансових потоків зростає тим сильніше, чим вищим є значення грошового мультиплікатора.

Одночасний високий рівень волатильності економічних процесів може бути пояснено рухомістю саме фінансової форми капіталу.

Особливості економічних процесів, які властиві фінансовій економіці:

- випереджаючий розвиток фінансових ринків, їх інструментів та функцій;
- мультиплікативне зростання кількості і обсягу фінансових потоків, зростання їх волатильності;
- швидке зростання обсягів світової торгівлі на фінансових ринках;
- розвиток фінансових інновацій, їх швидке поширення;
- зростання обсягу спекулятивного капіталу;
- надмірний розвиток фінансової інфраструктури, посилення її значущості в управлінні економічними процесами.

Яскравою ілюстрацією цих процесів є те, що щоденний обсяг світової торгівлі на фінансових ринках перевищує обсяг товарної торгівлі більш, ніж у 30 разів!

Ще одним прикладом, що підтверджує зазначені закономірності, є їх розповсюдження у тіньовий сектор економіки. Так, у світі в теперішній час існує близько 30 територій, де військові конфлікти, відсутність правової інфраструктури, легітимної влади утворили так званий «фінансовий андеграунд», по якому рухаються неконтрольовані фінансові потоки тіньової економіки світу.

Сучасна економіка частково ізолюється від реального виробництва матеріальних благ і у все більшому ступені концентрується на проведенні значущих фінансових операцій, переміщуючи кошти з одного ринку на інший, що свідчить про існування так званої «фінансової економіки». Її існування підтверджується в окремих наукових працях, однак деякі економісти називають «фінансову економіку» «економікою казино» (з огляду на її високу волатильність).

Ускладнення структурної організації економіки поряд з іншими процесами викликало посилення значущості фінансового сектору, що забезпечує прискорення обігу фінансових ресурсів та перерозподіл капіталу між галузями економіки. Зважаючи на специфічність перебігу економічних процесів, пов'язаних із гіперрозвитком фінансового сектору в період трансформації економіки з індустріальної до постіндустріальної, можна стверджувати про існування «фінансової економіки» як закономірного етапу генези економічних систем.

Фінансова економіка сформувала таку парадигму, яка дозволяє найбільш підприємливим учасникам ринкових відносин бачити й маніпулювати фактично невидимими цінностями, тобто фіктивним капіталом.

Надмірна волатильність фінансових активів, що функціонують у формі похідних цінних паперів, стабільно провокує спекуляції. Не в останню чергу через це навіть у цивілізованих ринкових системах державно-інституційні регулятори не в змозі необхідним чином дисциплінувати розгул фіктивно-спекулятивного капіталу. Перманентне зростання обсягу спекулятивного капіталу, що паралельно відбувається з кількісним ростом інноваційних фінансових інструментів у глобальному вимірі, можна вважати визначальним імперативом фінансової економіки як такої.

Фінансова спекуляція – це спосіб одержання прибутку на різницях цінних коливань вартості фінансових і матеріальних активів без утворення нової (додаткової) вартості в їхньому кругообігу, коли формується ілюзія вартості у відриві від дійсної економічної реальності цін.

Фінансові спекуляції спричиняють циклічні зміни стану ринків (фази "підйом-спад") і проявляються в переоцінці біржових товарів, цінних паперів, валюти, нерухомості. Спекулятивний капітал вкладається в короткострокові й портфельні активи, а його міграцію у вигляді так званих "гарячих грошей" стимулює спокуса одержання більше високого прибутку на зовнішніх ринках у порівнянні з внутрішнім.

Фінансові спекулянти оперують «блукаючим» капіталом, який в пошуках надприбутків кочує по різних регіонах світу. Миттєва реакція на мінливу кон'юнктуру, цінний ажіотаж, втеча з освоєної території – знайомі характеристики даного різновиду фінансового капіталу, який активно заявив про себе на пострадянських територіях у вигляді «фінансової допомоги» і так званих «іноземних інвестицій». Тому фіктивно-спекулятивний капітал, який чомусь називають інвестиціями, є за своєю істинною суттю антиінноватором щодо економік, які роблять спробу за його допомогою вирішити наявні фінансові проблеми.

В контексті фінансового словника терміни «спекуляція» та «інвестиція» є дуже специфічними та близькими за змістом. Хоча термін «інвестиція»

вважається вкладенням грошей у фінансову систему з наміром повернути прибутки через певний час, однак більшість ризикованих грошей, включаючи фонди, які вкладені у світові біржі цінних паперів, є ніщо інше як спекуляція.

Фінансові спекуляції каталізують розвиток фінансових ринків. На ризики не звертають уваги доти, поки ринки розвиваються по спадній та їх "перегрів" не викликає кризи.

Недавні іпотечні проблеми в США та ажіотаж кредитоманії в сфері споживання в різних країнах світу окреслили нові межі спекулятивних угод. Безсумнівно, що неконтрольовані фінансові спекуляції все частіше стають вісниками фінансових криз.

Фінансові спекуляції мають позитив у частині розширення характеристик ліквідності ринків і переформатування ризиків. Але головною небезпекою фінансових спекуляцій, що перекриває всі позитиви, є перетворення капіталу у фікцію, тобто утворення так званої фінансової "бульбашки".

Інструментарій фінансових спекуляцій розкривається в тому, що можливість безпосередньо впливати на динаміку ринків мають великі портфельні інвестори. Якщо говорити про нові ринки, у т.ч. й України, серед останніх переважно нерезиденти. Інвестори-спекулянти приймають на себе значні короткі позиції (продаж активів) в ослабленій валюті, використовуючи для цього спеціальні фінансові угоди (опціон, спот, форвард, ф'ючерс та ін.).

Опціон – це угода, за якою інша сторона може купити чи продати товари або цінні папери впродовж певного періоду часу за узгодженою ціною, яка може бути значно нижчою або значно вищою, ніж поточна ціна. Договір на продаж називають *опціоном пут*, а на купівлю – *опціоном колл*.

Спот – це операція з купівлі–продажу валюти на умовах її поставки протягом 2-х робочих днів від дня укладання угоди за курсом, за фіксованим в угоді.

Форвард – це позабіржова валютна операція з купівлі-продажу валюти з інтервалом в часі між укладанням угоди і виконанням операції більше ніж 2 робочих дні від дня укладання угоди, за фіксованим курсом на визначену дату в майбутньому.

Ф'ючерс - будь-яка угода, пов'язана з купівлею або продажем товарів чи цінних паперів у майбутньому за ціною, обумовленою в конкретний момент.

Після "розігріву" ринку по закінченні гри на підвищення цін фіксується отриманий прибуток, а потім активна гра на зниження за допомогою міграції (витоку) капіталу за межі країни дозволяє отримати додатковий прибуток від шоків, викликаних падінням вартості фінансових активів на нестабільному ринку.

Поки превілює тренд зростання світової економіки й ринків, спекулянти грають на підвищення цін. Зростання внутрішнього ринку обумовлене переважно за рахунок зовнішніх ресурсів. У таких умовах ринок-мішень, який атакують спекулянти, випробовується на витривалість і сам по собі є макроактивом за наявності ризиків та очікуваних надвисоких прибутків. Але коли проявляються й підсилюються негативні сигнали (зростання інфляції, рівня відсотка й вартості активів, заборгованості, переваги імпорту над експортом, дефіцит бюджету та інші), нерезиденти починають виводити капітали з одночасним тиском на

валютний курс. Спекулятивний характер поведінки нерезидентів особливо небезпечний при переході від політики фіксованого валютного курсу до плаваючого через можливість одержання додаткової "валютної премії". Ажіотаж спекуляцій на підвищенні цін переходить у паніку при їх падінні. Найчастіше такий дуже швидкий перехід від зростання ринків до їхнього падіння і є початком фінансової кризи.

Виділяються три основні форми фінансових спекуляцій:

1) відособлене застосування деривативів (термінових похідних фінансових інструментів - опціонів, ф'ючерсів, форвардів, варантів) без урахування вартості відповідних базових активів;

2) ажіотажний розвиток кредиту та боргових інструментів для фінансування економічних потреб на мікро- і макрорівнях;

3) фіктивна, штучна капіталізація ринку пайових цінних паперів (у першу чергу акцій) при перевазі недостовірної інформації.

Фінансові спекуляції в міжнародному середовищі супроводжуються генерацією потоків євровалют й доларизацією регіональних економічних систем, які формують загальне "тло" валютної номінації спекулятивних угод.

Кураж фінансових спекуляцій передувє фінансовим кризам. Основна причина фінансової кризи завжди міститься в асинхронності розвитку фінансового й реального секторів економіки, коли при спекулятивній ейфорії в різних сегментах ринку фінансовий капітал самовідтворюється у власному кругообігу й не використовується для фінансування виробничих проектів. Розбалансованість обсягів товарної й грошової маси виступає першоосновою фінансових спекуляцій і містить проблеми для регулювання економіки.

Наслідки фінансових спекуляцій можуть бути такими:

➤ економічна рецесія (в країнах, або обтяжених зобов'язаннями галузях економіки), банкрутство підприємств та індивідуальних дебіторів;

➤ зростання інфляції та нових запозичень;

➤ зменшення міжнародних резервів центрального банку;

➤ зниження внутрішнього попиту на товари й послуги;

➤ падіння суверенних рейтингів та індексів;

➤ витік капіталу за межі країни;

➤ зростання соціальної напруги.

Спекуляція в радянські часи за свою паразитичну сутність визначалась як кримінальне діяння. І сьогодні дане явище, не дивлячись на те, що набуло ринкових форм і отримало «правову амністію», на пострадянських теренах за звичкою сприймається негативно. Однак ринкові реалії беруть своє і фіктивно-спекулятивний капітал стає атрибутом суспільних відносин і в Україні.

У нинішніх умовах на біржах активно торгуються ексклюзивні фінансові інструменти, як, наприклад, «свопи на кредитний дефолт», контракти на фінансові ф'ючерси, угоди про форвардні процентні ставки, ковенанти, коллатералізовані боргові зобов'язання, сек'юритизація активів, ф'ючерсний контракт на основі фондових індексів та багато інших. Однак спекулятивний азарт, націлений на операції з фінансовими ресурсами, що оцінюються астрономічними прибутками, рано чи пізно закінчується фінансовим провалом.

Водночас, на жаль, є всі підстави стверджувати, що лише дуже невелика кількість вітчизняних фахових економістів, зайнятих у сфері державного

управління (не кажучи вже про бізнесменів-інвесторів) уважно й системно слідкують за фінансовими інноваціями, що постійно з'являються на сучасних ринках.

Оскільки сучасна фінансова економіка – це, насамперед, ринок деривативів та похідних фінансових інструментів, що динамічно розвивається і постійно оновлюються, то дана очевидність зумовлює значні труднощі в їх законодавчому оформленні та практичному освоєнні. Дуже складним завданням є фактичне наповнення законодавчо-нормативних актів досконалыми юридичними механізмами, націленими і здатними дієво контролювати процеси на фінансових ринках. Нерідко через це країни, що відносно недавно стали на шлях ринкових перетворень, поки що далекі від сформованого фондового ринку та організованої торгівлі новітніми цінними паперами та їх похідними.

В Україні ж частка організованого сегменту фондового ринку упродовж останніх років не перевищує 10% від його загального обсягу.

Сучасному стану фондового ринку України притаманні:

➤ низька технологічність біржової інфраструктури, для якої характерна фрагментарність та інституційна розпорошеність;

➤ обмежена наявність високоліквідних цінних паперів;

➤ вузький спектр інвестиційно привабливих фінансових інструментів.

Водночас у ринково розвинутих економіках фондові біржі, торгові системи разом з депозитарними, кліринго-розрахунковими центрами, реєстраторами, зберігачами тощо обслуговують величезний обсяг угод з різними типами та модифікаціями цінних паперів, кожна з яких характеризується множинністю ознак, критеріїв, характеристик тощо.

Сучасні економічні стратегії активно, насамперед, через експансію фінансових ринків, демонструють ознаки активного утвердження фінансової економіки як цивілізаційного феномену.

Закони фінансової економіки формують найновішу економічно-фінансову структуру, і нам ще слід виявити багато її загадок, щоб збагнути всю глибинну сутність закономірностей її розвитку. А поки що нинішні інституційні органи практично не в стані передбачити та своєчасно здійснити необхідні профілактичні заходи з упередження «законних порушень» на фінансових ринках та біржах. Все це провокує нові реальні можливості для розширеного відтворення віртуального капіталу і таким чином посилення волатильності всієї економічної системи та її макроекономічної асиметричності.

2. Характеристика інструментів фінансової економіки

Операції на фінансовому ринку здійснюються за допомогою фінансових інструментів.

Фінансові інструменти — це різноманітні фінансові активи, які обертаються на ринку, є законними вимогами власників цих активів на отримання певного (як правило, грошового) доходу в майбутньому і за допомогою яких реалізуються операції на фінансовому ринку.

Основними інструментами на фінансовому ринку є готівкові гроші, банківські кредити, цінні папери.

Зростаючий обсяг і різноманітність операцій у рамках фінансової економіки закономірно призводить до виникнення нових класифікаційних ознак та груп фінансових інструментів. Свідченням цього, зокрема, може слугувати **Європейська директива «Про ринки фінансових інструментів»**, що містить розширений перелік фінансових інструментів, які класифікуються за багатьма ознаками.

Інструменти, що обслуговують фінансовий ринок, класифікують так.

За видами фінансових ринків:

а) *інструменти кредитного ринку* (гроші і розрахункові документи, які обертаються на грошовому ринку);

б) *інструменти фондового ринку* (цінні папери, які обертаються на цьому ринку);

в) *інструменти валютного ринку* (іноземна валюта, розрахункові валютні документи, а також окремі види цінних паперів, які обслуговують цей ринок);

г) *інструменти ринку фінансових послуг* (фінансові послуги, які надаються фінансовими інституціями (банками і небанківськими кредитними установами, факторинговими і лізинговими компаніями, фондovими і валютними біржами, страховими компаніями тощо) суб'єктам фінансових відносин — підприємницьким структурам, державі та громадянам);

д) *інструменти ринку золота (срібла, платини)*: названі види цінних металів, які використовують з метою формування фінансових резервів і тезаврації (перетворення їх в скарб), а також цінні папери, які обслуговують цей ринок.

За періодом обертання:

а) *короткострокові фінансові інструменти* (з періодом обігу до одного року), що обслуговують операції на ринку грошей;

б) *довгострокові фінансові інструменти* (з періодом обігу більше одного року), що обслуговують операції на ринку капіталів. До цього виду фінансових інструментів належать і безстрокові фінансові інструменти, кінцевий строк погашення яких не встановлено (наприклад, акції).

За характером фінансових зобов'язань:

а) *інструменти, додаткові фінансові зобов'язання за якими не виникають* (валютні цінності, золото тощо);

б) *боргові фінансові інструменти*, які характеризують кредитні відносини між покупцем і продавцем та зобов'язують боржника погасити в передбачені строки їх номінальну вартість і заплатити винагороду у формі % (облігації, векселі, чеки і т.д.);

в) *пайові фінансові інструменти*, які підтверджують право їх власника на частку в статутному капіталі емітента і на отримання відповідного доходу (акції, інвестиційні сертифікати тощо).

За пріоритетною значимістю:

а) *первинні фінансові інструменти*, які характеризуються їх випуском в обіг первинним емітентом і підтверджують прямі майнові права або відносини кредиту (акції, облігації, чеки, векселі тощо);

б) *вторинні фінансові інструменти, або деривативи*, які характеризують виключно цінні папери, що підтверджують право або зобов'язання їх власника купити чи продати первинні цінні папери, що обертаються на ринку, валюту, товари або нематеріальні активи на заздалегідь визначених умовах у майбутньому періоді. Такі фінансові інструменти використовують для проведення спекулятивних фінансових операцій і страхування цінового ризику (хеджування). Основними видами деривативів є опціони, свопи, ф'ючерсні і форвардні контракти. Залежно від складу первинних фінансових інструментів або активів, відповідно до яких вони випущені в обіг, деривативи бувають фондові, валютні, страхові, товарні.

За гарантованістю рівня дохідності:

а) *фінансові інструменти з фіксованим доходом*, які характеризують фінансові інструменти з гарантованим рівнем дохідності при їх погашенні;

б) *фінансові інструменти з невизначеним доходом*, рівень дохідності яких може змінюватися залежно від фінансового стану емітента або кон'юнктури фінансового ринку.

За рівнем ризику:

а) *безризикові фінансові інструменти* (короткострокові цінні папери, короткострокові депозитні сертифікати найнадійніших банків, "тверда" іноземна валюта, золото та інші цінні метали, придбані на короткий період). Термін "безризикові" є певною мірою умовним, оскільки потенційний фінансовий ризик має будь-який із перерахованих видів фінансових інструментів;

б) *фінансові інструменти з низьким рівнем ризику*: група короткострокових фінансових інструментів, які обслуговують ринок грошей і виконання зобов'язань, за якими гарантується стійкий фінансовий стан та надійна репутація позичальника;

в) *фінансові інструменти з помірним рівнем ризику*, рівень ризику за якими приблизно відповідає середньоринковому;

г) *фінансові інструменти з високим рівнем ризику*: рівень ризику за якими суттєво перевищує середньоринковий;

д) *фінансові інструменти з дуже високим рівнем ризику*, які використовують для здійснення найризикованіших спекулятивних операцій на фінансових ринках.

Слід зазначити, що наведена класифікація відображає поділ фінансових інструментів лише за найбільш суттєвими загальними ознаками. Кожна з наведених груп фінансових інструментів, у свою чергу, класифікується за окремими специфічними ознаками, які відображають особливості їх випуску, обігу і погашення.

3. Фінансова економіка як наука та її місце в системі економічних наук. Мета, завдання і функції дисципліни «Фінансова економіка»

Економічні науки – основа функціонування сучасного цивілізованого суспільства. Вміння у необхідних обсягах і своєчасно мобілізувати, раціонально розподілити, ефективно та ощадливо використати економічні ресурси на всіх рівнях господарювання визначає значною мірою ступінь задоволення суспільно-необхідних потреб, рівень життя народу, зумовлюючи перспективи позитивних тенденцій і напрямів соціально-економічного розвитку держави. Важливою передумовою вдалого розв'язання складних фінансово-господарських взаємовідносин учасників економічних відносин є наявність у країні обізнаних і досвідчених фахівців. Саме на їх підготовку спрямовані завдання нормативної дисципліни «Фінансова економіка».

Фінансова економіка є невід'ємною складовою системи економічних наук, загальним науковим об'єктом яких є фінансовий ринок. Поняття «фінансова економіка» використовується для визначення системного явища, що характеризується посиленням значущості фінансового сектору, прискоренням обігу фінансових ресурсів та перерозподілу капіталу між галузями економіки.

Фінансова економіка - це молода наука, виникнення та розвиток якої припав на кінець ХХ – початок ХХІ ст.

Фінансова економіка – це наука про основні закономірності, що визначають функціонування та організацію сучасних фінансових ринків країн, фінансову поведінку економічних агентів, структуру та функції фінансової системи, фінансових операцій і портфеля, їх дохідності та ризиковості при прийнятті інвестиційних рішень за умов невизначеності.

Метою опанування дисципліни «Фінансова економіка» є формування системи знань про фінансову економіку, в єдиній теорії, методології і практиці реалізації фінансових відносин у сучасній ринковій системі.

Завдання курсу:

- аналіз процесу управління фінансовими компаніями і фінансовими інститутами;
- виявлення закономірностей розвитку і функціонування фінансових ринків;
- аналіз функціонування фінансових потоків та відносин між суб'єктами і об'єктами економічного середовища;
- прогнозування динаміки ставок фінансового ринку та чинників, що впливають на рівень ставок доходності ризикових активів;
- вміння аналізувати та оцінювати операції фінансових посередників;
- здійснення вартісної оцінки фінансових активів та прийняття фінансових рішень з метою максимізації вартості даних активів;
- проведення аналізу процесу формування фінансового портфеля та розроблення пропозиції щодо досягнення ефективного і оптимального портфеля;
- виявлення ризиків фінансового портфеля та здійснення обчислення очікуваного доходу;
- здійснення експертизи інвестиційних рішень за умов невизначеності;
- вміння оцінювати ефективність управління інвестиціями.

Фінансова економіка як наука виконує низку важливих **функцій**:

- *Теоретико-пізнавальна* – пояснення законів, принципів, процесів та механізмів функціонування фінансових ринків;
- *Аналітична* – аналіз економічних явищ і процесів, що відбуваються на фінансових ринках;
- *Практична* – визначення мети і напрямів розвитку фінансової системи, рекомендацій для фінансової поведінки суб'єктів економіки та фінансової політики держави;
- *Прогностична* – вироблення певних прогнозів на основі аналізу та вивчення процесів та явищ на фінансових ринках;
- *Виховна* – виховання раціонального економічного мислення, визначення ринкових правил фінансової поведінки економічних агентів;
- *Регулююча* – правова регламентація грошових відносин у суспільстві через застосування набору фінансових інструментів (наприклад, податків);
- *Розподільча* – розподіл та перерозподіл суспільного продукту й національного доходу для задоволення потреб економічних агентів;
- *Контрольна* – контроль над дотриманням регламентацій грошових відносин між суб'єктами економічної діяльності.

3. Предмет і методологія дослідження фінансової економіки

Предметом фінансової економіки є дослідження загальних закономірностей функціонування фінансової системи та особливостей фінансової поведінки її економічних агентів.

Методологія фінансової економіки – це сукупність прийомів та способів, загальнонаукових та філософських принципів наукового пізнання, виявлення та дослідження виникнення організації і функціонування фінансових ринків на сучасному етапі.

Методологія покликана допомогти вирішити головне питання: за допомогою яких наукових способів і прийомів пізнання дійсності фінансова економіка з'ясує, як розвивається фінансова система за сучасних умов.

У методології фінансової економіки можна виділити декілька основних **підходів**:

1) *суб'єктивний* – вихідним пунктом аналізу економічних явищ є раціональний економічний агент, а об'єктом аналізу є його фінансова поведінка;

2) *емпіричний* – аналіз фінансової діяльності на основі власного досвіду і фактах реальної дійсності та застосування різноманітних інструментів дослідження – статистики, математики, економетрії та ін.; результатом дослідження є емпіричні моделі;

3) *раціоналістичний* – спрямований на відкриття «природних» чи раціональних законів цивілізації, він вимагає дослідження фінансової системи як єдиного цілого, а також закономірностей її розвитку, а також законів, що регулюють дану систему;

4) *діалектико-матеріалістичний* – вірним вирішенням наукових проблем є об'єктивний аналіз явищ, який характеризує внутрішні зв'язки явищ і процесів

у їх розвитку – виникненні, удосконаленні чи вмиранні, тобто від постійному русу, у динаміці, у чому і полягає суть діалектики.

Методологію не можна ототожнювати з методами дослідження, останні є тільки інструментами, сукупність способів і прийомів вивчення предмета.

Методи дослідження фінансової економіки:

➤ *емпіричний метод* - ґрунтується на фактах реальної дійсності і власному досвіді дослідника;

➤ *метод індукції* - виведення економічних закономірностей з фактів реального життя на основі сходження від окремих сторін до усього явища;

➤ *метод дедукції* - аналіз на основі руху від загального явища до його окремих сторін;

➤ *метод логічної абстракції* - уявне виділення найсуттєвішої сторони явища та її аналізу та ігнорування несуттєвих його ознак і сходження від абстрактного до конкретного;

➤ *діалектичний метод* – процес пізнання явищ у всій різноманітності їх форм та у всій їх суперечності;

➤ *синтетичний метод* – включає наукову абстракцію, пізнання загального, особливого та одиничного;

➤ *історичний метод* – реальна послідовність розвитку подій та явищ;

➤ *метод аналізу* – поділ явища на окремі сторони і ознаки та їх дослідження;

➤ *метод синтезу* – поєднання окремих сторін і ознак явища і пізнання його як єдиного цілого;

➤ *математичний метод*;

➤ *графічний метод*;

➤ *статистичний метод*.

Методи досліджень дають змогу виявити категорії, принципи, закони і закономірності, що відбуваються на фінансових ринках за умов невизначеності.

Тема 2. Фінанси і фінансова система

План

1. Теорія фінансової поведінки економічних агентів.
2. Фінансова система та її складові. Функції фінансової системи та їх еволюція.
3. Фінансові ринки: сутність, особливості та класифікація.
4. Процентні ставки на фінансових ринках.
5. Регулювання фінансових ринків. Основні тенденції і особливості розвитку фінансових ринків на сучасному етапі.

1. Теорія фінансової поведінки економічних агентів

Фінансова економіка поряд із фінансовими ринками досліджує та аналізує фінансову поведінку економічних агентів як основних суб'єктів фінансової системи. Так, аналізуються планування та прийняття рішень економічних агентів стосовно споживання та заощадження, інвестування, фінансування, враховуються ризики, які супроводжують їх під час здійснення своєї бізнес-діяльності.

Теорія фінансової поведінки економічних агентів вивчає рішення, що здійснюються домогосподарствами та фірмами.

Фінансові рішення, які приймаються домогосподарствами.

Як правило, домогосподарствами називають сім'ї різного складу та розмірів. На одному полюсі знаходяться так звані великі сім'ї, які складаються з кількох поколінь, що мешкають під одним дахом і спільно володіють певними економічними ресурсами. Протилежний полюс представлений людиною, яка живе одна і не являється сім'єю в традиційному змісті. Однак, фінансова економіка також розглядає таку людину як домогосподарство.

Домогосподарства зазвичай приймають фінансові рішення 4-х типів:

1) **Рішення стосовно споживання та заощадження грошових засобів.** Яку частину наявного багатства сім'ї можна витратити на споживчі потреби, а яку частину поточного доходу слід заощадити для використання у майбутньому і спрямувати її на заощадження?

2) **Інвестиційні рішення.** В які активи слід вкласти наявні заощадження?

3) **Рішення про фінансування.** Коли і яким чином домогосподарству слід скористуватись запозиченими коштами для реалізації своїх споживчих та інвестиційних цілей?

4) **Рішення, пов'язані з управлінням ризиком.** Як і на яких умовах домогосподарствам слід намагатись знизити рівень невизначеності фінансової ситуації і коли необхідно підвищити ступінь допустимого ризику?

В результаті того, що домогосподарства зберігають певну частину своїх доходів для використання її в майбутньому, вони накопичують загальні фонди багатства (pool of wealth), які можуть зберігатись в різноманітних формах. Одні люди надають перевагу зберіганню грошей на банківських рахунках, інші

вкладають їх в нерухомість або у який-небудь бізнес. Всі ці засоби мають загальну назву – **активи**. Активи – це все те, що має економічну цінність.

Процес, в ході якого домогосподарства приймають рішення стосовно способу розпорядження накопиченими ними заощадженнями, маю назву **особистого інвестування** або **розподілення грошових засобів** між різними видами активів. На додаток до вкладення засобів в покупку власних будинків, люди часто інвестують їх у фінансові активи, наприклад, в акції та облигації.

Якщо людина позичає кошти, то він починає нести певну відповідальність, пов'язану з появою у нього боргових зобов'язань (liability) або, іншими словами, у нього з'являється борг. Багатство домогосподарства, або чиста вартість його майна (net worth), визначається шляхом вирахування із вартості його майна суми боргових зобов'язань.

Уявимо, наприклад, що у вашій власності є будинок вартістю 100 тис. дол. США і ще 20 тис. дол. США розміщені на банківському рахунку. Крім того, ви винні банку 80 тис. дол. США в рахунок сплати позики, взятої під заставу нерухомості і отриманої вами при купівлі будинку (зобов'язання), і також ви маєте неоплачені витрати по кредитній картці у розмірі 5 тис. дол. США.

Підрахунки показують, що чиста вартість майна вашого домогосподарства складає 35 тис. дол. США: валові активи (120 тис. дол. США) мінус валові боргові зобов'язання (85 тис. дол. США). В кінцевому рахунку будь-які ресурси суспільства належать домогосподарствам, оскільки саме вони володіють фірмами (або напряму, або ж через володіння акціями, полісами на страхування життя або участь в пенсійних планах) і сплачують податки, які в кінці кінців витрачаються державою.

Теорія фінансової поведінки економічних агентів трактує потреби домогосподарств як щось дане. Ці потреби можуть з часом змінюватись, але причини цього вже виходять за рамки даної теорії. Елементи теорії, які нею не пояснюються, називають *екзогенними*, а пояснення теорією елементів носить назву *ендогенних*. У фінансовій економіці потреби людей трактуються як екзогенні, а основні задачі фірми – як ендогенні. Згідно неї, поведінка людей пояснюється їх прагненням до задоволення своїх потреб, а діяльність фірм і державних установ і організацій розглядається з точки зору того, яким чином вона впливає на благополуччя людей.

Фінансові рішення, які приймаються фірмами

Фірмою називається суб'єкт економічної діяльності, основна функція якого полягає у виробництві товарів і наданні послуг. Подібно до домогосподарств, фірми бувають різними за формами та розмірами. На одному полюсі знаходяться невеликі майстерні, магазинчики і ресторани, які належать одній людині і являються сімейним бізнесом; на іншому – гігантські корпорації, такі як «Mitsubishi» або «General Motors», зі штатом, який складається із сотень і навіть тисяч людей, і величезною кількістю співвласників-акціонерів. Фінансова економіка досліджує питання прийняття фінансових рішень на рівні фірм.

Для того, щоб виготовляти товари і надавати послуги, будь-якій фірмі, незалежно від її розміру, необхідно володіти капіталом. Будівлі, споруди, машинне устаткування та інші необхідні ресурси, що використовуються у виробничому процесі, називаються **фізичним капіталом фірми**. Акції, облигації і

кредити, які дозволяють фірмам фінансувати купівлю фізичного капіталу, носять назву *фінансового капіталу*.

В першу чергу будь-яка фірма повинна визначити, яким саме бізнесом їй хотілось би займатись, і цей процес називають *стратегічним плануванням*. Оскільки стратегічне планування пов'язано з оцінкою витрат і доходів з врахуванням фактору часу, то його в значній мірі відносять до фінансових рішень.

Нерідко фірма має якийсь основний напрям, який визначається її продуктовою лінією, і одночасно займається будь-якою іншою діяльністю, взаємопов'язаною з першою. Так, наприклад, фірма, яка виготовляє комп'ютерне устаткування, на певному етапі може вирішити виготовляти також і комп'ютерні програми і надавати послуги по обслуговуванню комп'ютерів.

З часом стратегічні цілі компанії можуть змінитись, інколи навіть досить сильно. Деякі корпорації досить часто працюють в різних сферах бізнесу, які ніяким чином не пов'язані між собою. Більше того, нерідко виникають ситуації, коли фірма взагалі перестає займатись своєю початковою діяльністю, в результаті чого назва компанії повністю перестає відповідати її сучасним функціям та цілям.

Достатньо пригадати, наприклад, корпорацію *ITT Corporation (International Telephone and Telegraph)*, яка в 1920 році виникла як компанія, що пропонує послуги телефонного та телеграфного зв'язку і відповідне обладнання. В 70-х рр. ІТТ перетворилась у величезний багатофункціональний конгломерат, у сферу діяльності якого, крім основного бізнесу, входили страхування, виробництво воєнного спорядження, хлібобулочних виробів, виробів із деревини, продукції садоводства, а також гірнича справа і послуги по прокату автомобілів. На протязі 80-х рр. ІТТ перестала займатись більшістю із цих видів діяльності і сконцентрувала увагу на готельному та ігровому бізнесі. До 1996 р. корпорація взагалі перестала виготовляти телефонне і телеграфне устаткування і надавати телекомунікаційні послуги.

Остаточо визначивши сферу діяльності фірми, менеджерам необхідно розробити план будівництва і придбання фабрик, машинного обладнання, дослідних лабораторій, виставкових залів, оптових складів та інших довгострокових активів, а також підготувати проект підготовки персоналу, який буде всім цим управляти. Цей процес називається *плануванням інвестицій (capital budgeting process)*. Одиницею такого аналізу є інвестиційний проект. Планування інвестицій заключається у визначенні основних замислів для кожного нового інвестиційного проекту, їх оцінки, виборі найбільш вигідних задумів і розробці способів їх реалізації.

Після того, як фірма вирішила, які проекти вона збирається реалізовувати, їй необхідно визначити, яким чином буде здійснюватись їх фінансування. На відміну від рішень, пов'язаних з плануванням інвестицій, при прийнятті рішення стосовно структури капіталу одиницею аналізу являється не окремий інвестиційний проект, а вся фірма в цілому. Процес визначення структури капіталу розпочинається з розробки практичного фінансового плану діяльності фірми, після чого можна приступати до розробки оптимальної структури фінансування.

Фірми можуть випускати в обіг різноманітні фінансові інструменти. Це можуть бути стандартизовані цінні папери, які продаються на торгах

організованих ринків (звичайні та привілейовані акції, облігації і конвертовані цінні папери). На продаж можуть бути виставлені також неринкові фінансові вимоги до підприємства, такі як банківські позики, опціони для службовців, договори оренди і зобов'язання по пенсійному забезпеченню.

Структура капіталу корпорації визначає, яку частину від її виручки отримає кожен з власників певних частин капіталу. Наприклад, власники облігацій зазвичай отримують фіксовані виплати, а акціонерам виплачується частина засобів, які залишаються після того, як всі інші претенденти на дохід отримали свою долю. Від структури капіталу частково залежить і те, як контролюється робота компанії. Як правило, акціонери керують фірмою, реалізуючи своє право вибирати своїх представників в раду директорів, а випуск облігацій і вступ компанії в інші кредитні угоди зазвичай супроводжується необхідністю дотримання нею певних умов, які містяться у відповідних контрактах з кредиторами і обмежують діяльність управлінського персоналу. Завдяки цим договірним обмеженням кредитори можуть в певній мірі контролювати роботу менеджерів компанії.

На успіх фірми величезний вплив мають якість управління оборотним капіталом. Якщо менеджери не приділяють постійної належної уваги щоденним фінансовим справам компанії, то і найкращий довгостроковий план може бути реалізований не так, як задумувалось. Навіть в зростаючій і процвітаючій фірмі вхідні і вихідні грошові потоки можуть не співпадати в часі. Менеджери повинні постійно слідкувати за тим, щоб клієнти своєчасно оплачували свої рахунки і т.д. Іншими словами, вони зобов'язані здійснювати спільне управління фінансами фірм з тим, щоб операційний дефіцит грошових засобів постійно поповнювався, а їх надлишок ефективно інвестувався з хорошою доходністю.

Прийняття фірмою усіх фінансових рішень (інвестування, фінансування, управління оборотним капіталом) залежить від виробничої технології, а також від таких факторів, як система регулювання підприємницькою діяльністю, податкова система і конкурентне середовище, в якій існує і функціонує фірма.

2. Фінансова система та її складові. Функції фінансової системи та їх еволюція

Фінанси завжди функціонують у певній системі, яка складається з багатьох елементів, якими є суб'єкти фінансової діяльності, що здійснюють фінансові операції між собою. Кожен із суб'єктів виконує операції з мобілізації, розподілу і використання фінансових ресурсів, пов'язаних з проведенням певних видів діяльності. Такі операції здійснюються в певних умовах і підлягають регулюванню державними органами влади та управління. Тому розвиток фінансової системи передбачає наявність певного фінансово-кредитного механізму, в межах якого виконуються фінансові операції суб'єктів.

Створення досконалої фінансової системи держави – одна з основних умов ефективного функціонування її економіки. І побудова такої раціональної та ефективною фінансової системи справа досить складна. Досвід свідчить, що фінансові системи розвинутих країн проходили своє становлення за 50-100 років.

Фінансова система — це сукупність урегульованих фінансово-правовими нормами окремих ланок фінансових відносин і фінансових установ, за допомогою яких держава формує, розподіляє і використовує централізовані і децентралізовані грошові фонди. Фінансова система виникла разом з появою держави і нерозривно пов'язана з її функціонуванням. За допомогою фінансової системи держава нагромаджує та використовує кошти для утримання свого апарату, а також спрямовує їх на виконання своїх функцій. Фінансова система охоплює грошові відносини між державою і підприємствами та організаціями, державою і населенням, між підприємствами і всередині них.

Основними елементами фінансової системи є: загальнодержавні фінанси; місцеві фінанси; фінанси суб'єктів господарювання усіх форм власності; фінанси невиробничої сфери діяльності; фінанси населення; фінансовий ринок; фінансова інфраструктура.

Розгляд фінансової системи за складом суб'єктів передбачає визначення підсистем їх діяльності. Такими підсистемами є: державні фінанси, фінанси недержавних підприємств і установ, фінанси громадян, фінанси спільних підприємств, фінанси закордонних юридичних і фізичних осіб та ін. В свою чергу, кожен із наведених елементів охоплює певний комплекс фінансових та економічних операцій. Зокрема, до складу державних фінансів входять державний бюджет, фінанси державних цільових фондів, державний кредит, фінанси державних підприємств і установ та ін.

Державні фінанси охоплюють проведення таких операцій: формування доходів, розподіл видатків, здійснення інвестиційної діяльності, передавання державного майна в оренду, проведення приватизації державного майна, створення спільних підприємств, залучення і використання грошових коштів на умовах кредиту та ін. У межах державних фінансів фінансові операції можуть проводитися різними суб'єктами державного управління: урядом, центральним банком, державними цільовими фондами, органами управління державними підприємствами і установами, органами місцевого самоврядування та ін. До фінансів недержавних підприємств і установ належать фінанси індивідуальних приватних і колективних підприємств. В свою чергу, колективні підприємства поділяються на господарські товариства, кооперативи, сімейні підприємства.

Фінанси домогосподарств передбачають проведення операцій з фінансовими активами і зобов'язаннями, які здійснюються громадянами.

Слід звернути увагу також на розвиток фінансів спільних господарств – це фінанси підприємств, які створюються державними органами управління, юридичними та фізичними особами за участю іноземних учасників. На території України фінансові операції проводяться також зарубіжними юридичними і фізичними особами, які мають резиденцію в Україні (резиденти) або діють за межами України (нерезиденти).

Структуру фінансової системи України відображено на рис. 2.1.

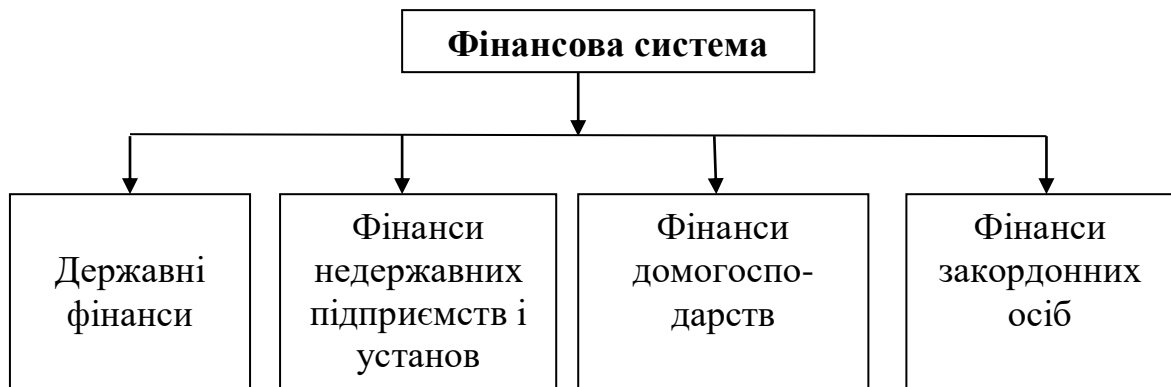


Рис. 2.1. Фінансова система України

Форми і методи фінансової діяльності використовуються суб'єктами на основі вибору найбільш доцільних дій для вирішення поставлених задач. Суб'єкти фінансової діяльності можуть застосовувати форми, способи та інструменти, які не заборонено до використання нормативними актами. Вимогами до цих форм, способів та інструментів є їх відповідність загальним умовам проведення підприємницької діяльності.

Фінансово-кредитний механізм передбачає використання певних **способів мобілізації фінансових ресурсів** суб'єктами фінансової діяльності:

1) **самофінансування** – це мобілізація додаткових фінансових ресурсів за рахунок доходів, одержаних суб'єктом у попередні періоди;

2) **кредитування**, що передбачає мобілізацію фінансових ресурсів на умовах позики;

3) **емісія цінних паперів**, тобто залучення ресурсів шляхом проведення випуску, продажу, обміну цінних паперів на інші активи, внесення їх до статутних фондів тощо;

4) **державне фінансування** – операції, що передбачають залучення ресурсів з фондів державного бюджету або державних цільових фондів. Воно проводиться в межах програм фінансування галузей, напрямів розвитку або навіть окремих (як правило, стратегічних) підприємств за рішенням державних органів влади й управління;

5) **закордонне фінансування** – це мобілізація ресурсів, які надаються міжнародними фінансовими організаціями, іноземними державами, зарубіжними юридичними та фізичними особами в межах програм, які фінансуються з метою вирішення певних проблем;

6) **інші види фінансування**, у межах яких здійснюються безоплатне передавання цінностей, внески до статутних фондів неакціонерних форм господарських товариств (кошти, одержані в процесі реструктуризації капіталу).

Важлива роль у проведенні фінансової діяльності належить фінансовій інфраструктурі.

Фінансова інфраструктура – це сутність інститутів (підприємств, установ, служб), які забезпечують організацію проведення фінансової діяльності. Як правило, такі інститути є посередниками фінансової діяльності і забезпечують надання фінансових послуг. До ФІ належать комерційні банки, фондові, валютні і товарні біржі, інвестиційні фонди й інвестиційні компанії, страхові фірми,

дочірні підприємства, аудиторські і консультативні фірми, торговці цінними паперами, реєстратори, зберігачі, депозитарії та ін. Вони надають фінансові послуги юридичним та фізичним особам на основі умов, визначених законодавством.

Фінансові послуги – операції з фінансовими активами, які здійснюються в інтересах третіх осіб (за власний рахунок або з використанням залучених коштів) з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості активів. Фінансові послуги надаються підприємствами, що входять до складу фінансової інфраструктури, як за рахунок власних ресурсів, так і за кошти клієнтів. Такі операції суб'єкти фінансової інфраструктури проводять на основі одержаних ліцензій. Учасники фінансових послуг діють на певних ринках: банківських послуг, страхових послуг, цінних паперів та ін. До фінансових послуг відносять:

- випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та / або їх обслуговування, кліринг та ін.;
- довірче управління фінансовими активами;
- діяльність з обміну валют;
- залучення фін. активів із зобов'язаннями щодо подальшого їх повернення;
- фінансовий лізинг;
- надання коштів у позику, в тому числі і на умовах фінансового кредиту;
- надання гарантій та поручительств;
- переказ грошей;
- послуги у сфері страхування та пенсійного забезпечення;
- торгівля цінними паперами;
- факторинг та ін.

Фінансова система України за останні 10 років зазнала істотних змін, але багато з них не дістали відповідного відображення у законодавстві. Україна потребує чіткої правової та адміністративної основи управління податково-бюджетною сферою. Це означає, що всі функції та механізми такого управління повинні у повному обсязі регламентуватися законами та відповідними нормативними актами. Державні кошти слід виділяти та витратити лише за наявності відповідних на це правових повноважень.

3. Фінансові ринки: сутність, особливості та класифікація

Фінансовий ринок — це сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності.

Фінансовий ринок є складовою сферою фінансової системи тільки в умовах ринкової економіки, коли переважна частина фінансових ресурсів мобілізується суб'єктами підприємницької діяльності на засадах їх купівлі-продажу. По суті, це інфраструктура фінансової системи, яка забезпечує функціонування насамперед базової сфери — фінансів суб'єктів господарювання.

За умов командно-адміністративної економіки фінансового ринку практично не існувало, оскільки формування ресурсів та їх перерозподіл здійснювалися на директивних засадах через бюджет та банківську систему.

Навіть кредитні ресурси виділялися згідно з планом, а не на засадах торгівлі ними. За умов централізованого формування, розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів у адміністративному порядку потреби у відповідній інфраструктурі (фінансовому ринку) просто не було.

Призначення фінансового ринку — забезпечити підприємствам належні умови для залучення необхідних коштів і продажу тимчасово вільних ресурсів. Об'єктивною передумовою функціонування фінансового ринку є незбіг потреби у фінансових ресурсах з джерелами їх задоволення.

В організаційному плані фінансовий ринок — це сукупність ринкових фінансових інституцій, що супроводжують потік коштів від власників фінансових ресурсів до позичальників.

Об'єктами відносин на фінансовому ринку є:

- 1) цінні папери;
- 2) фінансові послуги;
- 3) грошово-кредитні ресурси.

Суб'єктами відносин на фінансовому ринку є:

- 1) держава;
- 2) підприємства різних форм власності;
- 3) окремі громадяни

Функції фінансового ринку:

- мобілізація тимчасово вільних фінансових ресурсів;
- розподіл акумульованих вільних коштів між чисельними кінцевими споживачами;
- прискорення обороту капіталу — активізація економічних процесів у державі;
- забезпечення умов для мінімізації фінансових ризиків.

Принципи на фінансовому ринку:

- вільний доступ до ринкової інформації і ринкових інструментів для всіх учасників фінансового ринку;
- прозорість ринку і реальний захист інвесторів;
- конкурентність та ефективність;
- відповідність міжнародним стандартам.

Фінансовий ринок є винятково складною структурою з великою кількістю учасників-фінансових посередників, споживачів фінансових послуг - юридичні, фізичні особи, держава, які вступають в економічні відносини, оперуючи різноманітними фінансовими інструментами.

Характерною особливістю фінансового ринку є те, що ці відносини реалізуються на етапах розподілу й перерозподілу фінансових ресурсів і коштів здійснюваного процесу розширеного відтворення. Тому фінансовий ринок слід розглядати як специфічну сферу грошових відносин, що виникають у процесі руху фінансових фондів між державою, юридичними та фізичними особами за допомогою спеціалізованих фінансових інститутів.

Основне завдання фінансового ринку полягає у забезпеченні переміщення фінансових ресурсів від тих, хто має їх надлишок, до тих, хто потребує інвестицій. При цьому, зазвичай, вони спрямовуються від тих, хто не може ефективно використовувати кошти, до тих, хто використовує їх продуктивно. Це сприяє не тільки підвищенню ефективності та продуктивності економіки загалом,

а й поліпшенню економічного добробуту кожного члена суспільства. Так, для сучасної ринкової економіки фінансовий ринок є центром господарського організму. За станом фінансового ринку можна судити про стан економіки, впливаючи на фінансовий ринок, можливо керувати економічною активністю суспільства.

Являючись забезпечуючою структурою для фінансів суб'єктів господарювання, фінансовий ринок виконує надзвичайно важливі **функції** в ринковій економіці:

1. **Функція ціноутворення.** Фінансовий ринок встановлює ціни на фінансові ресурси, які врівноважують попит і пропозицію на них. Ціною фінансових ресурсів є дохід, який сплачує покупець (емітент) продавцю (інвестору або власнику фінансових ресурсів) - банківський відсоток, купонна ставка за облігаціями, дивіденди по акціях.

2. **Функція забезпечення ліквідності.** Чим ефективніше функціонує фінансовий ринок, тим вищою є ліквідність фінансових ресурсів, які обертаються на ньому, оскільки будь-який інвестор може швидко й майже без витрат у будь-який момент перетворити фінансові ресурси на готівку.

3. **Функція економії на витратах.** Фінансовий ринок зменшує витрати на проведення операцій та інформаційні витрати. Фінансові посередники, здійснюючи великі обсяги операцій з інвестування та залучення коштів, зменшують для учасників ринку витрати й відповідні ризики від проведення операцій із фінансовими ресурсами. Фінансові посередники зменшують витрати через здійснення економії на масштабі операцій і вдосконалення процедур оцінювання фінансових ресурсів, запропонованих до продажу.

Структура фінансового ринку може залежити від таких ознак:

- строку обігу фінансових ресурсів;
- інституційного складу;
- характеру руху фінансових ресурсів.

За першою ознакою структура фінансового ринку наведена на рис. 2.2, де фінансовий ринок поділяється на два основних сектори: ринок грошей і ринок капіталів.

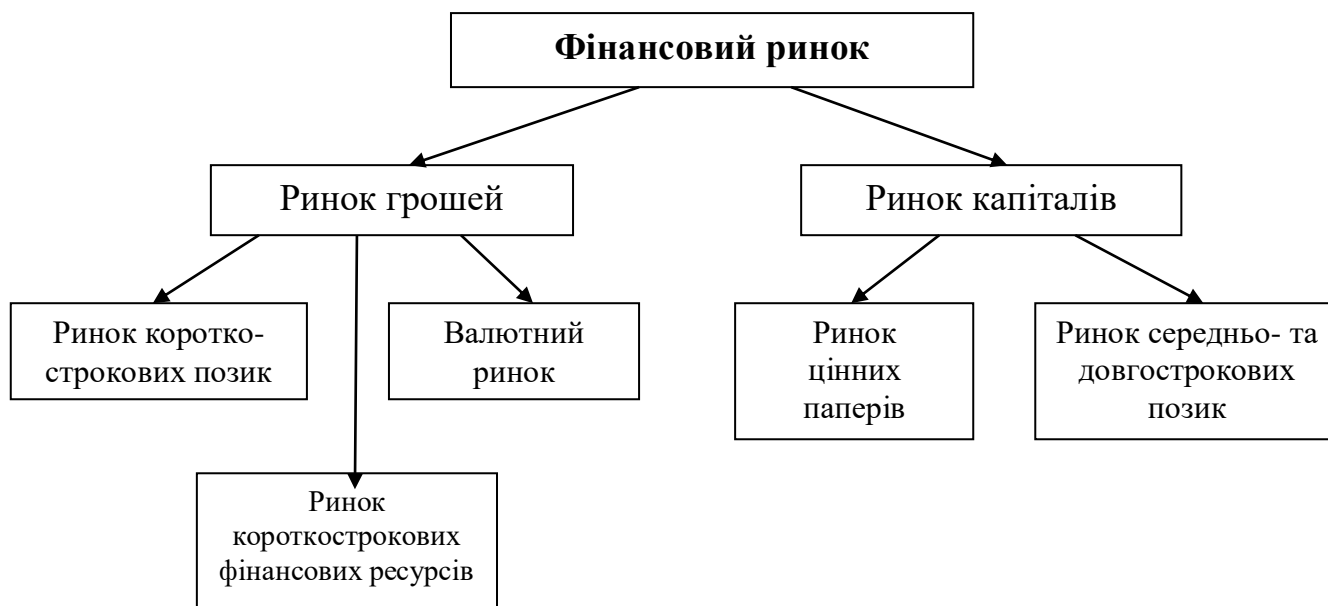


Рис 2.2. Структура фінансового ринку залежно від строку обігу фінансових ресурсів

На ринку грошей обертаються короткострокові фінансові ресурси (терміном до 1 року); на ринку капіталів - середньо- та довгострокові фінансові ресурси (терміном понад 1 рік).

За інституційним складом структуру фінансового ринку формують такі учасники: інститути позафінансової сфери, держава, населення, **професійні учасники** ринку - фінансові інститути та інститути інфраструктури, а також іноземні учасники ринку.

Держава виступає на фінансовому ринку позичальником, який регулярно розміщує на зовнішньому та внутрішньому ринках свої боргові зобов'язання. Крім цього вона виконує специфічну й дуже важливу функцію - регулювання фінансового ринку. Іноді держава виступає як інвестор, здійснюючи фінансову підтримку тих чи інших суб'єктів господарювання.

Основними **видами діяльності фінансових інститутів** (посередників на фінансовому ринку) є:

- трансформація фінансових ресурсів (тобто придбання одних активів і перетворення їх на інші);
- торгівля фінансовими ресурсами за свій рахунок;
- купівля-продаж фінансових ресурсів від імені клієнта;
- консультування учасникам ринку тощо.

Інститути інфраструктури фінансового ринку створюються для його обслуговування, для забезпечення нормального функціонування. Фондові й валютні біржі, клірингові центри, які обслуговують взаєморозрахунки між суб'єктами фінансового ринку; депозитарії, реєстратори (обслуговують операції із цінними паперами); інформаційні та рейтингові агентства забезпечують необхідну інфраструктуру фінансового ринку.

Інститути позафінансової сфери - це юридичні особи, резиденти, які займаються виробництвом товарів й наданням послуг, у т. ч. фінансові послуги. Разом з іноземними учасниками ринку вони виступають або інвесторами, або емітують і розміщують на ринку власні фінансові активи.

Населення виконує на ринку роль інвестора, купуючи цінні папери або отримуючи кредити. У країнах із розвинутою економікою більша частина населення вкладає власні кошти в різноманітні фінансові активи. Відповідні процеси активізуються і в країнах колишнього соцтабору. Так, у Польщі відбувається масове вкладання грошей фізичними особами в інвестиційні фонди. В Україні тільки незначна частина населення займається інвестуванням в цінні папери.

Залежно від характеру руху відповідних фінансових потоків (третьою ознакою) фінансовий ринок поділяється на ринок *прямого фінансування*, де купівля-продаж фінансових ресурсів відбувається безпосередньо між продавцем і покупцем, та ринок *непрямого фінансування* - де купівля-продаж здійснюється через фінансових посередників.

Суб'єктами ринку прямого фінансування є юридичні особи, населення, держава, іноземні учасники ринку, комерційні банки. Крім цього важливу роль у прямому фінансуванні відіграють брокери, які виконують технічну функцію.

Брокер - це посередник ринку прямого фінансування, який виконує технічну функцію (допомагає зустрітися продавцю з покупцем фінансових ресурсів). Брокер отримує комісійну винагороду за укладання фінансової угоди, при цьому

умови купівлі-продажу коштів продавець і покупець узгоджують безпосередньо один з одним.

На ринку непрямого фінансування роль фінансових посередників - дилерів - зовсім інша. **Дилери** спочатку акумулюють у себе фінансові ресурси, призначені до продажу, а потім продають їх від свого імені, висуваючи власні вимоги та пропозиції. Дилери стають основними учасниками ринку непрямого фінансування. Однією з основних умов діяльності дилерів є формування власного стартового капіталу. Наприклад, комерційні банки в Україні (основні фінансові посередники вітчизняного фінансового ринку), плануючи надавати фінансові послуги на території одного міста, згідно із законодавством, повинні сформувати власний капітал обсягом 3 млн. євро.

Класифікація фінансових ринків

Класифікація фінансових ринків окрім врахування строку обігу фінансових ресурсів здійснюється також за такими критеріями:

За видами фінансових активів:

- кредитний ринок;
- ринок цінних паперів (фондовий ринок);
- валютний ринок (іноземна валюта і фінансові інструменти, що обслуговують її);
- страховий ринок (страховий захист);
- ринок золота (срібло, платина);
- ринок фінансових послуг (кредитні операції та ін.).

За регіональною ознакою:

- місцевий фінансовий ринок;
- регіональний фінансовий ринок;
- національний фінансовий ринок;
- світовий фінансовий ринок.

За швидкістю реалізації угод на фінансовому ринку:

- ринок з терміною реалізацією угод (як правило, до 3 днів);
- ринок з реалізацією угод в майбутньому.

Фінансовий ринок можна поділити на первинний і вторинний.

Первинний ринок виникає при емісії цінних паперів, і на ньому мобілізуються фінансові ресурси.

На **вторинному ринку** ці ресурси перерозподіляються, тобто на вторинному ринку вони опиняються після того, як були вже продані на первинному.

У свою чергу, вторинний ринок поділяється на біржовий і позабіржовий. **Біржовий ринок** представлений фондовою біржею як особливим інституційно організованим ринком. На ньому обертаються цінні папери найвищого гатунку та виконуються операції професійними учасниками. Фондова біржа виступає як торговельне, професійне, нормативне, технологічне ядро ринку цінних паперів та фінансового ринку. На **позабіржовому ринку** здійснюються операції з цінними паперами позафондової торгівлі. У цьому разі об'єктом купівлі-продажу стають цінні папери, які з будь-яких причин не котируються на біржі.

За будь-якого трактування структури фінансового ринку, головною метою є розподіл надлишку коштів або заощаджень, їхня мобілізація і перерозподіл між сферами й секторами економіки.

Головна функція фінансового ринку – трансформація вільних коштів у позиковий капітал. Фінансовий ринок робить рівнодоступними грошові фонди для всіх його учасників (держави, підприємств, домашніх господарств), які мають одну мету - збільшення капіталу.

Товарами фінансового ринку є кошти і цінні папери, які виступають об'єктами купівлі-продажу на ринку.

Гроші з економічної точки зору - це всі ліквідні активи, які можуть бути порівняно швидко та без великих втрат переведені в готівку.

Цінні папери – основний товар фінансового ринку, (Своєрідний предмет купівлі-продажу цього ринку. Цінні папери, як інструменти фінансового ринку, являють собою документи-свідчення про боргове зобов'язання або право власності.

Цінні папери повинні мати такі характеристики:

- *стандарт* — напис емітента, сума, дохід, інформація про емітента;
- *ринковість* — підтвердження того, що цінний папір може обертатися на ринку;
- *ліквідність* — свідчення того, що цінний папір може бути в будь-який момент реалізований без великих втрат;
- *регулювання державою* — наявність стандартів, реєстрація емісії.

За багатьма своїми функціями цінні папери тотожні грошам, що є ще однією їх економічною характеристикою (маючи на увазі, що в кожному конкретному випадку такої тотожності мова не обов'язково йде про весь масив цінних паперів). Так, емітент багатьох цінних паперів і грошей той самий — держава й уповноважені нею органи. Випуск тих і інших регулюється Урядом, Міністерством фінансів, Центральним банком, деякими іншими органами. Як гроші, так і цінні папери часом випускаються для покриття дефіциту державного бюджету, вони строго стандартизовані, мають певний ступінь захисту від підробок.

За характером нарахування плати за позику інструменти фінансового ринку можна поділити на такі основні типи:

➤ ***Проста позика.*** Це позика в розмірі P , яка надається за умови повернення через t років у розмірі, збільшеному на величині так званих відсоткових платежів, які нараховуються в розмірі i відсотку щорічно на суму, що перебуває у розпорядженні позичальника;

➤ ***Дисконтна позика.*** Це позика, номінальна величина якої більша за ту величину, що фактично передається позичальнику в момент видачі позики. Різниця між цими величинами є формою позикового відсотка, який стягується авансом;

➤ ***Позика з фіксованими виплатами.*** Це позика в розмірі P , що надається на I років, причому погашення позики здійснюється щорічно, починаючи з першого року, протягом I років у фіксованому розмірі P^* . Такого роду позики дуже поширені як споживчі позики;

➤ ***Купонна облігація.*** Вона має термін погашення I , номінальну вартість G , яка вказується на самій облігації і виплачується при погашенні облігації. До купонної облігації належать I^* купонів вартістю P^* кожний, які дають право власнику облігації отримувати щорічно виплати в розмірі P^* .

Розвиток і удосконалення фінансового ринку сприяє появі різноманітних цінних паперів, які функціонують у різних його сегментах, дають можливість відкласти сьогоденне споживання, нагромадити заощадження, спрямувати їх у сферу підприємницької діяльності. Таким чином, фінансовий ринок здійснює мобілізацію коштів для економічного розвитку; перерозподіл їх між галузями, областями та регіонами; забезпечує нагромадження коштів і визначає економічне зростання. Фінансовий ринок утворює достатні фонди коштів для всіх суб'єктів економіки - держави, фірм і підприємств, домашніх господарств.

Розвиток фінансового ринку значною мірою відображає гнучкість фінансової системи та швидкість, з якою вона може пристосовуватися до змін в економічному та політичному житті країни, а також до різноманітних процесів, які відбуваються за її межами. Розвинуті фінансові ринки стимулюють і посилюють фінансові потоки в економіці та зменшують суспільні витрати, в тому числі й кожного учасника ринку.

Досконалий фінансовий ринок – це ринок, який може точно й своєчасно відображати попит і пропозицію фінансових ресурсів і з найменшими затратами звести за допомогою посередників одне з одним постачальників і споживачів грошей або капіталу.

Фінансовий ринок є певним фінансовим барометром економіки. Він ефективно працює при низьких темпах інфляції в державі, успішному розвитку економіки, стабільній законодавчій базі, сприятливому політичному кліматі та певному балансі інтересів у суспільстві. Ці умови не завжди можливі навіть у економічно відносно розвинутих державах, тому фінансові ринки дуже часто потрясають кризи, що спричиняє ще радикальніший та економічно не завжди виправданий перерозподіл фінансових ресурсів як всередині країни, так і в міждержавних масштабах.

Мають свої особливості й вади процеси формування та функціонування фінансових ринків у країнах із перехідною економікою. У цих країнах невисокий рівень виробництва, невелика частка ВВП у розрахунку на душу населення, слабкий приватний сектор, недостатньо розвинута економічна інфраструктура, приховане безробіття, високий дефіцит державного бюджету, значні темпи інфляції, нестабільна валюта, величезні обсяги "тіньової" економіки, політична нестабільність. Усе це неминуче призводить до того, що при переході до ринку економіка країни неспроможна залучити коштів іноземних інвесторів, перетворити велику частку внутрішніх заощаджень в інвестиції і спрямувати капіталовкладення у перспективні галузі. Результатом цього є те, що фінансовий ринок в перехідний період слабкий та неефективний. Крім того, у багатьох країнах із перехідною економікою фінансовий ринок, і насамперед така їхня складова, як ринки цінних паперів, були побудовані на масовій приватизації і швидкому зростанні приватного сектора, створенні великої кількості нових компаній, які одержували фінансування за допомогою надання державних гарантій.

Що стосується України, то, крім сказаного вище, слід додати, що вона має неефективну систему захисту заощаджень громадян, обмежений доступ власників капіталів до інформації про певні підприємства, які реалізують цінні папери, недостатній рівень професійних знань учасників фінансових ринків. Все це, а також слабе державне регулювання фінансових ринків зробили

привабливими лише обслуговування держави та короткострокових інвестицій спекулятивного змісту. Саме це й визначило невеликий вплив фінансового ринку на ефективний розподіл грошей і капіталу в умовах ринкової трансформації.

4. Процентні ставки на фінансових ринках

Щодня газети, радіо, телебачення та Інтернет буквально завалюють всіх нас інформацією про всілякі ринкові показники на фінансових ринках: процентні ставки, валютні котирування і фондові індекси. Сьогодні ми поговоримо про значення одного із них – процентних ставок на фінансових ринках.

Процентна ставка є доходом інвестора від вкладення коштів на визначені цілі і визначений період часу в майбутньому.

Процентна ставка – це ціна, яку сплачують інвестору за залучені грошові кошти. Для інвестора вона відображає дохідність його інвестицій, а для позичальника - витрати, які він має понести у зв'язку із залученням коштів. Вільні кошти можуть вкладатись інвестором у підприємницьку діяльність або купівлю цінних паперів. При виборі будь-якого із способів вкладення коштів власник намагатиметься компенсувати упущені можливості, що передбачаються іншими варіантами інвестицій. Якщо інвестор займається підприємницькою діяльністю, то у міру розширення виробництва збільшується вартість його власності. Якщо вважати, що середні темпи приросту виробництва відображають темпи зростання економіки в цілому, альтернативні вкладення коштів мають компенсувати інвестору упущені можливості від економічного зростання.

Крім того, ринковій економіці властива інфляція. Тому для процентних ставок необхідно розрізняти *номінальні та реальні величини*, щоб визначити діючу ефективність фінансових операцій. Якщо темп інфляції перевищує ставку відсотка, яку одержує вкладник на інвестовані кошти, то для нього результат від фінансових операцій виявиться негативним. Незважаючи на те, що за абсолютною величиною (в грошових одиницях, наприклад, в гривнях) його кошти збільшаться, їх сукупна купівельна спроможність зменшиться. Таким чином, він зможе купити на нову суму грошей менше товарів та послуг, ніж на ті кошти, якими володів до початку операції. Отже, оскільки цінність грошей у реальному виразі може знижуватися протягом часу через інфляцію, розрізняють номінальну та реальну процентні ставки.

Реальна процентна ставка відображає очікувані темпи зростання економіки за визначений період часу, реальний дохід інвестора на вкладені кошти і зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з інфляційними процесами (для країн з розвиненою ринковою економікою реальні темпи зростання становлять 2,5-4 %, за винятком нетривалих періодів стрімкого економічного зростання).

Номінальна процентна ставка відображає в грошовому вираженні дохід, отриманий з однієї грошової одиниці капіталовкладень. Вона перебуває під впливом попиту і пропозиції і виражає абсолютну плату за використання коштів і не відображає зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з інфляцією. Реальна процентна ставка дорівнює номінальній процентній ставці за вирахуванням темпів інфляції. Якщо, наприклад, інвестор вклав кошти під 10 %

річних, а рівень інфляції за рік становить 4,5 %, то реальна дохідність інвестицій за цей рік становитиме 5,5 % (10 % - 4,5 %) при номінальній дохідності 10 %.

Реальна процентна ставка на визначений період у майбутньому невідома на початок періоду й оцінюється на основі рівня очікуваного економічного зростання за даний період та з урахуванням ризиків. В основі її розрахунку лежить модель Фішера. Із урахуванням того, що на рівень процентних ставок (ціну капіталу) має вплив інфляція, американський економіст І.Фішер ввів поняття "номінальна ставка", що складається з двох частин: очікуваної процентної ставки за безризиковим цінним папером та очікуваної премії за можливе знецінення грошової одиниці (тобто за інфляцію).

Інфляційна премія - це компенсація для страхування ризику при втраті частини грошових коштів через знецінення грошової одиниці; це премія, яку інвестори додають до реального, вільного від ризиків, рівня доходу (норми прибутку). Формула Фішера, що в літературі має назву "ефект Фішера", виглядає таким чином:

$$R_i = R_f + IP,$$

де R_i – ціна капіталу з урахуванням ризику (процентна ставка в умовах інфляції);

R_f – номінальна ставка;

IP – інфляційна премія (рівень інфляції).

Дохідність будь-якого активу, що перебуває в обігу на ринку, насамперед відображає його ризиковість та загальний стан ринку. На ефективно діючих ринках більш ризикові активи забезпечують, як правило, вищу дохідність. Якщо фінансовий ринок перебуває в стадії формування, він не завжди гарантує встановлення таких ринкових цін на активи, які відповідали б їх ризиковості. В таких випадках на ринку можуть бути в обігу активи одного рівня дохідності, але різного ступеня ризику. При цьому на будь-якому фінансовому ринку є в обігу активи, які забезпечують інвесторам мінімальний дохід і при цьому вважаються безризиковими. Це короткострокові державні боргові зобов'язання: казначейські векселі, облігації внутрішньої державної позики та ін. Вони забезпечують досить невисокий, порівняно з іншими інвестиціями, рівень доходу, але є високоліквідними активами, які гарантують отримання доходу на рівні і в терміни, передбачені умовами випуску, тобто державні цінні папери є практично безризиковими, високонадійними активами. Реальна дохідність короткострокових цінних паперів знаходиться на рівні 2-4 %. Середню- та довгострокові державні папери вважаються більш ризиковими і характеризуються переважно вищим рівнем дохідності.

Номінальний дохід може бути різним залежно від інфляційних очікувань у державі. Там, де інфляція становить 2-4 % на рік, дохідність державних цінних паперів знаходиться на рівні 5-7 %. При високих рівнях інфляції дохідність державних цінних паперів може досягати десятків процентів.

На розвинених фінансових ринках існують ефективні механізми встановлення дохідності активу на рівні, що відповідає ступеню його ризиковості. Саме дохідність будь-якого фінансового активу визначається дохідністю безризикового активу та премією за ризику, характерні для такого

активу. Тобто будь-яка процентна ставка (R_i) на ринку є сумою без-ризикової процентної ставки (R_b) та премії за ризик (R_k):

$$R_i = R_b + R_k$$

Безризикова процентна ставка – це номінальна процентна ставка по короткострокових державних цінних паперах, яка є сумою двох складових: реальної процентної ставки (R_r) та поправки на інфляцію (IP):

$$R_b = R_r + IP$$

Складова IP розраховується на основі прогнозованих рівнів інфляції і тому, у разі нестабільної економічної та політичної ситуації в країні, може суттєво відрізнятись від реальних темпів інфляції. При розрахунку процентних ставок по державних цінних паперах використовуються очікувані чи прогнозовані рівні інфляції, тому на час виплати процентів такі папери можуть мати реальну дохідність або приносити збитки.

Оскільки на формування ціни на фінансові активи впливають різні ризики, то за кожним з них визначається премія, яка додається до номінальної ставки.

Премія за ризик (R_{df}) невиконання боржником своїх зобов'язань (дефолт) - у країнах з ринковою економікою складаються рейтинги на акції та облігації, за якими вони класифікуються на: цінні папери *найвищої* якості, дуже хорошої та *хорошої* якості, середньої та *нижче середньої* якості, *низької* якості та спекулятивні цінні папери. Чим нижче клас цінного папера, тим вищою буде премія.

Премія за ліквідність (R_l) (ринковості) - ліквідний цінний папір можна швидко реалізувати без втрат або з мінімальними втратами. Низьколіквідний цінний папір несе ризик великих втрат при його продажі, що спричиняє вищий процент на такий цінний папір.

Премія за строковість (R_t), (термін обігу фінансового активу). Вкладення в цінні папери на довгий строк звичайно пов'язане з більшим ризиком, тому додається премія за ризик строковості. Але кон'юнктура ринків може бути такою, що більший ризик виявиться притаманним короткостроковим цінним паперам. Складова процентної ставки (R_i) відображає ризик інвестування в конкретний фінансовий актив і є сумою всіх премій, що пов'язані з ризиком.

$$R_i = R_b + R_{df} + R_l + R_t$$

$$\text{де } R_b = R_r + IP$$

В Україні, де фінансовий ринок знаходиться в стадії розвитку, основою для формування ринкових процентних ставок, орієнтиром ціни на гроші виступають ставки рефінансування та облікова ставка НБУ.

Облікова ставка НБУ (найнижча серед ставок рефінансування) – це виражена у процентах плата, яку утримує з номінальної суми векселя НБУ за позики, видані під заставу комерційних векселів.

При розрахунку дохідності окремих фінансових активів чи портфеля активів використовують різні типи процентних ставок: середні арифметичні, середні геометричні чи внутрішні.

5. Регулювання фінансових ринків. Основні тенденції і особливості розвитку фінансового ринку на сучасному етапі

Фінансовий ринок потребує регулювання. Це пов'язано з наступними причинами. По-перше, на фінансовому ринку працює величезна кількість його учасників: тих, хто має надлишкові фінансові активи і тих, хто їх потребує. Інтереси цих учасників, в першу чергу – професіоналів, тобто тих, які мають професійні фінансові знання, часто діаметрально протилежні, антагоністичні і тому державою повинна бути впроваджена відповідна система регулювання.

По-друге, найбільш численною категорією інвесторів на фінансовому ринку є населення, яке має надлишкові кошти, хоче надати їх на ринкових умовах у користування, але фаховими фінансовими знаннями не володіє. Без створення надійної системи захисту прав та інтересів цих інвесторів фінансовий ринок взагалі не буде працювати.

По-третє, на фінансовому ринку реалізуються державні інтереси з приводу втілення макроекономічної політики, яка забезпечує комплекс економічних і політичних пріоритетів і держава повинна бути переконана, що фінансовий ринок з його інструментами буде працювати в контексті цих пріоритетів.

В країнах з розвинутою ринковою економікою регулювання фінансового ринку є, як правило, дворівневим. На *верхньому рівні* регулювання здійснюється відповідним державним органом, який функціонує у визначеному правовому полі. *Нижчий рівень* забезпечується саморегулюючими організаціями, що створюються професійними учасниками фінансового ринку (різного роду союзи, ліги, асоціації, біржі тощо).

Державно-правове регулювання є загальнообов'язковим, субординаційним та здійснюється на умовах застосування примусу, якщо це необхідно, до учасників фінансового ринку. Головним завданням цього регулювання є узгодження інтересів учасників ринку через певні правові обмеження і заборони, а також через непряме втручання держави у роботу фінансового ринку.

Важелями державного регулювання є *податкова політика* (впливає на потребу у фінансових активах), *монетарна політика* (регулює пропозицію фінансових активів), *зовнішньоекономічна політика* (регулює операції з іноземною валютою), *боргова політика* (впливає на внутрішній ринок позичкових капіталів).

Щодо регулювання, яке забезпечується саморегулюючими організаціями, то воно здійснюється не методами жорстких нормативних приписів, а шляхом переговорного процесу, індивідуальних погоджень з окремими учасниками фінансового ринку.

В різних країнах співвідношення між впливом верхнього і нижнього рівня регулювання є різним. Наприклад, в США і Франції домінує державне регулювання фінансового ринку, а у Великобританії домінує регулювання фінансового ринку через саморегулюючі організації.

Регулювання фінансового ринку – це цілеспрямований вплив на систему взаємовідносин, що складаються на фінансовому ринку, з метою впорядкування цих взаємовідносин і забезпечення захисту інтересів осіб, які беруть у них участь.

Основною метою регулювання фінансового ринку є забезпечення гармонізації всіх видів інтересів учасників цього ринку (індивідуальних,

корпоративних, державних, а також інтересів міждержавних та інтернаціональних об'єднань).

Цілі регулювання фінансового ринку:

- підтримка порядку на ринку, створення нормальних умов для роботи всіх його учасників;
- забезпечення безпеки фінансової системи;
- створення однакових "правил гри" для всіх учасників ринку;
- забезпечення вільного і відкритого процесу ціноутворення на фінансові інструменти на основі попиту і пропозиції;
- створення ефективного ринку, на якому завжди є стимули для підприємницької діяльності і на якому кожний ризик адекватно винагороджується;
- створення нових ринків та підтримка необхідних суспільству ринків, ринкових нововведень;
- досягнення суспільних цілей, наприклад, соціальних чи розподільчих;
- захист інтересів індивідуальних інвесторів від зловживань професійних учасників;
- протистояння формуванню монопольних утворень і зловживанню монопольним становищем;
- забезпечення прозорості і відкритості фінансового ринку, запобігання його саморуйнуванню у періоди кризових явищ тощо.



Рис. 2.3. Складові регулювання фінансового ринку

В економічній літературі розроблені конкретні **принципи регулювання фінансового ринку**, які стосуються і напрямів, і рівнів, і форм регулювання на кожному із сегментів ринку: цінних паперів, грошового, валютного, кредитного, фінансових послуг та інших.

Принципи регулювання фінансового ринку – це основні правила, за якими відбувається цілеспрямований вплив на систему взаємовідносин між всіма учасниками ринку для підтримки їх рівноваги.

Основними **принципами**, на яких ґрунтується система регулювання фінансового ринку, є:

- захист законних прав та інтересів інвесторів з боку держави;
- розкриття емітентами інформації, яка необхідна інвесторам для прийняття рішень;
- рівний доступ учасників ринку до інформації;

- відображення співвідношення попиту і пропозиції через ціни на фін активи;
- підтримка добросовісної конкуренції між учасниками ринку;
- наявність державного органу регулювання із сталими, чітко окресленими повноваженнями;
- сприяння розвитку інновацій у галузі цінних паперів тощо.

Розрізняють чотири **основні напрями регулювання** фінансово ринку та його сегментів:

1. Регулювання складу інструментів ринку та обсягу їхніх прав.
2. Регулювання складу учасників ринку та окремих видів їх діяльності.
3. Регулювання інформаційних потоків на ринку.
4. Регулювання операцій та форм торгівлі фінансовими активами.

У системі регулювання фінансового ринку розрізняють рівні і форми регулювання (рис. 2.4).

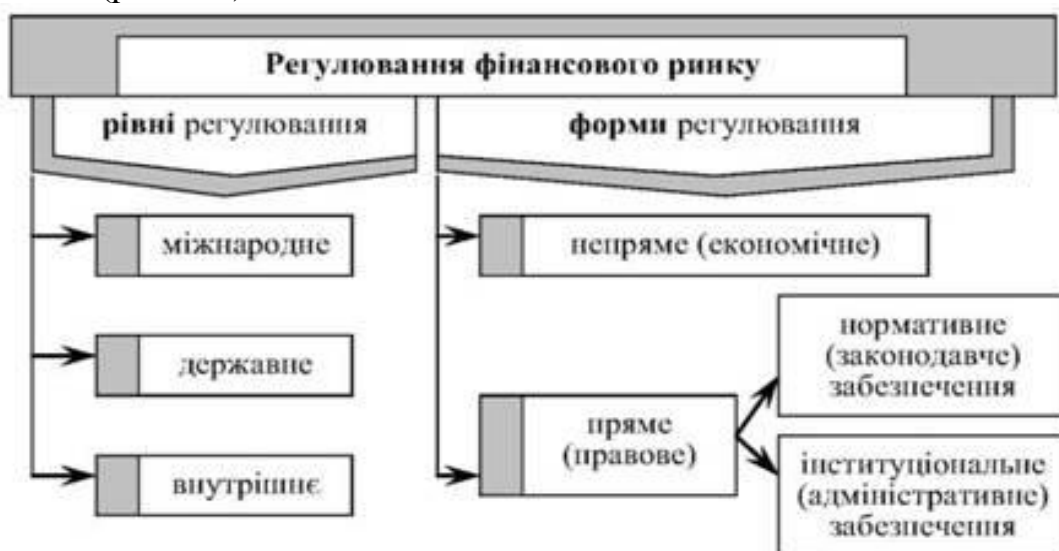


Рис. 2.4. Рівні і форми регулювання фінансового ринку

Міжнародне регулювання здійснюється міжнародними організаціями або шляхом укладення міжнародних угод щодо інтеграції окремих національних фінансових ринків, упорядкування інтернаціоналізованих сегментів ринку та проведення угод з інструментами фінансового ринку суб'єктами міжнародного права.

Державне регулювання полягає в здійсненні державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком та запобіганні зловживанням і порушенням у цій сфері і здійснюється уповноваженими державними органами та охоплює всі напрями регулювання у межах національного фінансового ринку: процедуру випуску та обігу фінансових активів; регулювання таких видів фінансової діяльності, як торгівля фінансовими активами, валютними цінностями, надання кредитних, страхових послуг, емісійна діяльність тощо; регулювання діяльності конкретних фінансових інститутів (комерційних банків, страхових, інвестиційних компаній, пенсійних фондів та інших посередників), іноземних учасників ринку.

Внутрішнє регулювання здійснюється недержавними інститутами-регуляторами (саморегульованими організаціями - СРО) за окремими напрямками та видами професійної діяльності на фінансовому ринку.

Крім рівнів, виділяють і **форми регулювання** фінансового ринку, якими є пряме (правове) і непряме (економічне) регулювання.

Пряме (правове) регулювання - це система процесів встановлення норм поведінки для учасників фінансового ринку, забезпечення їх застосування, розв'язання суперечок, що виникають у зв'язку з їх застосуванням, а також притягнення до відповідальності учасників, що порушують ці норми.

У складі системи правового регулювання розрізняють дві *підсистеми*:

- *нормативне (законодавче) забезпечення*, що складається з правових актів, правил, вимог та стандартів, які є обов'язковими для всіх учасників на фін. ринку;

- *інституціональне (адміністративне) забезпечення* правового регулювання, що складається з компетентних органів, уповноважених видавати нормативні акти, розробляти правила, вимоги та стандарти щодо функціонування фінансового ринку, забезпечувати їх застосування та здійснювати інші регулятивні повноваження.

Непряме (економічне) регулювання - це вплив на функціонування фінансового ринку через систему економічних важелів, застосування яких сприяє формуванню окремих умов зовнішнього середовища цього ринку і позначається на цінах, обсягах попиту та пропозиції окремих сегментів фінансового ринку, а також на ступені конкурентної боротьби між учасниками ринку. Непряме регулювання фінансового ринку базується на використанні повноваженими органами *важелів (способів) непрямого економічного впливу* (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Непряме (економічне) регулювання фінансового ринку

Важелі економічного впливу	Органи, які здійснюють вплив
Випуск в обіг (або вилучення) готівкових грошей	НБУ
Випуск регулюючими органами власних цінних паперів і проведення операцій з підтримання їх курсу на вторинному ринку	державні
Вплив на рівень ставок процента на фінансовому ринку	державні
Надання гарантій щодо виконання зобов'язань за цінними паперами окремих емітентів	державні, органи СРО
Стимулювання розгортання (або згортання) зовнішньополітичних зв'язків між державами, з міжнародними фінансовими організаціями	державні
Фінансування розвитку інфраструктури фінансового ринку	державні, органи СРО
Інформування і консультування учасників ринку	органи СРО
Організація навчання фахівців	органи СРО
Проведення комплексу заходів щодо популяризації окремих видів діяльності та інструментів фінансового ринку	органи СРО

Більшість із зазначених важелів (крім чотирьох останніх) може повноцінно використовуватися здебільшого на рівні державного регулювання (використання першого з них належить виключно до компетенції центрального банку держави).

За роки незалежності України відбулося фундаментальне становлення фінансового ринку. По-перше, створена необхідна нормативно-правова база, що регламентує функціонування фінансового ринку. По-друге, створені державні регулюючі органи, паралельно створені саморегулюючі організації та професійні об'єднання. По-третє, створені та функціонують практично з «нуля» небанківські фінансові установи та професійні учасники ринку.

Водночас є цілий ряд проблемних моментів, пов'язаних з узгодженням особливостей практичного аспекту функціонування фінансового ринку, які не вирівняні з точки зору моделі, оскільки мають ряд неузгодженостей з нормативно-правовим регулюванням.

Сучасний етап розвитку фінансового ринку та його складових є вкрай складним, динамічним та важкопрогнозованим. Однак саме такий період є найбільш сприятливим для впровадження інноваційних, а часом і радикальних мір щодо реформування всього фінансового ринку. Цілком є зрозумілим, що на фінансовому ринку та фондовому зокрема необхідно впроваджувати кардинально нові фінансові інструменти та методи управління.

Необхідно створити такі умови на фінансовому ринку, які забезпечать інвестування приватного сектору з таких джерел як кредити надійних банків, добре розвинений фондовий ринок, венчурний капітал та інші фінансові інструменти. Для цього необхідно побудувати прозору державну фінансову політику в напрямку регулювання фінансового ринку із поданням чітких та зрозумілих інструментів та механізмів регулювання і забезпеченням відповідного рівня захисту прав інвесторів та акціонерів.

Тема 3. Фінансові посередники: операції та аналіз їх діяльності

План

1. *Сутність та різновиди фінансових посередників та їх функції.*
2. *Банківські фінансові посередники та види операцій, які вони здійснюють.*
3. *Небанківські фінансові посередники: зміст, місце і роль у банківській системі, основні функції і операції.*
4. *Аналіз діяльності фінансових посередників. Баланс фінансової системи і економічна рівновага.*

1. Сутність та різновиди фінансових посередників та їх функції.

У суспільстві з розвинутими ринковими відносинами важливу роль на фінансовому ринку відіграють фінансові посередники, які є ключовою фігурою на всіх сегментах ринку.

Фінансовий посередник – це юридична особа, що на підставі ліцензії (дозволу) здійснює визначену законодавством комерційну, представницьку або посередницьку діяльність стосовно обігу приватизаційних паперів, або філія цієї юридичної особи.

Фінансові посередники, як правило, - великі структури. До них належать:

- 1) банківська система;
- 2) небанківські кредитні інститути;
- 3) контрактні фінансові інститути.

В економічній літературі роль посередництва досліджується на економічному рівні і у фінансових відносинах. Тема "фінансові посередники" є ключовою темою багатьох дисциплін економічного спрямування. Не існує такого сегмента фінансового ринку, де б не діяли посередники.

Діяльність фінансових посередників на практиці пов'язана зі створенням нових фінансових інструментів.

Фінансові інститути, які виконують посередницькі функції, мають можливість одержати прибуток за рахунок економії від зростання масштабу операцій, здійснюючи аналіз кредитоспроможності потенційних кредиторів, розробку порядку надання позик і розрахунків за них, рівномірно розподіляючи ризики.

Таким чином, їх діяльність направлена на допомогу приватним особам, що мають заощадження, з метою перетворення їх на капітал і вкладення у різні підприємства, диверсифікуючи при цьому ризик.

Система спеціалізованих фін посередників має можливість надати власникам заощаджень більші вигоди, ніж просто можливість одержувати процент на капітал.

У таблиці 1 представлені посередники як професійні учасники фінансових ринків.

Класифікація фінансових посередників

Ознаки класифікації	Вид посередників
За видами фінансових установ	⇒ суб'єкти банківської системи ⇒ небанківські фінансові та кредитні інститути ⇒ контрактні фінансові інститути ⇒ суб'єкти депозитарно-клірингової системи
Залежно від обслуговування учасників ринку	⇒ спеціалізовані ⇒ універсальні
Залежно від укладання та виконання угод з фінансовими інструментами	⇒ прями (безпосередні учасники) ⇒ побічні (формують інфраструктуру)
За сегментами фінансового ринку	⇒ посередники фондового ринку ⇒ посередники ринку позичкових капіталів ⇒ посередники ринку фінансових послуг ⇒ посередники грошового ринку ⇒ посередники валютного ринку та інших сегментів

На фінансовому ринку *посередництво* в основному досліджується за видами фінансових установ - суб'єкти банківської системи, небанківські фінансові та кредитні інститути, контрактні фінансові інститути і суб'єкти депозитарно-клірингової системи (див. рис. 3.1).



Рис. 3.1. Посередники за видами фінансових установ

Ступінь розвитку фінансового ринку характеризується кількістю фінансових посередників і їх різноманітністю, а також асортиментом фінансових послуг, які вони надають. При обслуговуванні учасників ринку одні фінансові посередники надають лише окремий вид послуг, який і визначає в цілому їх роль на ринку, а інші - широкий спектр фінансових послуг.

=> **Залежно від обслуговування** учасників ринку фінансових посередників поділяють на спеціалізованих і універсальних.

Спеціалізовані - фінансові посередники, що займаються на ринку одним видом діяльності (страхові компанії, брокерські фірми, пенсійні фонди тощо).

До *універсальних* відносять фінансових посередників, що надають своїм клієнтам широкий спектр фінансових послуг і діють на розвинених фінансових ринках. До цієї групи належать банки.

=> **Залежно від укладання і виконання угод** з фінансовими інструментами фінансових посередників поділяють на дві групи.

Перша група - це безпосередні фінансові посередники: комерційні банки, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, інвестиційні фонди, довірчі товариства;

Друга група - фінансові посередники, які забезпечують формування інфраструктури фінансового ринку, тобто його функціонування. Це депозитарії, фондові біржі, торгово-інформаційні системи, зберігачі, реєстратори та інші саморегулювальні організації.

Обидві групи фінансових посередників стосуються професійних учасників фінансового ринку, які здійснюють підприємницьку діяльність з перерозподілу фінансових активів та їх обслуговування щодо випуску та обігу, а також надання консультацій організаційного, технічного та іншого плану.

=> **За сегментами фінансового ринку** розрізняють найбільшу кількість посередників, оскільки кожний сегмент ринку має свою посередницьку діяльність. Найбагатшим на посередників є ринок цінних паперів, на якому фінансових посередників поділяють на три групи:

1. *"Клієнти" ("користувачі") фондового ринку* - це емітенти та інвестори. Їх професійні інтереси часто перебувають поза межами ринку цінних паперів, який для них є одним з елементів сфери фінансових послуг. Емітенти звертаються до фондового ринку тоді, коли їм необхідно залучати довгострокові капітали для фінансування яких-небудь своїх програм, інвестори - для тимчасового вкладення наявних капіталів з метою їх збереження та збільшення.

2. *Професійні торговці, фондові посередники (брокери, дилери)* - це організації, а в деяких країнах і громадяни, для яких торгівля цінними паперами є основною професійною діяльністю; головне їхнє завдання полягає в задоволенні потреб емітентів та інвесторів у виході на фондовий ринок. Професійні торговці пропонують клієнтам ринку широкий спектр фінансових послуг та фінансових інструментів.

3. *Організації, які спеціалізуються на наданні послуг усім учасникам фондового ринку.* Всю сукупність цих організацій називають інфраструктурою фондового ринку. Це фондові біржі та інші організатори торгівлі, клірингові та розрахункові організації, депозитарії та реєстратори тощо.

Посередники кожного сегмента фінансового ринку мають свої конкретні функції, виконання яких визначає значення посередництва на ринку.

По-перше, посередники консолідують ризики і багато з них приймають на себе, насамперед ризик неповернення виданих позичок та виплати процентів у строк (дефолт).

По-друге, забезпечують деномінацію заощаджень. Дрібні позички у посередника нагромаджуються поступово. Згодом на їх основі укладаються угоди з цінними паперами на більші суми. Чим на більшу суму укладено угоду, тим нижчими виявляються адміністративні, консультаційні, юридичні та інші подібні витрати. Посередник має кращий доступ і можливості придбати інформацію з широкого кола питань, які стосуються обігу цінних паперів.

Крім основних функцій, фінансові посередники також займаються:

=> наданням послуг, пов'язаних з емісією фінансових активів та з їх обігом на вторинному ринку і одночасно забезпечують його стабільне функціонування;

=> інвестуванням коштів у різні галузі економіки при емісії корпоративних цінних паперів та на кредитному ринку;

=> залученням коштів для забезпечення потреб державного бюджету при емісії державних боргових зобов'язань та на ринку державного кредиту;

=> отриманням прибутку за рахунок економії, що обумовлена зростанням масштабу операцій при аналізі кредитоспроможності потенційних кредиторів, розробці порядку надання позик і розрахунків за них;

=> допомогою приватним особам, що мають заощадження, диверсифікувати їх (вкласти капітал у різні підприємства); система спеціалізованих фінансових посередників надає тим, хто має заощадження, більші вигоди, ніж просто одержувати відсотки;

=> інвестуванням коштів юридичних і фізичних осіб у фінансові активи та вилучення їх з процесу інвестування на сегментованих ринках;

=> наданням допомоги інвесторам на високорозвинених ефективних ринках у прийнятті зважених та оперативних рішень щодо інвестування коштів у фінансові активи та забезпечення реалізації цих рішень;

=> забезпеченням ліквідності ринку під час здійснення не тільки оперативного інвестування, але й оперативного вилучення коштів інвесторами, тобто саме фінансові посередники дають інвесторам змогу в будь-який час вилучити кошти і в разі потреби знову інвестувати їх на більш вигідних умовах та інші.

Посередництвом між емітентами та інвесторами займається значна кількість фінансових інститутів, багато з яких мають власні функціональні обов'язки. Так, комерційні банки обслуговують клієнтуру, залучають грошові кошти на рахунки, надають позички на різні строки. Але крім цього, вони на замовлення клієнтів купують і продають цінні папери, виплачують по них дивіденди і проценти. Або, наприклад, пенсійні фонди, які за своїм призначенням мають нагромаджувати кошти членів фонду для наступних виплат пенсій (за укладеним договором між адміністрацією фонду та його членами). Нагромаджені грошові вклади учасників вкладаються в цінні папери, і фонд отримує певні доходи.

У зв'язку з посиленням державного регулювання національних ринків та зростаючими потребами учасників ринку в якісних і різноманітних послугах фінансове посередництво набуває універсальних форм.

2. Банківські фінансові посередники та види операцій, які вони здійснюють

Серед фінансових посередників ключову роль відіграють банківські фінансові посередники. Це пояснюється такими причинами:

➤ на банки припадає більша частка в перерозподілі позикових капіталів на грошовому ринку, ніж на будь-який інший вид фінансових посередників;

➤ банки за своїм функціональним призначенням беруть участь у формуванні пропозиції грошей і мають можливість безпосередньо впливати на ринкову кон'юнктуру й економічне зростання, а інші посередники такої можливості не мають. Більше того, діяльність банків з пропозиції грошей багато в чому визначає становище всіх інших посередників на грошовому ринку. Саме банки ведуть рахунки останніх, сприяють формуванню їх грошових фондів, здійснюють розрахунково-касове і кредитне обслуговування і через це мають можливість впливати на їх діяльність;

➤ банки мають можливість надавати економічним суб'єктам широкий асортимент різних послуг, тоді як інші посередники спеціалізуються на окремих, часто обмежених фінансових операціях. Тому можливості впливу на грошовий оборот і економіку загалом у банків значно ширші, ніж у будь-якого виду небанківських фінансових посередників.

Банківський фінансовий посередник — це юридична особа, яка має виключне право на підставі ліцензії НБУ здійснювати такі операції: залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб.

Особливості функціонування банківських фінансових посередників:

➤ банківські фінансові посередники приймають гроші на поточні депозити, за якими вкладники можуть вільно розпоряджатися своїми коштами. Це робить забезпечення ліквідності надзвичайно актуальною проблемою в діяльності банків. Ця обставина примушує їх вкладати значну частину мобілізованих коштів у високоліквідні активи, зокрема в короткострокові позички, що не обтяжені ніякими додатковими умовами, які могли б погіршити ліквідність цих посередників. Так, з цих причин у США в 1933 р. Законом про банківництво, відомим як закон Гласа—Стігала, було розмежовано комерційне та інвестиційне банківництво, унаслідок чого депозитним інституціям було заборонено вкладати кошти в цінні папери корпорацій як високоризиковані та низьколіквідні операції. Відтак ідея банку як суто депозитного інституту була реалізована в найбільш чистому вигляді, хоч сучасна банківська практика США поступово відходить від цієї ідеї;

➤ розміщуючи свої резерви в позички, банківські посередники спроможні створювати нові депозити і цим впливати на пропозицію грошей, що робить їх діяльність надзвичайно відчутною і вразливою для економіки.

Завдяки цим двом функціональним особливостям діяльності банків виникає об'єктивна необхідність у системному суспільному контролі за банками.

Маючи завдяки своїм функціональним особливостям явні переваги перед іншими посередниками у своїй комерційній діяльності, банки через систему

контролю і нагляду ставляться в такі умови, за яких їхні можливості і становище на ринку вирівнюються з положенням інших його суб'єктів.

Банківські посередники в Україні можуть функціонувати як універсальні або як спеціалізовані.

Універсальні банківські посередники виконують практично всі банківські операції, не спеціалізуючись на окремих їх видах.

Спеціалізовані банківські посередники, на відміну від універсальних, функціонують на вузьких секторах грошового ринку і займаються вузьким колом банківських операцій, де потрібні особливі технічні прийоми і спеціальні знання. Тому ця діяльність для універсальних банків виявляється не вигідною, вони залишають відповідні ніші на грошовому ринку для спеціалізованих банків.

Банк одержує статус спеціалізованого банку у випадку, якщо більш 50 % його активів є активами одного типу.

Банк самостійно визначає напрямки своєї діяльності і спеціалізацію за видами операцій. НБУ здійснює регулювання діяльності спеціалізованих банків через економічні нормативи і нормативно-правове забезпечення здійснюваних цими банками операцій. Спеціалізованим банкам, за винятком ощадного, забороняється залучати депозити від фізичних осіб в обсягах, що перевищують 5 % капіталу банку.

За спеціалізацією банківські посередники можуть бути:

➤ **Ощадні** — залучають кошти інвесторів у вигляді депозитів та надають позики під заставу нерухомості. Ці банки одержують статус спеціалізованого ощадного банку у випадку, якщо більш 50 % його пасивів є внесками фізичних осіб. Ощадну справу в Україні здійснюють Ощадний банк України та інші банки. Ощадний банк відповідає за ефективну організацію ощадної справи в державі, забезпечує впровадження прогресивних форм розрахунково-кредитного та касового обслуговування населення, проводить його кредитування, здійснює валютне обслуговування резидентів і нерезидентів України, проводить операції з цінними паперами.

➤ **Іпотечні** — займаються довгостроковим кредитуванням житлового будівництва під заставу земельних ділянок (іпотеки), іншими довгостроковими позичками під заставу нерухомості. Іпотека надає банку право переважного задоволення його вимог до боржника в межах вартості зареєстрованої застави. У випадку неплатоспроможності боржника задоволення вимог кредитора здійснюється з виторгу від реалізованого майна. Ресурсами іпотечного банку є власні нагромадження й іпотечні облігації — довгострокові цінні папери, що випускаються під забезпечення нерухомим майном і приносять постійний відсоток.

➤ **Інвестиційні банки (компанії)** — займаються мобілізацією довгострокового позичкового капіталу шляхом випуску боргових зобов'язань і розміщенням його в цінні папери корпорацій і держави.

➤ **Банки підтримки** — створюються державою чи за участю держави для фінансування цільових програм, що вимагають особливої підтримки. Наприклад, у сільському господарстві, реструктуризації промисловості, розвитку інфраструктури, відновлення зруйнованого господарства.

➤ **Банки-гаранти** — беруть на себе зобов'язання погашати за певних умов борги підприємств. Це відкриває підприємствам доступ до банківських позичок.

Гарантії таких банків сприяють залученню капіталів у великі інвестиційні проекти на тривалий термін.

Залежно від сфери впливу банку, від того, де розміщені клієнти, яких він обслуговує, банк може називатись *місцевим, регіональним, міжрегіональним або транснаціональним*.

Функції банків. Банківські фінансові посередники виконують певні економічні функції, в яких конкретизується їх сутність та призначення: трансформаційну; емісійну.

Трансформаційна функція банків зумовлена посередницькою місією банків і їх особливим місцем серед фінансових посередників. Полягає вона в зміні (трансформації) таких якісних характеристик грошових потоків, що проходять через банки, як рівень ризикованості, строковість, обсяги та просторове спрямування. Заходи: диверсифікація активних операцій, створення резервів, диференціація процентних ставок залежно від ризикованості кредитів, страхування депозитів тощо.

Емісійна функція банків полягає в тому, що тільки вони можуть створювати додаткові платіжні засоби і спрямовувати їх в оборот, збільшуючи пропозицію грошей, або ж вилучати їх з обороту, зменшуючи пропозицію грошей. Цю функцію виконує як центральний банк, емітуючи готівкові та депозитні гроші, так і комерційні банки, емітуючи депозитні гроші через механізм грошово-кредитного мультиплікатора.

Свої функції банки реалізують через виконання певного набору операцій.

Основними операціями банківських фінансових посередників є:

- приймання вкладів (депозитів) від юридичних і фізичних осіб;
- відкриття та ведення поточних рахунків клієнтів і банків — кореспондентів, у тому числі переказ грошових коштів з цих рахунків за допомогою платіжних інструментів та зарахування коштів на них;
- розміщення залучених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик;
- операції з валютними цінностями;
- емісія власних цінних паперів;
- організація купівлі та продажу цінних паперів за дорученням клієнтів;
- здійснення операцій на ринку цінних паперів від свого імені;
- надання гарантій і поручительств та інших зобов'язань від третіх осіб які передбачають їх виконання у грошовій формі;
- придбання права вимоги на виконання зобов'язань у грошовій формі за поставлені товари чи надані послуги, приймаючи на себе ризик виконання таких вимог та прийом платежів (факторинг);
- лізинг;
- послуги з відповідального зберігання та надання в оренду сейфів для зберігання цінностей та документів;
- випуск, купівля, продаж і обслуговування чеків, векселів та інших оборотних платіжних інструментів;
- випуск банківських платіжних карток і здійснення операцій з використанням цих карток;
- надання консультаційних та інформаційних послуг щодо банківських операцій.

За умови отримання письмового дозволу НБУ банки також мають право здійснювати інвестиції у статутні фонди та акції інших юридичних осіб; довірче управління коштами та цінними паперами за договорами з юридичними та фізичними особами; депозитарну діяльність і діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

На території України залучення та розміщення грошових коштів, а також розрахункове та касове обслуговування можуть здійснювати лише банківські установи. Проте банки не можуть здійснювати діяльність у сфері матеріального виробництва, торгівлі та страхування, крім виконання функцій страхового посередника. Виключенням є реалізації пам'ятних, ювілейних та інвестиційних монет. Усі комерційні банки повинні тримати обов'язкові резерви в НБУ. При нестачі коштів для здійснення кредитних операцій і виконання взятих на себе зобов'язань банки можуть одержувати позички у Національному банку.

Уявімо собі таку гіпотетичну ситуацію, коли на грошовому ринку діє тільки один фінансовий посередник. Щоб ринок міг функціонувати нормально, цей посередник повинен прийняти на вклади всі вільні грошові кошти від продавців, передати їх покупцям і здійснити розрахунки за їхніми зобов'язаннями один з одним та з третіми особами. Тільки в цьому разі попит і пропозиція на грошовому ринку будуть реалізовані і такий посередник виконає повністю свою посередницьку місію. При невиконанні будь-якої з цих операцій зв'язок між попитом і пропозицією на грошовому ринку буде розірваним або він повинен буде здійснюватися у формі прямих контактів між продавцями і покупцями грошей. Отже, комплекс із трьох базових операцій — депозитних, кредитних і розрахункових — створює первинну сферу банківської діяльності, а фінансовий посередник, що виконує цей комплекс, є банківським інститутом, *банківським посередником в економічному розумінні*.

Насправді банківські посередники, крім базових, можуть виконувати й багато інших, не базових, але потрібних для грошового ринку операцій.

Універсальність економічної сутності банку. Визначення сутності банку через базові його операції поширюється на всі види банків — як на комерційні, так і на центральні. Адже центральні банки приймають депозити, видають позички і здійснюють розрахунки, тільки мають справу не з господарюючими суб'єктами, а з самими банками. Проте цей факт не змінює ситуації по суті — центральний банк є банком банків і в цьому розумінні підпадає під вимоги базових банківських ознак. Якби це було не так, то вказані ознаки навряд чи були б достатніми для визначення сутності банку взагалі.

У зв'язку з цим виникає питання, чи можна вважати центральний банк фінансовим посередником грошового ринку? На жаль, це питання в літературі обходять мовчанням. Так, у відомому американському підручнику Фредеріка С. Мишкіна фінансовими посередниками названо більше як 10 інституцій, проте Федеральної Резервної Системи як центрального банку США серед них немає.

На наш погляд, для виключення центрального банку з числа фінансових посередників немає економічних підстав. Тією мірою, якою він відповідає економічним критеріям банку, він є фінансовим посередником. Більше того, як банк банків він виконує ще більш складну і відповідальну посередницьку місію, ніж ділові банки, оскільки є посередником серед фінансових посередників.

3. Небанківські фінансові посередники: зміст, місце і роль у банківській системі, основні функції і операції

До другого рівня банківської системи належать небанківські фінансові посередники, які здійснюють низку функцій банків, проте не підпадають під вимоги законодавства, котрими регулюється діяльність банківських установ.

Небанківські фінансові посередники (НФП) – об'єктивно необхідне явище у ринковій економіці. Вони не тільки є потужними конкурентами банків у боротьбі за вільні грошові капітали, що саме по собі має позитивне значення, а й беруть на себе надання економічним суб'єктам таких фінансових послуг, виконання яких не вигідне чи законодавчо заборонене банком.

В останні роки небанківські фінансові посередники відіграють значну роль у нагромадженні та використанні позичкових капіталів, що істотно потіснили банки в акумуляції збережень населення і стали важливими постачальниками позичкового капіталу, усуваючи монополічне становище комерційних банків на ринку позичкових капіталів.

Небанківські фінансові посередники являють собою третю (після Центрального та комерційних банків) відособлену складову частину сучасної кредитної системи, що характеризується значним впливом на функціонування кредитних відносин, виробництва та споживання.

Причини зростання ролі небанківських фінансових посередників:

- зростання доходів населення в розвинутих країнах;
- активний розвиток використання цінних паперів;
- надання ними спеціальних послуг, яких не надають банки.

Основними напрямками діяльності небанківських посередників є:

- акумуляція збережень населення шляхом їх залучення на вклади;
- випуск акцій, облігацій, продаж страхових полісів;
- надання кредитів певним сферам економіки та видам господарської діяльності, корпораціям та державі через облігаційні позички, довготермінові іпотечні та споживчі кредити;
- здійснення операцій кредитної взаємодопомоги.

На відміну від банків, спеціалізовані НФП виконують обмежену кількість фінансових операцій і послуг та тільки окремі банківські операції. Усі інститути домінують лише у відносно вузьких секторах ринку позичкових капіталів і мають специфічну клієнтуру. До певних переваг небанківських інститутів слід віднести й те, що на відміну від банків, вони можуть акумулювати грошові збереження на доволі значні терміни, а отже, і здійснювати довгострокові інвестиції. Прикладом таких структур є страхові компанії, пенсійні фонди.

Спроможність небанківських інститутів акумулювати значні обсяги коштів на тривалі строки робить їх привабливими для співпраці з державними установами. Тому держава в багатьох країнах використовує небанківські інститути для фінансування за їх допомогою провідних галузей економіки, фінансування програм розвитку недостатньо розвинутих регіонів тощо.

У своїй діяльності вони мають багато спільного з банками:

- функціонують у тому самому секторі грошового ринку, що й банки, у секторі опосередкованого фінансування;

➤ за формування власних ресурсів (пасивів), вони випускають подібно до банків боргові зобов'язання, які менш ліквідні, ніж зобов'язання банків, проте теж можуть реалізовуватися на ринку як додатковий фінансовий інструмент;

➤ розміщуючи свої ресурси в дохідні активи, вони купують боргові зобов'язання, створюючи, подібно до банків, власні вимоги до інших економічних суб'єктів, хоча ці вимоги менш ліквідні і більш ризиковані, ніж активи банків;

➤ діяльність їх щодо створення зобов'язань і вимог ґрунтується на тих самих засадах, що й банків: їх зобов'язання менші за розмірами, більш ліквідні і коротші за термінами, ніж власні вимоги, внаслідок чого їх платежі за зобов'язаннями менші, ніж надходження за вимогами, що створює базу для прибуткової діяльності.

Разом з тим посередницька діяльність небанківських фінансових посередників установ істотно *відрізняється від банківської діяльності*, оскільки вона:

➤ не пов'язана з тими операціями, які визнані як базові банківські;

➤ не торкається процесу створення депозитів і не впливає на динаміку пропозиції грошей, а отже, немає потреби контролювати їх діяльність так само ретельно, як банківську, насамперед поширюючи на них вимоги обов'язкового резервування.

Загальна схема класифікації небанківських фінансових посередників наведена на рис. 3.2.

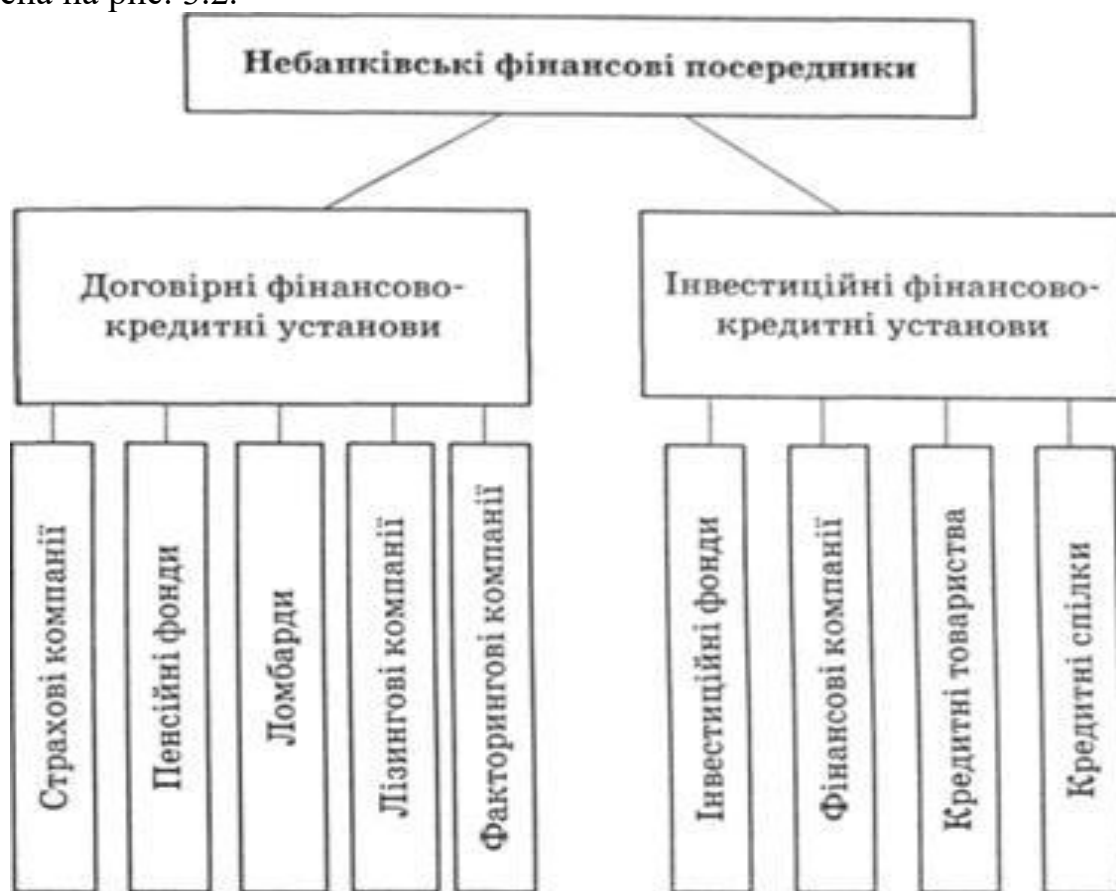


Рис. 3.2. Класифікація небанківських фінансово-кредитних установ

Розглянемо більш детально ці фінансово-кредитні інституції.

Страхові компанії (СК) – це фінансові інститути, які утворюються для відшкодування можливих збитків у результаті стихійного лиха, інших несприятливих умов. Ці організації утворюють спеціальний фонд (страховий) за рахунок страхових внесків громадян та юридичних осіб – страхувальників (ці внески мають вигляд купівлі страхових полісів). Страхові компанії володіють досить значними та стійкими грошовими ресурсами, які вони вкладають у довгострокові цінні папери з фіксованими строками (головним чином в облігації промислових компаній).

У розвинутих країнах страхові компанії належать до інституціональних посередників, які акумулюють значні кошти у формі страхових резервів і розміщують їх на фінансових ринках. У Великій Британії страхові інвестиції становлять майже 53 % їх загального обсягу. Після буму у страховій сфері в 1995 р. функціонувало 500 страхових компаній, у 2015 році – 268. Сьогодні в Україні фактично діє близько 400 страхових компаній.

Особливістю вітчизняного страхового ринку є те, що в Україні немає транснаціональних страхових компаній і законодавство не забезпечує можливостей щодо їх створення та захисту страхової системи від конкуренції з боку іноземних страхових компаній.

Нині спостерігається чітка тенденція до створення стратегічних альянсів між вітчизняними банками і страховими компаніями. Найвідомішими є альянси Промінвестбанку та Акціонерного страхового товариства "Вексель", Укрсоцбанку та НАСК "Оранта", банку "Аваль" та АСК "Еталон" і "Еталон-плюс".

Порівняльний аналіз статистичних показників діяльності банків і найбільш розвинутих небанківських установ – страхових компаній – свідчить про те, що останні поступаються банкам за розміром активів майже у 10 разів. Незважаючи на значний прогрес у розвитку страхових компаній, ситуація протягом останніх років майже не змінилася.

Пенсійні фонди (ПС) є одним з учасників механізму мобілізації позичених коштів. Це порівняно нові учасники фінансового ринку, а тому в Україні ще недостатньо розвинені на відміну від західних країн, де вони міцно зайняли свою нішу на ринку фінансових послуг і є одним із джерел інвестиційних коштів.

Пенсійні фонди – це державні чи приватні організації, що утворюються для забезпечення населення коштами на період після виходу на пенсію. Вони утворюються за рахунок внесків працюючих і підприємців, володіють досить значними сумами грошових коштів, які вкладають в акції та облігації різних підприємств.

Упродовж багатьох років в Україні існувала однорівнева система пенсійного забезпечення, яка певним чином узгоджувалася з командно-адміністративною економікою та функціонувала на засадах солідарності поколінь. З набуттям Україною незалежності постала необхідність у реформуванні такої системи пенсійного забезпечення, оскільки в умовах ринкової економіки вона виявилася економічно необґрунтованою, фінансово неспроможною, соціально несправедливою здебільшого для найбільш вразливих верств населення.

Кінцевою метою реформування є побудова трирівневої системи пенсійного забезпечення, в якій третім рівнем є система добровільного недержавного пенсійного страхування. В основу покладено принцип страхування, згідно з яким людина при досягненні пенсійного віку отримуватиме пенсію залежно від страхового платежу та заробітної плати, з котрої сплачені внески до Пенсійного фонду України та недержавних пенсійних фондів.

Перший рівень пенсійної системи є солідарною системою пенсійних виплат, внески до якої сплачують всі працюючі громадяни країни та їх роботодавці. За рахунок цих коштів і виплачуюватимуться страхові пенсії та встановлюватиметься мінімальний рівень пенсійних виплат пенсіонерам.

Накопичувальний фонд, який уособлює *другий рівень* пенсійної системи, формується пенсійний фонд переважно за рахунок страхових внесків, які обліковуються на накопичувальних пенсійних рахунках застрахованих осіб, та інвестиційного доходу, що утворюється внаслідок розміщення та інвестування коштів.

Система недержавного пенсійного забезпечення, тобто *третій рівень* пенсійної системи, ґрунтується на засадах добровільної участі громадян та їх об'єднань у формуванні пенсійних накопичень з метою отримання додаткових до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування пенсійних виплат за рахунок відрахувань до корпоративних, професійних і відкритих недержавних пенсійних фондів та інвестиційного доходу, нарахованого на ці відрахування.

Сьогодні в Україні на 1000 працюючих припадає 795 пенсіонерів, а середній розмір пенсії становить 31 % від офіційної заробітної плати. Пенсійні виплати з державного бюджету нині становлять п'яту частину. В Україні зареєстровано 110 недержавних пенсійних фондів, 15 з яких об'єдналися в Асоціацію недержавних пенсійних фондів. Недержавні ПФ мають значно більші можливості, адже їх кошти передбачається інвестувати у привабливі цінні папери.

Істотним недоліком пенсійної системи є й велике навантаження на підприємців у вигляді відрахувань до пенсійного фонду, що помітно послаблює їх інвестиційні можливості та конкурентоспроможність вітчизняних товарів. У 2016 р. в Україні відрахування роботодавців становили 32%, у США—12,5%.

Ломбарди – це кредитні установи, що надають кредити під заставу рухомого майна, тобто короткострокові (до 3-х місяців) кредити населенню на споживчі цілі.

Ломбарди видають позики на строк до 3-х місяців у розмірі 75 % від вартості оцінки заставлених речей і до 90 % вартості виробів з дорогоцінних металів, каміння, годинників у золотій оправі тощо. Оцінка речей, що здаються на зберігання або під заставу для одержання позики, здійснюється за домовленістю сторін, а вироби з дорогоцінних металів – за державними розцінками. Для розвитку своїх операцій ломбарди можуть користуватися банківським кредитом.

Лізингові компанії – організації, які купують предмети довгострокового кредитування (машини, обладнання, транспортні засоби тощо) і надають їх у довгострокову оренду (на 5-8 років і більше) фірмі-орендарю, котра поступово сплачує їй вартість взятого в оренду майна.

Актуальність розвитку лізингу в Україні зумовлена насамперед потребою величезної кількості підприємств в оновленні обладнання і значним рівнем зношення основних фондів (80 %). Лізинг відносно дешевий та доступний інструмент, застосування якого стимулює інновації на виробництві та підвищує конкурентоспроможність. Порівняно з довгостроковим кредитуванням, лізинг набагато доступніший хоча б тому, що тут не потрібна застава. Як інвестиційний інструмент лізинг багато в чому визначає макроекономічні показники провідних економічно розвинутих країн.

За кордоном частка витрат на лізингові операції в загальних капіталовкладеннях у машини й устаткування досить висока (від 30 % у США до 8-10 % у Данії, Норвегії, Австрії). В обсязі інвестицій частка лізингових операцій перевищує 30 %, тоді як в Європі вона коливається від 14 до 36, в Україні – 1-2 %.

Економічна ефективність лізингу, як свідчить практика лізингової діяльності, становить від 7 до 15 % порівняно з кредитом. В Україні налічується близько 45 активних лізингових компаній, але до 70 % усіх договорів виконують сім найбільших операторів лізингового ринку, близько 80 % яких знаходяться у місті Києві, 9 % – у Львові, 12 % – у Донецьку (до проведення АТО) та Одесі. За даними міжнародної фінансової корпорації, у 2018 р. портфель лізингових договорів в Україні збільшився на 62,3 % і становив 339 млн дол. США. Найбільшу частку в цьому портфелі займають: літаки – 29 %, легкові машини – 28,3, транспорт для вантажоперевезень – 21 %, виробниче устаткування – 3,78 %, устаткування для промислової переробки – 1,75 %, медичне обладнання – 0,17 %. Для порівняння: обсяг лізингових операцій в Польщі становить 2,0 млрд. дол. США, в Угорщині – 1,2 млрд. дол. США, Росії – 1,9 млрд. дол. США. До основних переваг лізингу слід віднести високу оперативність і гнучкість у вирішенні виробничих завдань за рахунок тимчасового використання найсучаснішої техніки.

Факторингові компанії – це організації, які купують дебіторську заборгованість клієнтів, пов'язану з постачанням товарів або наданням послуг.

Факторинг є банківською операцією у вигляді придбання банком права вимоги у грошовій формі за поставлені товари чи надані послуги з прийняттям ризику виконання такої вимоги, а також прийом платежів. Іншими словами, факторинг – це різновид торговельно-комісійної операції, що пов'язаний з кредитуванням оборотного капіталу клієнта і полягає у поступці клієнтом-постачальником платіжних вимог за поставлені товари і права одержання платежу за них.

Для економіки України факторинг є новим явищем. Його поява була визначена певними економічними передумовами. Ринкова економіка вимагає від вітчизняних підприємств гнучкості, маневреності та швидкості рішень, що забезпечується і встановлюється достатністю фінансових ресурсів. У зв'язку з браком власних коштів підприємств та неправильно побудованою політикою кредитування стан суб'єктів господарювання в Україні значно погіршився. Зокрема гостроти набула проблема неплатежів, браку обігових коштів, що в свою чергу порушило баланс дебіторської та кредиторської заборгованості. З аналогічною проблемою зіткнулися західноєвропейські компанії 20–30 років

тому. Саме вони знайшли вихід з неї, використовуючи такий новий продукт ринку фінансових послуг, як факторинг.

Інвестиційні компанії є одним із важливих елементів системи небанківських фінансових посередників. Історія їх масового виникнення бере початок на межі ХІХ і ХХ ст., хоча перша інвестиційна компанія виникла ще в 1822 р. у Бельгії.

Інвестиційні компанії – це різновид кредитно-фінансових інститутів, які випускають і продають власні цінні папери, в основному дрібним індивідуальним інвесторам, а на отримані кошти купують цінні папери підприємств і банків, забезпечуючи своїм акціонерам дохід у вигляді дивідендів за акціями інвестиційних компаній. Найбільшого розвитку вони набули в промислово розвинутих країнах (США, Канаді, Франції, Японії). У США близько 6 тис. таких фондів, які відіграють велику роль у суспільному виробництві. До їх структури належить певна кількість інших інвестиційних компаній, а їх капітал становить мільярди доларів. Розвиток цих фондів спостерігається і в Європі.

Спочатку інвестиційні компанії обслуговували власників великих заощаджень. Щодо власників дрібних заощаджень, то їм інвестиційні компанії надавали консультаційні послуги, оскільки рівень компетенції таких власників у сфері управління своїми активами був невисокий.

Інвестиційні компанії бувають відкритого і закритого типу.

Компанії закритого типу – це організації, які випускають чітко визначену кількість інвестиційних сертифікатів, що продаються інвесторам. Зазначені цінні папери інвестор не може повернути інвестиційним компаніям для їх погашення, у зв'язку з цим такі інвестиційні сертифікати й акції є неліквідними. Ліквідність емітованих закритою інвестиційною компанією цінних паперів забезпечується можливістю їх реалізації на вторинному ринку цінних паперів. Вони можуть бути об'єктом купівлі-продажу як на біржовому, так і на позабіржовому ринку, що визначається становищем інвестиційної компанії та тим, чи включена вона у лістинг (список) відповідної біржі, чи ні.

Інвестиційні **компанії відкритого типу** відрізняються від закритих тим, що вони в установленій термін, а досить часто і в будь-який момент, можуть придбати випущені ними в обіг інвестиційні сертифікати або акції. Таким чином, цінні папери таких компаній мають надзвичайно високу ліквідність. Відкриті інвестиційні компанії дуже привабливі для інвестора (особливо дрібного), але водночас вони пов'язані з небезпекою наростаючого погашення інвестиційних сертифікатів, з можливим їх банкрутством. Проте у високорозвинутих країнах такого, як правило, не відбувається.

Поширеність інвестиційних компаній обумовлена такими перевагами:

- зниженням ризику інвестицій, що обумовлено можливістю диверсифікації навіть невеликих за розмірами заощаджень;
- невеликим порогом величини вкладу, який залучається інвестиційними компаніями, що надає процесу інвестування досить мобільний характер;
- значно меншими витратами порівняно з індивідуальним інвестуванням;
- широкими можливостями інвестора щодо оперативного вирішення питання подальшого використання дивідендів.

Фінансові компанії спеціалізуються на кредитуванні продажу споживчих товарів на виплату, а також надають комерційні кредити (близько 80 % усіх

активів). Джерелом грошових ресурсів компаній є власні короткострокові зобов'язання, які розміщуються на ринку, а також кредити комерційних банків.

Фінансові компанії мобілізують кошти шляхом випуску комерційних паперів або акцій та облігацій і використовують виторг від їхнього продажу для надання позик (часто в малих сумах), що відповідає потребам споживачів та бізнесу. Фінансові компанії беруть в позику великі суми, а надають позики у малих сумах. Це відрізняє їх від комерційних банків, що отримують вклади в малих сумах і надають часто великі суми позик.

Розрізняють три види фінансових компаній:

1. *Фінансові компанії, що надають позики споживачам для купівлі товарів у дрібних торговців.* Наприклад, "Sears Roebuck Acceptance Corporation" фінансує купівлю всіх товарів і послуг у магазинах "Sears", в той час як "General Motors Acceptance Corporation" фінансує купівлю машин виробництва GM. Такі фінансові компанії прямо конкурують з банками за надання споживчих позик і використовуються споживачами, бо такі позики можна отримати швидше і в тому місці, в якому товар купують.

2. *Фінансові компанії, що надають позики для купівлі окремих товарів, таких, як меблі чи побутові прилади для ремонту житла, або для фінансування окремих боргів.* Такі фінансові компанії є окремими корпораціями або належать банкам і проводять операції у загальнонаціональному масштабі. Переважно ці компанії надають позики тим споживачам, які не можуть отримати кредит з інших джерел, і призначають вищі процентні ставки.

3. *Фінансові компанії, що надають спеціалізовані форми кредиту фірмам, купуючи дебіторську заборгованість зі знижкою.* Таку форму надання кредиту називають *факторинг (факторні операції)*. Наприклад, фірма, що виготовляє одяг, має рахунки на 100 тис. дол., не сплачені роздрібними магазинами, що купили її одяг. Якщо цій фірмі потрібні гроші для купівлі 100 швейних машин, то вона може продати належну їй дебіторську заборгованість, скажімо, фінансовій компанії за 90 тис. дол., а та після цього матиме право отримати заборговані фірмі 100 тис. дол. Крім факторингу, такі фінансові компанії також спеціалізуються на лізингу устаткування (такого, як комп'ютери, залізничні вагони, реактивні літаки). Вони купують ці капітальні блага і надають їх в оренду фірмам на певну кількість років.

Кредитні товариства (КТ) – це установи, що утворюються для задоволення потреб їх членів у кредиті (кооперативів, орендних підприємств, підприємств малого і середнього бізнесу, фізичних осіб). Капітал кредитних товариств формується шляхом купівлі паїв і сплати спеціального внеску, який у разі виходу з товариства не повертається. Основними видами діяльності кредитних товариств є надання коротко- і середньострокових кредитів, посередницька діяльність.

Кредитні спілки (КС) – це громадські організації, створені на добровільних засадах з метою фінансового та соціального захисту їх членів шляхом залучення їх особистих заощаджень для взаємного кредитування. Вони видають позики під мінімальні відсотки і не мають на меті одержання прибутку, а фінансову діяльність проводять так, щоб залучені кошти не зменшувались і забезпечували покриття витрат на утримання самої спілки.

Кредитні спілки мають свої відмінності порівняно із банком:

- здатність отримати кредит вже через 2–3 години (у комерційному банку лише через 10 днів), невеликі членські внески;
- кредитні спілки обмежують свою діяльність замкнутим колом осіб. (клієнтами спілки можуть стати тільки її пайовики);
- діяльність кредитних спілок не публічна. Відносини між спілкою і пайовиками виникають на основі членства і не є клієнтськими відносинами;
- членами кредитних спілок можуть бути тільки фізичні особи. Крім того, необхідно, щоб усі вони були членами якогось одного співтовариства, досить добре знали і мали довіру один до одного. Остання обставина відіграє вирішальну роль у відносинах взаємної допомоги, оскільки вони передбачають взаємну відповідальність. Банк, який має юридичну відповідальність перед клієнтами, у випадках невиконання своїх зобов'язань несе обмежену відповідальність.

4. Аналіз діяльності фінансових посередників. Баланс фінансової системи і економічна рівновага

Аналізуючи діяльність фінансових посередників, можна сказати, що сьогодні спостерігається тенденція до здійснення фінансовими посередниками діяльності через філії. Так, понад 50 % усіх фінансових посередників, що отримали ліцензії Міністерства фінансів України на діяльність з цінними паперами, зареєстровані у 6 областях України: Київській, Харківській, Донецькій (до проведення АТО), Дніпропетровській, Одеській, Миколаївській і здійснюють діяльність на території України через мережу філій.

Інфраструктурні інститути ринку цінних паперів формуються в Україні за принципами, що близькі до директив Європейського Співтовариства. Змішана, проміжна модель ринку цінних паперів України включає комерційні банки, які мають право на операції з цінними паперами, і небанківські інститут. Ця модель універсального комерційного банку відрізняється від "американської" моделі, де банк має значні обмеження на операції з цінними паперами.

Позабіржовий ринок України самоорганізовується через три асоціативні громадські об'єднання (Українську асоціацію інвестиційного бізнесу, Українську асоціацію торговців цінними паперами та Українську асоціацію довірчих товариств, інвестиційних фондів і компаній), які об'єднують фінансових посередників на добровільних засадах. Впорядкування потребує біржова торгівля похідними цінними паперами - опціонами, спотами, ф'ючерсними та форвардними угодами тощо.

Проблеми фінансового посередництва в Україні:

- низький рівень капіталізації як банківських, так і небанківських фінансових інститутів, що в умовах нестачі ліквідності спричиняє неспроможність фінансових установ виконувати свої зобов'язання в повному обсязі;
- домінування і подальше зростання впливу іноземного фінансового капіталу, зокрема у банківській сфері, через слабкість ресурсної бази вітчизняних фінансових посередників;

➤ зростання частки операцій фінансових посередників, пов'язаних із кредитуванням державного сектору економіки та скорочення обсягів кредитування домогосподарств і підприємств;

➤ законодавча невизначеність та неузгодженість дій державних органів влади, внаслідок чого філії фінансових посередників залишаються практично без контролю. Як правило, залучивши кошти громадян, філії фінансових посередників часто зникають, не залишаючи будь-яких відомостей ні громадянам, ні державним органам влади про нове місцезнаходження або про ліквідацію;

➤ хоча на фінансовому ринку є велика кількість фінансових посередників, які здійснюють операції з цінними паперами, однак на організованому фондовому ринку угоди практично не відбуваються. Позабіржовий ринок на сьогодні є практично неорганізованим, відсутні електронні торгово-інформаційні системи, відсутня законодавча база для їх створення;

➤ стандарти організованого ринку похідних цінних паперів нині повністю поза увагою чинного законодавства (зокрема, обов'язковість реєстрації похідної цінного паперу у державному реєстраційному органі), що дає можливість біржам влаштовувати торги на свій власний розсуд і за правилами, які не відповідають світовим нормам та стандартам;

➤ відсутність чіткої системи санкцій за порушення фінансовими посередниками чинного законодавства (основними санкціями є призупинення дії та відкликання ліцензій). Таких санкцій недостатньо для припинення та попередження порушень. Необхідна розробка системи штрафних санкцій в залежності від виду порушення. Неодноразові перевірки діяльності фінансових посередників державними органами показують, що порушення, виявлені при попередній перевірці, не усуваються фінансовими посередниками, що пояснюється відсутністю санкцій;

➤ відсутній порядок бухгалтерського обліку в інвестиційних фондах, інвестиційних компаніях, довірчих товариствах;

➤ недостатня кількість і якість професійних кадрів у всіх видах фінансового посередництва;

➤ орієнтація страхових компаній на отримання прибутку шляхом значного зменшення страхових виплат, що підриває довіру до суб'єктів страхового бізнесу та погіршує ділову репутацію цих фінансових посередників;

➤ низький рівень доходів домогосподарств, внаслідок чого в економіці відсутні достатні обсяги грошових коштів для забезпечення потенційно великого обсягу фінансових операцій та потреб у інвестуванні;

➤ відсутність надійного захисту інтересів споживачів послуг небанківських фінансово-кредитних інститутів;

➤ недостатній, а інколи і взагалі відсутній елементарний рівень знань у громадян-інвесторів про функціонування ринку цінних паперів та діяльність фінансових посередників. Внаслідок своєї необізнаності вони розраховують на великі розміри дивідендів та негайну виплату доходів за цінними паперами і вимагають виплат від фінансових посередників та звертаються з цього приводу до державних органів. Не маючи відповідних знань, громадяни підписують угоди з фінансовими посередниками, що утискають їх права та надають можливості для

зловживань за вкладеними коштами. Часто договори не відповідають вимогам, чинного законодавства.

Через необізнаність населення та внаслідок шахрайських дій деяких фінансових посередників підірвана довіра громадян до них у цілому, що негативно впливає на процес приватизації і розвиток фондового ринку.

Недержавна пенсійна система є безпечним, а у більшості випадків і пільговим засобом забезпечення після виходу на пенсію більш високого життєвого рівня, ніж той, що його спроможна забезпечити лише солідарна система. Інша важлива функція недержавної пенсійної системи полягає в тому, що вона є джерелом довгострокових інвестицій, необхідних для економічного розвитку країни. Акумулюючи заощадження населення у межах пенсійних програм та інвестуючи їх у акції, облігації підприємств, державні цінні папери, венчурні фонди тощо, пенсійні фонди забезпечують довгострокове фінансування економіки і держави.

В Україні назріла нагальна потреба у створенні та розвитку недержавних пенсійних фондів як обов'язкового елемента системи недержавного пенсійного забезпечення. Ці фонди, з одного боку, мають надати змогу ефективно й цивілізовано залучати кошти громадян і роботодавців на формування додаткових пенсійних заощаджень для забезпечення достойного життя після виходу на пенсію, а з другого – стати джерелом довгострокових інвестицій для реального і інноваційного секторів економіки, що сприятиме загальному економічному розвитку країни.

В сучасних умовах для України дуже актуальним є завдання ефективного регулювання фінансових потоків і контролю над поведінкою посередників:

1. **Структурний контроль** – нагляд за структурою фінансової системи (моніторинг за процесами злиття і об'єднання компаній, галузеві й географічні обмеження в діяльності різних фінансових інститутів).

2. **Протекційний контроль (сприяння)** – підтримка надійності фінансових інститутів, стимулювання довіри населення до фінансових посередників, забезпечення захисту прав власності при реалізації партнерських угод, посилення вимог до закриття і поширення фінансової інформації, створення гарантійних фондів і установ із розв'язання суперечок.

3. **Контроль за розміщенням** – вплив на просторове і галузеве переміщення капіталу на користь пріоритетних напрямків (стимулювання інвестицій, селективне кредитування, податкові, митні та інші пільги).

4. **Організаційний контроль** – встановлення стандартів функціонування ринків і фінансових інститутів (посередників).

Основні цілі й напрями розвитку фінансового посередництва в Україні:

- створення сприятливого інвестиційного клімату і стимулювання притоку інвестицій у виробництво;
- інвестиційне забезпечення структурної перебудови економіки;
- мобілізація всіх джерел інвестиційних ресурсів та їх ефективне використання;
- стимулювання процесів розвитку кредитно-фінансової системи;
- забезпечення зростання ВВП і створення умов для нарощування внутрішніх інвестиційних ресурсів;

- запровадження механізмів стимулювання довгострокового кредитування виробництва комерційними банками;
- стимулювання збільшення заощаджень громадян та вдосконалення системи гарантій збереження їх вкладень у фінансово-кредитні установи;
- удосконалення нормативно-правової бази інвестиційної діяльності;
- прийняття законів та відповідних нормативних актів;
- заходи щодо захисту прав та законних інтересів приватних інвесторів;
- виконання вимог і рекомендацій міжнародних організацій стосовно спільного інвестування;
- мінімізацію внутрішніх витрат систем спільного інвестування, здійснюваних за рахунок інвесторів;
- стимулювання інститутів фондового ринку до впровадження нових фінансових послуг, продуктів та інструментів;
- усебічне сприяння розвитку фондового ринку;
- створення законодавчих передумов для сек'юритизації активів та зобов'язань підприємств і впровадження в обіг іпотечних цінних паперів;
- сприяння випуску високоліквідних і довгострокових державних цінних паперів, а також надання місцевим органам влади можливості емітувати муніципальні облігації під певні пріоритетні прибуткові програми;
- зосередження торгівлі ліквідними цінними паперами на організованому ринку за допомогою передусім економічних важелів.

Саме за таких умов функціонування фінансових посередників можна досягти підвищення ефективності їх діяльності.

Проаналізувавши становище фінансового посередництва в Україні, можна зробити висновок, що розвиток даного інституту в нашій країні знаходиться все ще у зародковому стані. Це пов'язано із;

- нестабільністю економіки та фінансового ринку, через що позичальники та кредитори зменшують свою активність та не здійснюють інвестиційну діяльність у тих обсягах, які могли б сприяти прискореному розвитку як фінансових відносин, так і фінансового посередництва;
- високим рівнем «тінізації» вітчизняної економіки та корупції у системі державних контрольно-регулюючих органів;
- недобросовісна конкуренція, в результаті якої не відбувається поліпшення якості фінансових послуг.

Тема 4. Фінансові операції: дохідність і ризики

План

1. *Дохідність фінансових операцій.*
2. *Поняття і класифікація фінансових ризиків.*
3. *Методи оцінки ризику на фінансовому ринку.*
4. *Методи управління фінансовими ризиками.*
5. *Майбутня і поточна вартість фінансових інструментів.*

1. Дохідність фінансових операцій

При здійсненні операцій з фінансовими активами враховується їх дохідність. Важливим показником дохідності таких операцій виступають процентні ставки.

Процентні ставки – це ставки доходу за запозиченими ресурсами.

Існують певні типи процентних ставок, які визначаються видами запозичень ресурсів:

- ставка проценту на закладні (на позичені гроші для купівлі будинку);
- ставка проценту на комерційний кредит (на запозичені кошти фірмою).

Величина процентної ставки з будь-якого виду кредиту або інструменту з фіксованим доходом залежить від цілого ряду чинників, найважливішими серед яких є:

1. Розрахункова грошова одиниця. Вона являє собою грошову одиницю, в якій здійснюються розрахунки (валюта певної країни – долар, євро, фунт стерлінгів тощо, певний товар – золото, срібло або стандартний «кошик» товарів і послуг). Процентна ставка коливається в залежності від динаміки розрахункової грошової одиниці.

2. Строк (термін) платежу. Строк платежу за інструментом з фіксованим доходом – це час, протягом якого необхідно сплатити всю позичену суму. Процентна ставка за короткостроковими інструментами може відрізнятися від ставки за довгостроковими інструментами.

3. Ризик неплатежу – це ймовірність неповернення позичальником частини відсотка або основної суми позики. Чим більший ризик, тим вища відсоткова ставка, яку повинен обіцяти позичальник для інвесторів, щоб вони погодились купити його цінні папери.

Крім інструментів з фіксованими доходами існують ризикові активи, для яких характерні свої ставки доходності.

При інвестуванні капіталу у пайові цінні папери, наприклад, звичайні акції, дохід на вкладений капітал наступатиме у виді дивідендів і у виді приросту (втрати) капіталу внаслідок зміни ринкового курсу акцій.

Приклад: Початкова ціна акції – 100 дол. США, ціна акції на кінець періоду – 105 дол. США, дивіденди – 5 дол. США.

Дохід на вкладений капітал $(r) = 105 - 100 + 5 / 100 = 0,10 = 10\%$.

Основні фактори, які впливають на рівень ставок доходності.

В ринковій економіці існує чотири *основні фактори, які впливають на рівень ставок дохідності*:

1) *Очікувана ефективність засобів виробництва* (очікувані ставки дохідності від вкладень в шахти, дамби, дороги, заводи, машини і товарно-матеріальні запаси).

2) *Ступінь невизначеності відносно ефективності використання засобів виробництва* (вплив погодних умов на врожайність сільськогосподарських культур, менші поклади вугілля або обсяги нафти (газу), ніж прогнозування; непередбачена зміна попиту споживачів внаслідок зміни смаків чи появи замінників товару, непередбачуваність розвитку НТР і т.д.).

3) *Часові переваги у споживанні населення* (зміни у наданні переваг у споживанні благ у теперішньому періоді у порівнянні з майбутнім).

4) *Рівень сприйняття ризику* (чим більша величина несприйняття ризику серед інвесторів, тим менша величина без ризикової премії і тим вища премія за ризик).

2. Поняття і класифікація фінансових ризиків

Операції з фінансовими інструментами завжди пов'язані з ризиком.

Фінансові ризики – це спекулятивні ризики. Інвестор, вкладаючи капітал, заздалегідь знає, що може і не отримати прибуток. Більше того, особливістю фінансового ризику є ймовірність зазнати збитків у результаті проведення будь-яких операцій у фінансово-кредитній і біржовій сферах, здійснення операцій з фондовими цінними паперами, тобто ризику, який випливає з природи цих операцій.

Фінансові ризики насамперед пов'язані зі змінами на фінансовому ринку та змінами в економіці. Це можуть бути зміни процентних ставок, валютних курсів, зміни в діяльності галузі або конкретного позичальника.

Ризик органічно властивий ринковій економіці, він існує всюди, та особливо важливе значення ризик має для учасників фінансового ринку.

У цілому **ризик** у ділових операціях - це *економічна категорія, що відображає ступінь успіху (невдачі) фірми в досягненні своїх цілей з урахуванням впливу різних факторів як прямої, так і непрямої дії*. Операції з фінансовими інструментами завжди пов'язані з ризиком.

У ринковій економіці існують різні можливості для інвестиційних вкладень. При виборі юридичною або фізичною особою напряму вкладення капіталу одним із головних критеріїв служить **оцінка ризику**, яка передбачає такий алгоритм дій:

- визначення ризику;
- дослідження основних видів ризику за певними ознаками;
- вибір методів оцінки ризику (наприклад, експертний, соціально-економічних експериментів, економіко-математичне моделювання та ін.);
- підбір методів управління ризиком (лімітування, диверсифікація, страхування тощо).

Класифікація ризиків. У цілому фінансовий ризик як міру економічної або соціальної невизначеності можна класифікувати таким чином:

1) **За величиною:** високий, середній і низький;

2) **За ступенем допустимості:**

➤ *допустимий ризик* (коли втрачається частина доходу);

➤ *критичний (локальний) ризик* - при якому повністю втрачаються доходи і виникає необхідність відшкодувати втрати;

➤ *катастрофічний ризик* повної втрати майна;

3) **За об'єктами** - ризик підприємця, підприємства, банку, страхової компанії, тобто окремих юридичних і фізичних осіб;

4) **За видами діяльності** - ризик виробничої, посередницької, торговельної, транспортної, консалтингової, страхової, охоронної та іншої діяльності;

5) **За економічним змістом:**

➤ *чистий ризик* як об'єктивна можливість зазнати збитків (нульового результату);

➤ *спекулятивний ризик* як суб'єктивна можливість отримання позитивного або негативного результату певної діяльності;

6) **За характером:**

➤ *Операційний ризик* пов'язаний із помилкою або неправильною організацією, неправильним вибором методу проведення тієї чи іншої фінансової операції. До цього виду ризику відносять і можливі помилки менеджерів;

➤ *Інфляційний ризик* визначається ступенем точності прогнозування інфляції та її впливу на результат фінансово-господарської діяльності. *Кредитний ризик* розглядається як ризик непогашення кредиту і несплати процентів за ним;

➤ *Процентний ризик* виникає у разі зміни процентних ставок за кредитними ресурсами, що надаються;

➤ *Валютні ризики* можливі у разі зміни курсів валют, а також політичної ситуації, коли курси валют незмінні, а можливості вільного обігу валют обмежені. Ці ризики пов'язані з переоцінкою статей балансу закордонних філій підприємств у національну валюту та при зворотних операціях. Валютні ризики властиві кліринговим розрахункам і товарообмінним, бартерним операціям і, у свою чергу, поділяються на економічний, бухгалтерський та операційний ризики (економічний відображає вплив економічних процесів країни - зміни в економічній та політичній ситуації, валютній політиці, що проводиться урядом, рівень інфляції тощо на вартість активів; бухгалтерський - це ризик зміни облікової вартості активів чи пасивів при зміні валютних курсів із урахуванням, що в іноземній (національній) валюті їх вартість залишається незмінною; операційний - ризик несприятливих змін валютного курсу за період до часу проведення запланованої валютної операції, ефективно управляється за допомогою інструментів строкового ринку: ф'ючерсів, форвардів, опціонів, свопів).

7) **За галузевою і територіальною ознакою** - галузевий, загальноекономічний, країни, регіональний тощо. *Галузевий* - пов'язаний зі специфікою діяльності окремих галузей, проявляється в змінах інвестиційної якості та курсової вартості цінних паперів і відповідних втратах інвесторів; загальноекономічний відображає вплив на економіку країни змін, що відбуваються в інших країнах, пов'язаних із зміною у валютній політиці,

економічній і політичній ситуаціях, рівня інфляції тощо; *країни* - це основний фінансовий ризик, що є сукупністю політичного, економічного та трансфертного ризиків і пов'язаний з дійсними та очікуваними політичними й економічними умовами в країні і впливом цих умов на здатність уряду країни, окремих корпорацій та фізичних осіб виконувати зобов'язання по зовнішньому боргу. Для оцінювання ризику країни використовують такі показники, як: коефіцієнт обслуговування боргу, відношення резервної позиції в Міжнародному валютному фонді до обсягу імпорту, рівень інфляції, відношення обсягу експорту до валового національного продукту, відношення міжнародних резервів (золота, валюти) до обсягу імпорту тощо;

8) *За можливістю усунення* ризику поділяють на *недиверсифіковані*, що не підлягають усуненню, і *диверсифіковані*, для яких існують можливі шляхи подолання.

Окрім фінансового ризику, на фінансовому ринку присутні такі види ризику:

➤ *систематичний ризик* - ризик кризи фінансового ринку, пов'язаний з економічною і політичною ситуацією в країні і світі, ростом цін на ресурси, падінням цін на фінансові активи. До категорії систематичних ризиків відносять: ризик зміни процентної ставки, ризик падіння ринкових цін і ризик інфляції;

➤ *несистематичний ризик* – ризик одночасної реалізації всіх видів ризику, пов'язаних з фінансовим станом конкретного емітента цінних паперів. До категорії несистематичних відносять ризик ліквідності, галузевий ризик;

➤ *селективний ризик* - ризик неправильного вибору цінних паперів для інвестування при формуванні портфеля;

➤ *часовий ризик* - ризик емісії, купівлі або продажу цінного папера у невідповідний час, що тягне за собою втрати;

➤ *ризик законодавчих змін* - пов'язаний із змінами умов емісії, яка може бути визнана недійсною тощо.

Таким чином, фінансовий ризик в економічній діяльності - це об'єктивний фактор, зумовлений дією певних причин і чинників, зокрема конфліктністю ситуації прийняття рішень, невизначеністю цілей і наслідків дій, відсутністю повної та об'єктивної інформації щодо процесів, які відбуваються тепер чи відбуватимуться в майбутньому.

З розвитком ринку змінюється ставлення інвесторів до різних цінних паперів. В Україні цінні папери стали порівняно новим фінансовим інструментом, який характеризується підвищеним ризиком. Інтереси інвесторів на ринку, наприклад, корпоративних цінних паперів, головним чином зводяться до таких моментів: збереження і зростання капіталу; придбання цінних паперів, які за умовами обігу можуть замінити кошти; доступ (шляхом придбання цінних паперів) до дефіцитних видів продукції, послуг, майнових і немайнових прав; розширення сфери впливу і перерозподіл власності. В умовах ринкових відносин виникає необхідність взаємного порівняння прибутку і ризику. Оптимальне поєднання цих категорій гарантуватиме ефективність вкладення капіталу. Якщо ефективність достатньо висока, то ризик вважається обґрунтованим.

3. Методи оцінки ризику на фінансовому ринку

Основними в оцінюванні ризику є обчислення певних часових характеристик і, в кінцевому підсумку, кількісна оцінка ризику.

Фінансовий ризик, як і будь-який інший ризик, має математично виражену ймовірність настання втрат, що спирається на статистичні дані і може бути розрахована з досить високою точністю. Щоб кількісно визначити величину фінансового ризику, необхідно знати всі можливі наслідки будь-якої окремої дії і ймовірність самих наслідків. Ймовірність характеризує міру невизначеності в настанні певної події в майбутньому.

Існують такі методи оцінки ризику:

1. Статистичний метод.
2. Факторний аналіз фінансових ризиків.
3. Метод експертних оцінок.
4. Економіко-математичне моделювання.
5. Метод соціально-економічного експерименту.
6. Метод аналогій.

У **статистичному аналізі** величина (або рівень) ризику вимірюється середнім очікуваним значенням (дисперсією) і коливанням.

Дисперсія вимірює можливий середній результат і являє собою середньозважену величину з квадратів відхилень фінансових результатів ризикових вкладень від середніх очікуваних:

$$\sigma = \frac{(x - \bar{x})^2}{n},$$

де σ^2 - дисперсія;

x - очікуване значення для кожного випадку вкладення фінансових ресурсів;

\bar{x} - середнє очікуване значення;

n - кількість вкладень фінансових ресурсів (частота).

Середнє очікуване значення – це значення величини події, що пов'язано з невизначеністю ситуації. Середнє очікуване значення визначає результат, що очікується в середньому.

Для остаточного ухвалення рішення необхідно визначити міру мінливості можливого результату. Мінливість можливого результату – це ступінь відхилення очікуваного значення від середньої величини. Для цього розраховують **середнє квадратичне відхилення**:

$$\sigma = \sqrt{\frac{(x - \bar{x})^2}{n}},$$

Ступінь відхилення від фактичної середньої величини являє собою відношення середнього квадратичного відхилення до середнього арифметичного і показує ступінь відхилення отриманих значень. За допомогою коефіцієнта варіації існує можливість порівнювати навіть мінливість ознак, виражених у різних одиницях виміру. **Коефіцієнт варіації** обчислюється:

$$V = \frac{\sigma}{x} \times 100,$$

де V - коефіцієнт варіації;
 σ - середнє квадратичне відхилення;
 x - середнє очікуване значення.

Коефіцієнт варіації може змінюватися від 1 до 100 %. Чим вищий цей коефіцієнт, тим сильніші коливання. Встановленою є така якісна оцінка значень коефіцієнта варіації: до 10 % - слабкі коливання фінансового ризику вкладень; 10-25 % - середні, помірні коливання; понад 25 % - високі коливання фінансового ризику.

У сучасних умовах розрахунків імовірності фінансових ризиків на основі дисперсії, коефіцієнту варіації і середніх величин як параметрів статистичного аналізу є основним методом оцінки фінансових ризиків підприємства.

За допомогою статистичного методу оцінки ризику, тобто на основі розрахунку дисперсії, стандартного відхилення і коефіцієнта варіації, можна оцінити ризик не лише певної угоди, але і підприємницької діяльності в цілому за деякий відрізок часу.

Перевагою даного методу є нескладність математичних розрахунків, а недоліком – необхідність мати велику кількість вихідних даних.

Застосовуються й інші аналітичні методи оцінки фінансового ризику.

Найбільш перспективним є факторний **аналіз фінансових ризиків**. Наприклад, інвестиційний ризик оцінюють за наявністю перспектив розвитку об'єкта інвестицій, рівню конкуренції, кількістю укладених договорів і отриманих заяв. Далі розраховують коефіцієнти ділової активності, фінансової стійкості, визначають імовірність настання банкрутства. Аналіз цих показників дозволяє оцінити фінансову стійкість фірми, яка, у свою чергу, є критерієм оцінки ризику. Залежність між фінансовою стійкістю підприємства і ризиком прямо пропорційна: як тільки підприємство стає фінансово нестійким – виникає ризик банкрутства.

Останнім часом активно використовується **метод експертних оцінок**. Він реалізовується шляхом обробки висновків досвідчених спеціалістів. Бажано, щоб експерти супроводжували свої оцінки розрахунками ймовірності виникнення різних втрат. Кожному експертові, що працює окремо, надається перелік можливих ризиків і пропонується їх оцінити. Потім оцінки експертів піддаються аналізу на їхню суперечливість, тобто вони повинні задовольняти наступне правило: максимально припустима різниця між оцінками двох експертів за будь-яким видом ризику не повинна перевищувати 50 %, що дозволяє усунути неприпустимі розходження в оцінках експертами ймовірності реалізації окремого ризику.

Різновидом експертного методу є метод Дельфи. Він характеризується анонімністю й керованим зворотним зв'язком. Анонімність членів комісії забезпечується шляхом позбавлення їх можливості спілкуватися між собою, що не дає їм можливості спільно обговорювати відповіді на поставлені запитання. Мета такого підходу – уникнути «пасток» групового ухвалення рішення і домінування думки лідера. Після обробки всіх оцінок через керований зворотний зв'язок узагальнений результат повідомляється кожному члену комісії. Основна

мета цього – дозволити експертам ознайомитися з оцінками інших членів комісії, не піддаючись тиску через усвідомлення, хто конкретно дав ту або іншу оцінку. Після цього оцінка може бути зроблена знову.

При експертній оцінці ризику велику увагу варто приділяти підбору експертів, тому що саме від правильності їхніх оцінок залежить, яке рішення буде прийнято.

Одним з методів оцінки фінансових ризиків є **економіко-математичне моделювання**. Даний метод припускає графічну побудову варіантів рішень, які можуть бути прийняті. Головне в ньому - правильний вибір моделі, виходячи з конкретної ситуації. Досить перспективною є імітаційне моделювання фінансового ризику підприємства. Майже кожне підприємство має можливість змодельовати свій фінансовий ризик. При економіко-математичному моделюванні вибір критеріїв (цільової функції) і факторів (системи обмежень) пов'язаний із стратегічною метою емітента чи інвестора.

Досить перспективним є **метод соціально-економічного експерименту**, що передбачає проведення окремих експериментів по типових фінансових ситуаціях. До недоліків методу можна віднести нетиповість багатьох фінансових ситуацій, що ускладнює поширення висновків, отриманих у цих експериментах, на конкретні випадки фінансового життя підприємства.

На практиці при оцінці фінансового ризику широко застосовується **метод аналогій**. Метод аналогії використовується в тому випадку, якщо інші методи оцінки ризику неприйнятні. Фахівці, фінансові менеджери на підставі наукових публікацій або практичного досвіду інших підприємств оцінюють імовірність настання визначених подій, одержання бажаного фінансового результату, ступінь фінансового ризику.

На основі методу аналогій будується фінансова стратегія і тактика багатьох підприємств. Однак необхідно враховувати, що кожне підприємство має велику кількість властивих тільки йому особливостей кадрового, сировинного, галузевого характеру.

4. Методи управління фінансовими ризиками

Управління ризиком – це вид діяльності, спрямований на пом'якшення впливу ризику на кінцеві результати діяльності підприємства. Комплексний підхід до управління ризиком дозволяє більш ефективно використовувати ресурси, розподіляти відповідальність, покращувати результати роботи і забезпечувати безпеку від ризику.

Фактори, що впливають на рівень ризику, умовно можна поділити на:

➤ **Об'єктивні** – ті, які безпосередньо не залежать від дій керівництва підприємства, але повинні враховуватися при підготовці і прийнятті рішень. До цієї групи факторів відносяться інфляційні процеси в країні, дії конкурентів, політичні й економічні кризові явища, екологічні вимоги, митні пільги, можливість діяти у вільних економічних зонах, зміни в податковій політиці держави та ін.;

➤ *Суб'єктивні* – ті, які характеризують внутрішні умови функціонування підприємства, зокрема виробничий потенціал, наявність висококваліфікованих працівників і підготовленого управлінського персоналу, організація діяльності підприємства, наявність зв'язків, рівень технології та ін.

Виходячи з цього, **причини, що викликають прийняття ризикованих фінансових рішень на підприємствах**, розділяють на:

➤ *причини зовнішнього походження* – пов'язані з поведінням контрагентів, впливом макроекономічних факторів, природо кліматичними умовами і ринковою ситуацією;

➤ *причини внутрішнього походження* – обумовлені здатністю працівників і системи керування ризикувати, невизначеністю управлінських рішень, організаційними неузгодженостями.

Успішно здійснювати діяльність і досягати поставлених цілей з найменшими витратами суб'єкти фінансового ринку можуть лише проводячи ефективну стратегію поведінки в умовах ризику. Така стратегія полягає у виявленні схильності до ризиків, аналізі ризиків, виборі методів управління ризиком, застосуванні вибраних методів і здійсненні контролю.

До основних методів управління ризиком належать:

- ухилення від ризику;
- зниження рівня ризику;
- поглинання та фінансування ризику;
- передача ризику іншій особі.

Ці методи можна використовувати як незалежно, так і в комплексі.

Метод ухилення від ризику застосовують у тому випадку, коли реалізація певного проекту може призвести до неприйняття для них суб'єкта господарювання наслідків і коли можна відмовитись від реалізації проекту. До способів ухилення від ризику можна віднести припинення операцій з суб'єктами, що знаходяться в країнах з дуже нестабільною економічною та політичною ситуацією або в регіонах з екстремальними погодними умовами. Цей метод є найбільш простим і радикальним. Він дозволяє повністю уникнути можливих витрат і невизначеності, але, з іншого боку, не дозволяє отримати той обсяг прибутку, що пов'язаний з ризиковою діяльністю.

До **методу зниження рівня ризику** належать своєчасне виявлення процесів, що можуть призвести до збитків, обмеження розмірів можливих втрат тощо.

Поглинання ризику може бути як частковим, так і повним. Метод полягає у визнанні втрат і їх прямому чи непрямому фінансуванні за рахунок внутрішніх або зовнішніх джерел. Поглинання ризику, часткове чи повне, завжди є навмисним. Джерелами прямого фінансування є спеціальні фонди чи резерви, які створюються підприємницькими структурами та фінансовими інститутами. До непрямого фінансування належать страхові поліси, придбані даним суб'єктом ринку. Купуючи страховий поліс, підприємство тим самим частково фінансує свої можливі майбутні втрати.

Методом передачі ризику іншим суб'єктам ринку є передача ризику страховим компаніям з допомогою укладання страхового полісу, фінансовим посередникам за допомогою укладання різного роду строкових угод (хеджування), гарантам при укладанні кредитних угод та ін.

При виборі конкретного способу керування ризиком інвестори повинні виходити з наступних принципів:

➤ не можна ризикувати більше, ніж це дає можливість зробити власний капітал;

➤ необхідно визначити максимально можливий розмір збитку за даним ризиком, зіставити його із сумою вкладеного капіталу, з усіма власними ресурсами і визначити, чи не приведе ця втрата до банкрутства інвестора. Співвідношення максимально можливого обсягу збитку і обсягу власних фінансових ресурсів інвестора являє собою ступінь ризику (коефіцієнт ризику).

Оптимальний коефіцієнт ризику складає 0,3, а коефіцієнт ризику, що може привести до банкрутства інвестора – 0,7 і більше.

Способи зниження ступеня фінансового ризику:

➤ **Диверсифікація** – являє собою процес розподілу інвестованих коштів між різними об'єктами вкладення, що безпосередньо не пов'язані між собою. Диверсифікація дає можливість уникнути частини ризику при розподілі капіталу між різними видами діяльності. Інвестиційні ризики знижуються шляхом створення інвестиційного портфеля підприємства. Як правило, в стандартний інвестиційний портфель входять цінні папери, що мають альтернативні цілі: отримання процентів на вкладений капітал (це низьколіквідні й високо ризикові цінні папери, що здатні принести високі проценти при вдалому збігу обставин); зберігання капіталу від інфляції (це більш ліквідні цінні папери, що випущені крупними компаніями або державою, з невеликим ступенем ризику, із заздальгід очікуваними невеликими, але стабільними процентними виплатами); забезпечення приросту капіталу за рахунок росту курсової вартості придбаних акцій (це високоліквідні цінні папери, на яких можна отримати прибуток на перепродажах). При формуванні інвестиційного портфеля таким чином відбувається «усереднення» інвестиційного ризику шляхом диверсифікації;

➤ **Придбання додаткової інформації**. Важливим фактором, що збільшує рівень ризику, є очевидна недооцінка значення інформації. Інвестор іноді приймає рішення, коли результати не визначені і засновані на обмеженій інформації. Природно, що якби в інвестора була повніша інформація, він міг би зробити кращий прогноз і знизити ризик. Це робить інформацію товаром. Інформація є досить коштовним товаром, за який інвестор готовий платити великі гроші, тому інформаційні послуги стали однією із сфер підприємництва. При цьому вартість повної інформації – це різниця між очікуваною вартістю будь-якого проекту, якщо є повна інформація, і очікуваною вартістю, якщо інформація неповна. Таким чином, успішно функціонувати на фінансовому ринку може той суб'єкт господарювання, який не лише враховує зміни, а й діє. Потрібно використовувати нову інформацію для постійного корегування своєї діяльності;

➤ **Лімітування** – це встановлення ліміту (тобто граничних сум витрат) кредиту. Лімітування є важливим засобом зниження ступеня ризику і застосовується банками при видачі позик і при висновку щодо договору на овердрафт; суб'єктами господарювання – при продажі товарів у кредит інвесторами – при визначенні сум вкладення капіталу;

➤ **Страховання** – сутність виражається в тім, що інвестор готовий відмовитися від частини прибутку, щоб заплатити за зниження ступеня ризику. У

разі виникнення страхового випадку відбувається перерозподіл коштів між учасниками створення страхового фонду: відшкодування збитків страхувальнику здійснюється шляхом розподілу втрат на усіх.

Таким чином, нами розглянуто найважливіші методи і шляхи мінімізації фінансового ризику. Вибір конкретного з них залежить від можливостей самого суб'єкта господарювання. Для більш ефективного результату слід використовувати не один метод, а їх сукупність.

5. Майбутня і поточна вартість фінансових інструментів

Для прийняття осмислених інвестиційних рішень часто виникає необхідність проведення порівняльного аналізу ефективності різних напрямків вкладення коштів у ті чи інші фінансові інструменти. Таким аналіз пов'язаний із процесом нарощування вартості грошових ресурсів і процесом дисконтування їхньої вартості.

Вартість визначеної суми грошей – це функція від часу виникнення грошових доходів або витрат. Принцип зміни вартості грошей у часі базується на тім, що сьогодні грошова одиниця коштує більше, ніж у майбутньому часі. Цей принцип діє незалежно від зміни загального рівня цін.

Нарощування – це метод зведення реальної вартості коштів до їхньої вартості в майбутньому періоді, що використовується для оцінки майбутньої вартості інвестицій.

Дисконтування – це метод приведення майбутньої вартості коштів до їхньої вартості в поточному періоді (до реальної вартості грошей).

У такий спосіб розрізняють:

➤ *майбутню вартість* – надходження, що перебуває за межами сьогоднішнього дня;

➤ *поточну вартість* – зведена до сьогоднішнього моменту величина, що буде отримана чи оплачена у визначений момент у майбутньому.

Розрізняють наступні варіанти майбутніх грошових потоків:

1) одиничний грошовий потік – сума, що виплачується одноразово;

2) ануїтет – рівномірні грошові потоки, що регулярно надходять:

➤ звичайний ануїтет – рівномірні грошові потоки, що надходять наприкінці періоду;

➤ серія рівномірних платежів – платежі, що вносяться, виходять через рівні проміжки часу на початку визначеного періоду.

Під час проведення фінансово-економічних розрахунків, пов'язаних з інвестуванням коштів, процеси нарощування і дисконтування вартості можуть здійснюватися як за простими, так і за складними відсотками.

Простий відсоток – це сума, що нараховується за початковою (реальною вартістю) внеску наприкінці одного періоду платежі, що визначається умовами інвестування коштів (місяць, квартал та ін.). розрахунок суми простого відсотка в процесі нарощування внеску такий:

$$J = P * n * Z$$

де J – сума відсотка за період інвестування;
 P – початкова сума внеску (інвестицій);
 n – тривалість інвестування (кількість періодів);
 Z - процентна ставка у відносних величинах.

Складний відсоток — це збільшення інвестиційних капіталів, яке відбувається за рахунок отримання прибутку, який в свою чергу реінвестується. Це означає, що ваш дохід приймає участь в отриманні нових доходів за наступний розрахунковий період. Таким чином, за рахунок того, що ви свій капітал постійно реінвестуєте, ви отримуєте прибуток швидше і в більшому розмірі, ніж від простого депозитного вкладу. Банки визначають термін «складний відсоток», як капіталізацію. У народі «складний відсоток» ще називають як відсотки на відсотки.

Процес нарахування складних відсотків має величезний вплив на результат ваших інвестицій. Коли ваш внесок збільшується за допомогою складних відсотків, це дозволяє отримувати в рази більші суми грошових коштів, ніж у тому випадку, коли ви користуєтеся вкладами під звичайні відсотки.

Приклад. Припустимо, що ви помістили в банк суму в 100 000 грн. Для спрощення розрахунків візьмемо річну відсоткову ставку 10%, і тоді, в кінці звітного періоду, ви повинні отримати 10 000 гривень у вигляді відсотків, а загальна сума ваших накопичень складе 110 000 гривень. І якщо ваш внесок зі складними відсотками, то подальше нарахування відсотків буде відбуватися вже з нової суми. У випадку з простим внеском, подальше накопичення йтиме все з тієї ж суми в 100 000 грн. На наступний рік, розмір вашого вкладу вже буде дорівнювати 121 000 грн., т.я. нарахування йшло від суми в 110 тис. грн. Третій рік принесе вам капітал в 133 100 грн. При простому вкладі на третій рік ви отримаєте тільки 130 тис. грн.

Тема 5. Перенесення ризику: хеджування, страхування і диверсифікація

План

1. Хеджування як метод перенесення ризику: сутність, методи та інструменти.
2. Страхування та особливості страхових контрактів.
3. Диверсифікація як метод зниження ризику від володіння ризиковими активами: сутність та принципи.

Серед чотирьох прийомів управління ризиками (*ухилення від ризику; зниження рівня ризику; поглинання та фінансування ризику; передача ризику іншій особі*), перенесення частини або всього ризику на інших осіб відноситься до тих видів ризику, де фінансова система відіграє найбільш важливу роль. Самий головний метод перенесення ризику – це просто продаж активів, які представляють собою джерело його виникнення. Наприклад, власник будинку піддається, як мінімум, трьом видам ризику: пожежа, стихійне лихо і можливе падіння цін на нерухомість. Продавши будинок, його власник позбавляється від усіх трьох видів ризику.

Уявімо, однак, що ніхто не може або не хоче продавати ризикові активи. В такій ситуації також можна управляти цими видами ризику, тільки іншими способами. Наприклад, якщо домовласник застрахувався від пожежі і стихійного лиха, то він приймає на себе лише ризик падіння цін на нерухомість.

Розрізняють три методи перенесення ризику, які ще називають *трьома схемами перенесення ризику* – це хеджування, страхування і диверсифікація.

1. Хеджування як метод перенесення ризику: сутність, методи та інструменти.

Про хеджування ризику говорять в тих випадках, коли дія, прийнята для зниження ризику понести втрати, одночасно приводить і до неможливості отримати дохід.

Наприклад, якщо фермер продає зерно майбутнього урожаю по фіксованій ціні, бажаючи тим самим уникнути ризику зниження цін, то він тим самим залишає себе можливості отримати додатковий дохід, якщо в момент збору урожаю ціни на зерно підвищаться. В даному випадку фермер хеджує свою схильність до цінового ризику на зерно. Якщо ви підписались на журнал не на рік, а на три, то ви страхуетесь від можливого підвищення цін на підписку, однак не виграте нічого, якщо підписка подешевшає.

Хеджування — один із найбільш ефективних методів мінімізації ризиків, який являє собою систему економічних відносин учасників фінансового ринку, пов'язаних зі зниженням валютних, кредитних та цінових ризиків і досягаються

за рахунок одночасності та протилежного спрямування торгових угод на строковому ринку і ринку реального товару.

Хеджування – це форма страхування вартості товару або прибутку, валютного ризику при здійсненні угод у банківській, страховій, біржовій та комерційній практиці.

Учасники угоди мають можливість застерегтись, знизити ступінь фінансового ризику, пов'язаного з можливою зміною кон'юнктури ринку, попиту чи рівня цін впродовж виконання умов угоди.

Стратегія хеджування відбиває загальний підхід, концепцію управління активами і пасивами, зміст якої визначається як обмеження або мінімізація ризиків.

Цінові ризики пов'язуються з невизначеністю майбутніх цін на фінансові і товарні активи. До фінансових активів відносять валюту, грошові кошти, цінні папери. Під товарами розуміють певні види ресурсів та сировини (нафта, газ, зерно, метали, електроенергія тощо). Ціни на такі групи товарів істотно впливають на загальний стан економіки і зрештою формують вартість продуктів споживання. Хоча зміни цін на сировину безпосередньо не торкаються банківських установ, опосередкований їх вплив через клієнтів та позичальників безперечний. Наприклад, нещодавнє стійке зниження на міжнародних ринках цін на нафту створило великі труднощі не лише для виробників, а й для банків, які працювали з такими позичальниками.

Найзначнішими ціновими ризиками у фінансовій діяльності є ризики зміни відсоткових ставок та обмінних валютних курсів, а також ринковий ризик, пов'язаний зі зміною вартості цінних паперів.

Цінові ризики належать до категорії фінансових ризиків, оскільки пов'язані з імовірними втратами грошових коштів, причому за можливими наслідками та масштабами вони є найвагомішими. Тому іноді під фінансовими ризиками розуміють лише цінові ризики — відсотковий, валютний та ринковий.

Сама сутність фінансового посередництва — до цієї категорії належать насамперед комерційні банки — передбачає одержання доходів від різниці в цінах купівлі та продажу. Коли балансові позиції чутливі до змін відсоткових ставок, валютних курсів та фондових індексів, завдання ефективного управління банком ускладнюється. Мінливість та нестабільність фінансових ринків протягом останніх десятиріч змусили фінансових менеджерів шукати різноманітні способи мінімізації ризиків. У міжнародній банківській практиці найпоширенішим підходом до управління ціновими ризиками є хеджування.

За технікою здійснення хеджування може бути коротким та довгим.

Коротке хеджування - продаж строкових контрактів, а *довге* - купівля строкових контрактів. Техніка довгого хеджування дає можливість уникнення негативних коливань ціни активу. Коротке хеджування сприяє забезпеченню ціни продажу базового активу, який знаходиться у власності продавця.

Інструментами хеджування є інструменти строкового ринку – деривативи – форвардні контракти, опціони, споти та ф'ючерсні контракти.

Деривативи - це стандартний документ, що засвідчує право придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. В міжнародній практиці строкового ринку деривативами є форвардні контракти, ф'ючерсні

контракти, опціони та споти, що і покладено в основу законодавчого регулювання випуску та обігу деривативів в нашій країні.

Операції з деривативами проводяться на строковому ринку. У вертикальному зрізі фінансовий ринок представлений двома сегментами: спотовим і строковим.

На спотовому ринку укладаються угоди, умовами яких передбачається проведення реальної операції (купівлі, продажу, надання кредитів тощо) протягом не більш як двох робочих днів від дати підписання контракту. Інша назва такого ринку — готівковий (касовий). На спотовому ринку угоди укладаються за діючою ринковою ціною.

Якщо період від дати укладення угоди до дати її виконання становить понад два робочі дні, то угоду називають строковою, а ринок — строковим, або форвардним. На практиці зазначений період може сягати кількох років, хоча здебільшого він становить 1-3 місяці. На строковому ринку угоди укладаються за форвардною ціною, яка відбиває очікування щодо майбутніх змін у ціні базового активу. Строковими контрактами передбачається попереднє визначення всіх умов угоди, у тому числі й контрактної ціни, за якою відбудеться реальна операція в майбутньому. Це дозволяє обом учасникам стати незалежними від коливань ринкових цін протягом періоду від дати укладення угоди до дати її виконання.

Ринок строкових контрактів являє собою складний і розвинений організм. Інфраструктура ринку включає провідні біржі світу, міжнародні системи позабіржової торгівлі на базі електронних засобів зв'язку та широкий спектр організацій, які виконують брокерські й дилерські функції.

Найактивнішими й безпосередніми учасниками строкового фінансового ринку є комерційні банки, що здійснюють операції як з власними коштами, так і з коштами клієнтів за їхнім дорученням.

Операції з деривативами проводяться з метою як хеджування цінових ризиків, так і одержання прибутків спекулятивного характеру (за рахунок сприятливих цінових змін).

Залежно від мети, з якою здійснюється операція на строковому ринку, усіх учасників можна поділити на дві групи: *хеджерів* і *торгівців (спекулянтів)*.

Хеджер — це фізична чи юридична особа, яка має балансову позицію і проводить операції з деривативами аби хеджувати ризик за цією позицією. Сутність операції хеджування полягає в перенесенні цінових ризиків з хеджера на іншого учасника ринку. Хеджери зацікавлені в кінцевому результаті як сумі прибутків і втрат за балансовою та позабалансовою позиціями.

Торгівці, навпаки, розраховують лише на одержання прибутку від різниці між ціною купівлі та продажу деривативів. Сподіваючись на отримання спекулятивних прибутків, торговці беруть на себе ризик хеджерів.

Для ефективної роботи ринку необхідні і хеджери і торговці, які забезпечують йому високу ліквідність.

На міжнародних фінансових ринках існує багато потенційних **хеджерів**:

➤ **дилери з торгівлі державними цінними паперами та іноземною валютою**, які захищаються від зниження дохідності та валютних курсів;

➤ **інвестиційні банки**, які використовують строковий ринок для продажу більшої кількості короткострокових активів, ніж це можна зробити на готівковому ринку;

- **експортери та імпортери** для захисту майбутніх платежів від зміни валютних курсів;
- **корпорації** для фіксації відсоткової ставки за залученими або розміщеними коштами;
- **компанії**, які здійснюють операції із власністю, при випуску конвертованих акцій захищаються від можливого зростання відсоткових ставок до завершення випуску та розміщення;
- **пенсійні фонди** захищають дохід від інвестицій в першокласні цінні папери та казначейські зобов'язання;
- **банки**, які захищаються від зниження кредитних відсоткових ставок та підвищення депозитних ставок у майбутньому;
- **інвестиційні фонди** захищають номінальну вартість фінансових активів, якими вони володіють, або фіксують ціни на ті фінансові інструменти, які заплановано купити в майбутньому.

При визначенні механізму хеджування значний інтерес викликає вибір оптимальних інструментів хеджування. При вирішенні цього питання правильніше виходити з головної мети користування обраним інструментом та враховувати вплив факторів, що впливають на вибір механізму хеджування.

Фактори, що впливають на вибір механізму хеджування:

1) **Мотиви хеджерів.** Мотиви хеджерів можуть істотно відрізнятися. Частина їх вважає за краще цілком хеджувати касову позицію від будь-якого ризику і тому підтримує строкову позицію протягом всього строку дії касової позиції. Інші ж вдаються до допомоги строкових контрактів лише у разі очікування сильних коливань ринку, що спричиняються зовнішніми причинами. У подібних випадках період дії строкової позиції виявляється значно меншим, ніж у касової позиції, та після стабілізації ситуації на ринку строкові позиції ліквідуються.

2) **Вид ризику.** Щодо врахування виду ризику, то лише знаючи джерело походження і вид ризику, який виник від використання активу, можна вирішувати питання про відповідні цьому ризику методи та інструменти страхування.

3) **Особливості хеджованого активу.**

4) **Оцінка товарних позицій, ретельний аналіз діяльності, порядку розрахунків та ціноутворення**, що дасть можливість виявити, на яких етапах виникають ризики, ступінь їх можливого негативного впливу на кінцеві результати діяльності.

5) **Врахування ліквідності вибраного інструменту**, тобто слід вибирати інструмент не тільки зручний для хеджування, а й достатньо ліквідний відповідно до поточних ринкових умов.

До методів хеджування належать:

- 1) структурне балансування;
- 2) управління розривом між чутливими активами та зобов'язаннями;
- 3) управління середньозваженим строком погашення (дюрація);
- 4) укладення форвардних та ф'ючерсних угод з метою створення компенсуючої позиції;
- 5) проведення операцій страхування за допомогою опціонів;

б) обмін платежами згідно з балансовими характеристиками учасників угоди (своп-контракти).

У цілому процес хеджування дозволяє відчутно зменшити або повністю усунути ризик. Теоретично хеджування слугує імунітетом для банківського балансу, захищаючи від непередбачених цінових змін на ринку. Хеджування є способом стабілізації ринкової вартості банківської установи. Але оскільки між ризиком і прибутком існує пряма залежність, то низький рівень ризику означає обмеження можливостей одержання прибутку. Отже, недолік хеджування полягає в тому, що воно не дає змоги хеджеру використати сприятливий розвиток кон'юнктури ринку.

Тому менеджери банку можуть хеджувати не всі балансові позиції, а лише певну їх частину. Створення захисту від цінових ризиків для всього банківського балансу називається повним, або макрохеджуванням, а проведення операцій, які хеджують окремі активні, пасивні чи позабалансові позиції, — частковим або мікрохеджуванням.

Стратегія хеджування стабілізує прибуток за мінімального рівня ризику і надає можливість одержати однакові результати незалежно від мінливості фінансових ринків. Вибір стратегії залежить від багатьох чинників, і насамперед — від схильності банку до ризику.

Проте не завжди вибір стратегії управління ризиками є внутрішньою справою. Деякі банки можуть не дозволити своїм клієнтам спекулювати. При наданні послуг клієнтові банк має право наполягати на хеджуванні, оскільки ризики, на які наражається клієнт, можуть призвести до збитків самого банку. У деяких країнах органи банківського нагляду забороняють комерційним банкам проведення операцій спекулятивного характеру. А іноді керівництво банку самостійно обмежує рівень допустимого ризику встановленням лімітів.

Хеджування привело до появи компаній, які називаються *хедж фонди*.

2. Страхування та особливості страхових контрактів

Страхування передбачає виплату страхового внеску і страхової премії (ціни, яку ви платите за страховку) з метою уникнути збитків. Купуючи страховий поліс, ви погоджуєтесь піти на гарантовані витрати (страховий внесок, який виплачується за поліс) в обмін на вірогідність понести набагато більший збиток, пов'язаний з відсутністю страховки.

Наприклад, у випадку купівлі автомобіля ви майже напевне придбаєте один із видів страховки від нещасного випадку, угону або нанесення пошкоджень, які можуть бути спричинені вам або оточуючим у випадку аварії. Сьогодні страховий внесок може коштувати 1000 дол. США. Сплативши його, ви на один рік страхуєтесь від можливого ущербу, який може бути понесений у випадку непередбачених обставин. Гарантовані витрати на суму 1000 дол. США замінюють вірогідність набагато більших витрат, які можуть сягнути і сотень тисяч доларів.

Страховання — це форма ризик-менеджменту, що використовується для хеджування проти ризику фінансових втрат. Це справедлива передача ризику потенційної втрати від однієї сторони до іншої за відповідну сплату.

Існують два **види страхування**:

1. Обов'язкове публічно-правове страхування, організація якого зосереджена в руках публічно-правових, а подекуди й державних страхових організацій (усе соціальне страхування, а в деяких країнах також страхування будівель від вогню тощо);

2. Приватне страхування, яким опікуються акціонерні товариства й товариства взаємного страхування (страхування майна, життя та ін.) на базі приватної угоди між застрахованим і страховою компанією, якій застрахований зобов'язаний виплачувати встановлені угодою внески, а страховик при виникненні зазначеного у договорі випадку відшкодувати застрахованому втрату або виплатити обумовлену договором суму.

З уваги на те, що страховий ризик не можна передбачити, страховальні організації повинні створити відповідні резерви, встановлюючи належну висоту внесків. Вони перетворюються часто на великі фінансові підприємства.

Роль страхування в управлінні ризиком визначена компенсаційної природою страхових відносин, полягає у відшкодуванні збитків від несприятливих випадків і тим самим на відновлення постраждалих об'єктів, що забезпечує страховий захист фізичних і юридичних осіб, а також безперервність відтворення на мікро - та макрорівнях.

Між хеджуванням і страхуванням існують фундаментальні відмінності. У випадку хеджування ви усуваєте ризик понести втрати, відмовившись від можливості отримати дохід. У випадку страхування ви сплачуєте страховий внесок, усуваючи тим самим ризик понести втрати, але зберігаєте можливість отримати дохід.

Приклад. Уявімо, наприклад, що ви володієте фірмою, яка займається експортно-імпортними операціями. Вам відомо, що через місяць ви отримаєте 100 тис. дол. США. Зараз один долар коштує 26,00 грн., однак яким буде курс через місяць, ви не знаєте. Відповідно, для вас існує курсовий ризик. Для усунення цього ризику можна використовувати і хеджування, і страхування.

Хеджування передбачає, що ви зараз заключаєте контракт на продаж 100 тис. дол. по фіксованій ціні (наприклад, 26,00 грн.) в кінці місяця. Укладання контракту, який захищає вас від падіння курсу долара, нічого вам не коштує, але ви втрачаєте можливість отримати дохід, якщо на протязі місяця курс долара не знизиться, а підвищиться.

Другий варіант: ви можете застрахуватись від зниження курсу долара, сплативши зараз страховий внесок за опціон «пут», який дає вам право (але не обов'язок!) продати ваші 100 тис. дол. США по ціні 26,00 грн. на протязі місяця. Якщо курс долара упаде нижче 26,00 грн., ви не понесете збитки, тому що на протязі місяця ви можете використати свій опціон «пут» і продати долари по 26,00 грн. а якщо курс долара підвищиться, ви зможете продати свої 100 тис. дол. США по більш високому курсу і отримати, таким чином, додатковий дохід.

Опціон «пут» – це різновид цінних паперів, який дає своєму власнику право продати деякі активи за фіксовану ціну, що називається ціною виконання опціону, в певний визначений строк або до нього.

Страховий контракт — це письмова угода між страхувальником і страховиком, в силу якого страховик зобов'язується при настанні страхової події виплатити страхову суму страхувальнику або іншій особі, на користь якого складено угода страхування, а страхувальник зобов'язується оплатити страхові внески у встановлений термін.

Страховий контракт може відображати й інші умови, що визначаються за згодою сторін, і повинен відповідати основним умовам дії угоди, передбаченим цивільним законодавством України.

Зокрема до найбільш істотних **умов страхового контракту** можна віднести:

1. Визначення події, що загрожує майновим інтересам особи, розглянутого сторонами у випадку страхової події як застрахованого. Подія, на випадок якого проводиться страхування, повинне мати ознаки вірогідності і випадковості. Вірогідність передбачає відсутність неминучості настання обговореного в угода події, а також реальність його настання, у зв'язку з чим ризик несення неприємних наслідків буде покладений на страховика. Випадковість означає неможливість передбачити настання події, незалежність події від бажання сторін. Незалежність визначається не в зв'язку з походженням події, а стосовно характеру наслідків, що проявилися, відвести настання яких ні страховик, ні застрахований не в змозі;

2. Об'єктом якого-небудь угоди страхування є визначеного роду майновий інтерес, характер якого служить причиною для віднесення того чи іншого угоди страхування до особистого, майнового або страхування відповідальності;

3. До числа істотних умов угоди страхування відноситься *страхова сума*, що являє собою грошову суму, виходячи з якої встановлюються розміри страхового внеску і страхової виплати. Фактично страхова сума дозволяє зробити страхову оцінку майнового інтересу, встановлюється верхня межа відповідальності страховика при настанні страхової події. Страховий внесок підкреслює характер відшкодування страхового угоди і являє собою плату за передачу ризику за інтересом, розмір якого визначається ступенем небезпеки, що загрожує майновим інтересам страхувальника і величиною страхової суми;

4. Термін сплати і розмір страхового внеску також відноситься до числа істотних умов угоди страхування;

5. Термін початку дії угоди страхування і його припинення. Угода страхування крім загальних умов, що визначають його правовий захист, повинен також ґрунтуватися на сумлінності і повній довірі сторін.

Страховий контракт в процесі своєї реалізації проходить чотири основних етапи:

1. Подання страхувальником заяви про прийняття об'єкта на страхування.
2. Вирішення страховиком питання щодо прийняття даного об'єкту на страхування (андеррайтинг).
3. Укладення договору страхування (видача страхового полісу).
4. Відшкодування збитків за договором страхування або виплата страхової суми (при особистому страхуванні).

3. Диверсифікація як метод зниження ризику від володіння ризиковими активами: сутність та форми

Одним з найпростіших і досить ефективних засобів сучасної теорії портфеля є метод диверсифікації (урізноманітнення).

Диверсифікація — це стратегія зниження ступеня ризику шляхом розподілу інвестицій чи інших ресурсів між декількома напрямками діяльності. Так, інвестор не повинен вкладати свої грошові засоби у цінні папери одного виду, оскільки у такому разі він приречений або на низьку ефективність (прибутковість), або на високий рівень ризику. А тому необхідна диверсифікація вкладень — формування портфеля цінних паперів декількох видів (державні облигації, прості та привілейовані акції, облигації корпорацій, векселі, контракти, опціони, ф'ючерси, варанти, свопи тощо). Розумна диверсифікація, науковим фундаментом якої є теорія портфеля, — один з ефективних способів зниження ступеня ризику.

Вузькоспеціалізовані фірми вирізняються, з одного боку, чітким ритмом виробництва, порівняно високою рентабельністю, а з іншого — низькими адаптивністю, еластичністю та маневреністю у разі змін економічного середовища (коливань попиту та цін на сировину, кінцеву продукцію тощо). Це ще раз підтверджує, що, зокрема, на ринку цінних паперів інвестор не повинен вкладати гроші у цінні папери тільки одного виду (однієї фірми).

Таким чином, досвідчений інвестор є власником цінних паперів декількох видів. Сукупність цінних паперів, що належать одному інвестору, складає його портфель цінних паперів. Під структурою портфеля цінних паперів розуміють співвідношення часток інвестицій в цінні папери різних видів, що визначаються інвестором. Головна ціль формування портфеля — це досягнення оптимального співвідношення між ризиком і прибутком.

Диверсифікація дозволяє знижувати окремі види фінансових ризиків: кредитний, депозитний, інвестиційний, валютний.

Диверсифікація виражається у володінні багатьма ризиковими активами, замість концентрації всіх капіталовкладень лише в одному із них. Тому диверсифікація обмежує вашу вразливість до ризику, пов'язаного з одним-єдиним видом активів.

Приклад. Розглянемо диверсифікацію ризиків у сфері бізнесу. Уявімо, що ви схильєтесь до того, щоб вкласти 100 тис. дол. США у біотехнології, оскільки вважаєте, що поява нових препаратів, заснованих на генній інженерії, пов'язана із можливістю отримати великий дохід на протязі найближчих наступних років. Якщо ви вкложите 100 тис. дол. виключно в одну із компаній, яка розробляє новий препарат, то ваші інвестиції в біотехнології концентруються, а не диверсифікуються.

Диверсифікація вкладень може бути виконана індивідуальним інвестором як на фондовому ринку (самостійно або за допомогою фінансових посередників), так і шляхом прямих інвестицій.

Ось як ви можете диверсифікувати свої інвестиції в біотехнології:

- Інвестувати в декілька компаній, кожна з яких виробляє лише один новий препарат;
- Інвестувати в одну компанію, яка виготовляє багато різних препаратів;
- Інвестувати у взаємний фонд, який володіє акціями багатьох компаній, що випускають нові препарати.

Тепер проілюструємо, як диверсифікація зменшує ваш ризик. Для цього порівняємо дві ситуації: в першій ви вклали 100 тис. дол. США у розробку одного нового препарату, в другій – по 50 тис. дол. США у розробку двох різних препаратів. Уявімо, що в обох ситуаціях у разі успіху ви отримуєте в 4 рази більше, ніж ви вклали, а у випадку невдачі ви втрачаєте всю інвестовану суму. Тоді, вклавши 100 тис. дол. США у розробку єдиного препарату, ви отримаєте або 400 тис. дол. США, або взагалі нічого.

Якщо ви диверсифікували свої вкладення, інвестувавши по 50 тис. дол. США в два препарати, то результат, в принципі, не відрізняється від першої ситуації, - або ви отримуєте 400 тис. дол. США, або ж взагалі нічого (якщо невдача спіткає розробників обох препаратів). Однак тут існує певна, допустимо, середня, вірогідність того, що невдалим буде один препарат, у другому випадку ви все ж доб'єтесь успіху. В такому разі ви отримаєте 200 тис. дол. США (іншими словами, сума в 50 тис. дол. США, яку ви вклали в успішний препарат, збільшиться в 4 рази, а гроші, інвестовані в другий препарат, будуть втрачені).

Диверсифікація не зменшує вашого ризику, якщо обидва препарати, в які ви вклали гроші, або разом досягнуть успіху, або разом зазнають невдачі. Іншими словами, якщо в ситуації с двома препаратами немає ніяких шансів, що один препарат буде вдалим, а інший ні, то для вас з точки зору ризику не буде ніякої різниці, вкласти всі 100 тис. дол. США в один препарат чи розподілити цю суму між двома. Тоді існує лиш два можливих варіанта подій – або ви отримаєте 400 тис. дол. США (від розробки успішного препарату), або втрачаєте всю вкладену суму (оскільки обидва препарати виявляться невдалими). В даному випадку говорять, що ризики комерційного успіху для кожного із препаратів абсолютно корелюють один з одним. Для того, щоб диверсифікація зменшила ваш ризик, ці два ризики не повинні повністю корелювати один з одним.

Диверсифікація може покращити благополуччя домогосподарства, зменшивши небезпеку будь-якої ризикової угоди, які трапляються в кожній сім'ї. Однак диверсифікація сама по собі не зменшує загальної невизначеності розвитку подій. Іншими словами, якщо щороку створюється 1000 нових препаратів, то сукупна невизначеність стосовно того, скільки з них стануть комерційно вигідними, не залежить від того, в якому степені сумніваються в успіху препаратів акціонери фармацевтичних компаній. Однак диверсифікація зменшує несприятливий вплив невизначеності на достаток сім'ї.

При порівнянні розмірів прибутку, отриманого інвесторами с диверсифікованими вкладеннями, і тими, хто цього не робив, з'ясовується, що найбільш крупні доходи отримали представники другої групи. Однак серед них і більше всього тих, хто поніс найбільш значні втрати. Якщо ви диверсифікуєте інвестиції, то ваші шанси потрапити в обидві групи значно знижуються.

Давайте зупинимось на цьому пункті. Повернемося до нашого прикладу з інвестуванням у розробку нових медичних препаратів. На вкладення у кожен

успішний препарат ви отримуєте чотирьохкратне збільшення початкової суми; але якщо препарат виявився невдалим, ви втрачаєте все. Значить, якщо ви сконцентрували свої інвестиції (100 тис. дол. США) на одному-єдиному препараті, то ви або отримаєте 400 тис. дол. США, або не отримаєте нічого.

Розглянемо двох інвесторів, кожен із яких інвестував по 100 тис. дол. в один препарат. Перший інвестор вкладає гроші у препарат А, другий інвестор – у препарат В. третій же інвестор вкладає половину суми в препарат А, а половину – в препарат В. Третій же інвестор вкладає половину суми в препарат А, а половину – в препарат В.

Уявімо, що препарат А виявляється успішним, а препарат В – ні. В такому випадку перший інвестор отримує 400 тис. дол. США. Цілком можливо, що таке збільшення капіталу забезпечить йому славу «геніального провидця». Другого інвестора, звичайно, назвуть «дурником» за те, що він настільки невдало вклав свій капітал і втратив його. А тепер уявімо, що розробка препарату А провалилась, однак успіх препарату В перевершив всі сподівання. Тоді і перший, і другий інвестори поміняються місцями. А третій інвестор, прихильник диверсифікації, при будь-яких розкладах отримає по 200 тис. дол. США і, таким чином, доб'ється «середніх» результатів.

Звичайно ж, кожному хочеться зірвати найбільший куш. Однак для цього доводиться приймати рішення, результатом якого буде або великий дохід, або великі збитки. Можливо, краще вибрати все таки середній варіант.

Такий підхід здається очевидним, і, тим не менше, люди часто його ігнорують.

Нечасто можна зустріти в пресі історії про інвесторів, які понесли великі збитки і яких зображали б як дурників по тій причині, що вони не вибрали акції, які принесли б їм максимальний дохід. Тут більш прийнятною буде критика за те, що вони не диверсифікували свої вклади.

Форми диверсифікації:

➤ **Диверсифікація фінансової діяльності підприємства** – передбачає використання альтернативних можливостей одержання доходу від різноманітних фінансових операцій, безпосередньо не пов'язаних одна з одною. Якщо в результаті непередбачуваних подій одна з фінансових операцій виявиться збитковою, інші операції будуть приносити прибуток;

➤ **Диверсифікація портфеля цінних паперів** – дозволяє знижувати інвестиційні ризики, не зменшуючи при цьому рівень доходності інвестиційного портфеля;

➤ **Диверсифікація програми реального інвестування.** У частині формування реального інвестиційного портфеля підприємствам рекомендується віддавати перевагу програмам реалізації декількох проектів відносно невеликої капіталомісткості перед програмами, які складаються з єдиного великого інвестиційного проекту;

➤ **Диверсифікація покупців продукції** (робіт, послуг) підприємства спрямована на зниження кредитного ризику, що виникає при комерційному кредитуванні;

➤ **Диверсифікація депозитних вкладів підприємства** – передбачає розміщення великих сум тимчасово вільних грошових коштів з метою отримання прибутку в декількох банках. Зазвичай умови розміщення грошових активів у

різних банках істотно не відрізняються, тому при диверсифікації депозитних вкладів знижується рівень депозитного ризику, але рівень доходності депозитного портфеля при цьому не знижується;

➤ **Диверсифікація валютної корзини підприємства** – передбачає вибір кількох видів валют у процесі здійснення підприємством зовнішньоекономічних операцій, що дає можливість мінімізувати валютні ризики;

➤ **Диверсифікація фінансового ринку** – передбачає організацію роботи одночасно у декількох сегментах фінансового ринку. Невдача в одному з них може бути компенсована успіхами на інших.

Тема 6. Вартісна оцінка фінансових активів

План

1. *Принципи та методи оцінки вартості активів. Максимізація вартості активів і прийняття фінансових рішень.*
2. *Методи оцінки активів з фіксованим доходом.*
3. *Оцінка вартості акцій: дисконтування дивідендів.*

1. Принципи та методи оцінки вартості активів. Максимізація вартості активів і прийняття фінансових рішень

Прийняття багатьох фінансових рішень спирається на те, якою є реальна вартість активів, що є у розпорядженні. Наприклад, при вирішенні питання, чи варто інвестувати засоби в придбання цінних паперів (акцій, облігацій) чи краще вкласти їх в який-небудь реальний бізнес, необхідно співставити майбутні затрати в рамках усіх доступних інвестиційних можливостей. В додаток до питань, пов'язаних з прийняттям інвестиційних рішень, існує безліч інших ситуацій, в яких необхідно визначити вартість активів. Уявімо, наприклад, що в цілях визначення величини податку на нерухомість місцевий фінансовий інспектор оцінив вартість вашого будинку у 200 тис. дол. США. Ця ціна являється низькою чи високою? Або уявімо, що ви або ваші родичі отримали у спадщину деяку власність і вирішили розділити її порівну. Яким чином слід оцінити її реальну вартість?

Визначенню реальної вартості активів належить друге місце серед трьох основних аналітичних «стовпів», на яких опирається фінансова теорія (два інші – це вартість грошей в часі і управління ризиком).

Оцінка активів – це основоположний фактор при прийнятті багатьох фінансових рішень. Для сфери бізнесу апріорі вважається, що однієї із основних задач менеджменту являється максимізація вартості капіталу корпорації (що призведе до збільшення благополуччя акціонерів). Так само і для домогосподарств багато фінансових питань можуть бути вирішені на основі вибору такого альтернативного рішення, яке приведе до збільшення вартості їх майна.

Під **комплексним оцінюванням фінансового активу** розуміють визначення його основних характеристик — ліквідності, ризикованості, дохідності тощо. Оцінюванню насамперед підлягають ринкова вартість активу та реальна ставка доходу, яку він забезпечує інвестору, або необхідна ставка доходу, яку фінансовий актив має забезпечити інвестору відповідно до його ризикованості та ліквідності.

Оцінювання фінансових активів здійснюється як на первинному, так і на вторинному фінансовому ринках.

На первинному ринку воно полягає у встановленні такої ставки доходу за фінансовим активом, яка б відповідала ступеню його ризиковості, ринковим процентним ставкам, кредитному рейтингу емітента.

На вторинному ринку — це переоцінка фінансового активу, коригування його ринкової ціни так, щоб фінансовий актив певного рівня ризику забезпечував відповідний рівень доходу.

У процесі оцінювання фінансових активів учасники ринку визначають так звану *внутрішню*, або *дійсну вартість активу*, яка певною мірою є оцінкою його поточної ринкової вартості. Порівнюючи внутрішню вартість з поточною ринковою ціною, учасники ринку приймають рішення щодо інвестування коштів у фінансовий актив.

Внутрішня вартість будь-якого фінансового активу може бути визначена як теперішня вартість очікуваних грошових потоків за активом, дисконтованих за процентною ставкою, що визначається ступенем ризику даного фінансового активу та поточними ринковими процентними ставками.

Внутрішня вартість може бути як більшою, так і меншою поточної ринкової вартості, що встановлюється на ринку в результаті зрівноваження попиту і пропозиції на даний актив. Те, наскільки добре вона буде відображати поточну ринкову вартість, залежить від вибору ставки дисконтування та точності визначення очікуваних грошових потоків за конкретним фінансовим активом.

У цілому *оцінювання внутрішньої вартості активу складається з трьох етапів:*

1) обчислення визначеного або оцінювання невизначеного очікуваного грошового потоку та оцінювання ймовірності отримання цього грошового потоку інвестором;

2) визначення процентної ставки для дисконтування очікуваного грошового потоку;

3) безпосереднє обчислення теперішньої вартості грошового потоку з використанням величини грошового потоку та процентної ставки.

Очікувані грошові потоки за фінансовим активом можуть бути більш або менш визначені як за величиною, так і за терміном надходження. Тому оцінювання очікуваних грошових потоків за активом полягає в обчисленні визначених або оцінюванні невизначених грошових потоків. В останньому випадку оцінюється не тільки величина очікуваного грошового потоку, а і ймовірність його надходження.

До фінансових активів з чітко визначеним майбутнім грошовим потоком належать облігації, для яких визначаються величина і моменти процентних виплат, а також сума та термін погашення. У цьому разі залишається тільки проблема оцінювання ймовірності отримання грошового потоку. Для державних облігацій ця ймовірність дуже висока, а якщо це облігації підприємства, можуть виникнути проблеми своєчасної виплати доходу, загроза банкрутства підприємства тощо. Незважаючи на це, очікуваний грошовий потік для облігацій є практично завжди більш визначеною величиною, ніж майбутній дохід від акцій. Дійсно, майбутні дивідендні виплати залежать і від отриманого корпорацією доходу, і від політики, що проводиться менеджментом корпорації, і від ринкової вартості активів корпорації, яка з часом може суттєво змінитись. Досить невизначеною може бути також майбутня ціна продажу фінансового активу на ринку у випадку, коли інвестор вирішить продати актив, що йому належить.

Для того щоб визначити процентну ставку для дисконтування, треба розуміти, що ця ставка є сумою двох складових — безпечної або безризикової

процентної ставки та ставки, що являє собою премію за ризик інвестування в цей актив.

Безпечна процентна ставка на розвинених фінансових ринках дорівнює процентній ставці за короткостроковими (до 3 місяців) державними борговими зобов'язаннями. В Україні при визначенні безпечної ставки враховують ставку рефінансування НБУ, ставки за депозитними вкладками тощо. Щодо премії за ризик, то тут важливо врахувати основні види ризиків (кредитні, валютні, економічні), характерні для цього активу, та правильно оцінити їх величину.

Якщо фінансовий актив є борговим зобов'язанням, ставка дисконтування визначається на основі існуючих процентних ставок за подібними зобов'язаннями і відображає очікувану дохідність фінансового активу.

Механізм оцінювання акцій відрізняється від механізму оцінювання інших фінансових активів, оскільки акції є безстроковими інструментами власності, дохідність яких залежить від багатьох чинників, які пов'язані не тільки з поточним фінансовим становищем корпорації, а й з очікуваними в майбутньому змінами в її діяльності. Ринкову вартість акцій конкретної корпорації насамперед формують чинники, безпосередньо пов'язані з діяльністю корпорації та з очікуваннями учасників ринку щодо перспектив її розвитку.

До основних чинників, які визначають ринкову вартість та дохідність акції, належать:

- ефективність фінансово-господарської діяльності корпорації;
- конкурентна позиція на ринку, дивідендна політика, яку проводить;
- менеджмент корпорації, стан галузі, в якій працює корпорація, стан економіки в цілому тощо.

Крім визначення внутрішньої вартості акції за наведеним вище алгоритмом, існує ще кілька методів оцінювання поточної ринкової вартості акцій:

- 1) **Метод "дійсної вартості акції"** ґрунтується на аналізі співвідношення поточної ринкової ціни акції до величини прибутку корпорації, що припадає на одну акцію.
- 2) **Метод "ринкової оцінки активів"** передбачає проведення оцінювання активів корпорації з метою уточнення дійсної вартості акції. Цей метод, як правило, використовують у разі злиття та придбання корпорацій.
- 3) **Метод, що базується на моделі оцінювання капітальних активів (МОКА)**. Він дає змогу оцінити очікувану дохідність акцій на основі безризикових ринкових процентних ставок та ризику, що властивий конкретній акції.

2. Методи оцінки активів з фіксованим доходом

Розглянемо оцінку цінних паперів з фіксованим доходом та інших фінансових інструментів із заздалегідь відомими потоками майбутніх платежів. Прикладами подібних активів можуть служити такі цінні папери з фіксованим доходом, як облігації. Такі цінні папери і договори дуже важливі для домогосподарств, оскільки саме вони являються основним джерелом доходів для фінансування покупки власних будинків і придбання споживчих товарів довготривалого користування. Вони також представляють велику цінність як для приватних фірм, так і правління в якості надійних джерел грошових засобів.

Наявність моделі оцінки таких активів дуже важливе, по крайній мірі, з двох причин. Перша полягає в тому, що сторонам, які заключають фінансовий контракт, необхідно з самого початку мати взаємоузгоджену процедуру оцінки його умов. Друга причина пов'язана з тим, що цінні папери з фіксованим доходом часто продаються до настання терміну їх погашення. У зв'язку з тим, що на їх вартість впливає ринкова ситуація, а саме зміни процентних ставок с плином часу, покупцям і продавцям необхідно кожного разу здійснювати переоцінку даних фінансових активів.

У моделі вартісної оцінки активів для визначення їх вартості використовуються спеціальні формули, в які вводиться ринкова інформація про ціни на порівнянні активи і процентні ставки.

1. Розрахунок чистої приведеної вартості з використанням безризикової процентної ставки як ставки дисконтування.

Приклад. Покупець придбав цінний папір з фіксованим доходом. Протягом наступних трьох років щорічно за цим цінним папером повинні виплачувати 100 гр. од. Необхідно визначити вартість цього трирічного фінансового контракту типу анuitету, якщо відомо, що відповідна дисконтна ставка складає 6% у рік. Для цього використовується формула розрахунку приведеної вартості звичайного анuitету, що дорівнює 1 гр. од. для л-періодів, при процентній ставці ставці:

$$PV = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

Розрахуємо приведену вартість (PV):

n	i	PV	FV	PMT	Результат
3	6	?	0	100	PV = 267,3

У даному розрахунку FV-майбутня вартість, PMT- клавіша фінансового калькулятора, призначена для введення значень періодичних платежів, у більшості моделей позначена PM7" (скорочення від payment).

Припустимо, що через годину після купівлі цього цінного папера вам необхідно його продати. Проте за цей час безризикова процентна ставка піднялася з 6 % до 7 % у рік. Скільки тепер можна одержати за нього?

Змінився рівень процентних ставок, проте очікувані грошові надходження від інвестицій у даний цінний папір залишилися незмінними. За умови збереження інвестору 7 % доходності в рік ціна даного активу повинна знизитися. Зниження відбудеться до величини приведеної вартості грошових потоків, дисконтованих за 7 % ставкою.

n	i	PV	FV	PMT	Результат
3	7	?	0	100	PV = 262,43

Цінний папір з фіксованим доходом і щорічною виплатою за ним 100 гр. од. протягом наступних трьох років має приведену вартість 262,43 гр. од. Це означає, що при підвищенні ринкових процентних ставок курс будь-яких цінних паперів з фіксованим доходом буде знижуватися. Інакше інвестори не придбають такі цінні

папери, якщо вони не забезпечать їм рівень доходності, що відповідає новим ринковим умовам.

Таким чином, підвищення процентної ставки на 1 % призводить до падіння курсу цінного папера на 4.87 гр. од. (267,30 -262,43).

Висновок. Зміна ринкових процентних ставок призводить до зміни в протилежному напрямку ринкових цін усіх наявних фінансових контрактів з фіксованими надходженнями платежів.

2. Метод дисконтування Cash-flow (метод розрахунку внутрішньої вартості інвестиції).

Відповідні інвестиційні рішення приймаються на основі порівняння абсолютних величин: теперішньої вартості вхідних і вихідних грошових потоків, які є наслідком інвестиційних вкладень. При цьому ставка дисконтування, яка застосовується при розрахунках теперішньої вартості, є заданою і відповідає ставці доходності за можливими альтернативними вкладеннями.

Доцільність фінансових інвестицій в окремі об'єкти визначається шляхом приведення до теперішньої вартості очікуваних чистих грошових потоків (Cash-flow) від здійснення інвестицій та зіставлення сумарної величини цих потоків із собівартістю інвестицій (грошових виплат на придбання інвестиції). Вартість інвестиції визначається за таким алгоритмом:

$$C_0 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - E_0$$

де C_0 — вартість інвестиції;

CF — чистий грошовий потік (Cash-flow) від здійснення інвестиції;

E_0 — собівартість інвестиції;

r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = p/100$ %);

p — ставка дисконтування; складається з двох компонентів: фіксованої ставки за безризиковими вкладеннями та середньоринкової премії за ризик;

n — період, протягом якого кошти вкладаються у фінансові інвестиції (кількість інтервалів, за які нараховуються доходи).

Якщо керуватися критерієм прибутковості, рішення щодо інвестиційних вкладень може бути прийняте, якщо вартість інвестиції є не менше нуля ($C_0 > 0$). У такому разі рентабельність фінансових інвестицій дорівнюватиме або перевищуватиме ставку рентабельності за альтернативними вкладеннями на ринку. У разі наявності багатьох альтернативних вкладень перевага віддається тому фінансовому інструменту, вартість якого є найвищою.

Охарактеризований метод оцінки інвестицій є універсальним і може використовуватися як для оцінки фінансових, так і реальних інвестицій. Разом з тим його застосування є проблематичним у разі ускладнень із прогнозуванням майбутніх грошових потоків від інвестицій та у разі невизначеності строків, на які вкладаються кошти. За наявності інфляційних очікувань наведені розрахунки слід скоригувати на прогнозний рівень інфляції, зокрема номінальну ставку доходності в плановому періоді слід привести до реальної (з урахуванням індексу інфляції).

3. Метод ефективної ставки процента. Розрахунок ефективної ставки процента здійснюється як при оцінці доцільності інвестицій, та і при визначенні

їх вартості для відображення у фінансовому обліку. При цьому застосовують різні концепції розрахунку ефективної ставки.

Ефективна ставка процента за фінансовими інвестиціями — це реальна ставка дохідності (рентабельність) інвестиційних вкладень за визначений період. Цей показник характеризує рентабельність інвестиційних вкладень, розраховується як відношення річного процента за вкладеннями (скоригованого на середньорічну суму дисконту (+) чи премії (-) до величини вкладень (собівартості інвестицій).

Метод ефективної ставки процента застосовується для оцінки фінансових вкладень з фіксованою ставкою дохідності (облігації, привілейовані акції, депозитні сертифікати тощо). При цьому може використовуватися як статичний, так і динамічний підхід.

За статичного підходу вигідність інвестицій визначається на основі порівняння ефективної ставки процента за кількома альтернативними об'єктами інвестування. Перевага віддається тим інвестиціям, які характеризуються вищою рентабельністю.

Якщо погашення інвестицій здійснюється в кінці періоду і вони придбані з дисконтом, тобто за ціною, нижчою, ніж ціна погашення, то інвесторам доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки процента (Re):

$$Re = \frac{i + d/n}{K_e} \cdot 100 \%$$

де d — дисконт, виражений у процентах ($K_n - K_e$); i — фіксована процентна ставка;

K_e — курс емісії (собівартість інвестицій), %; K_n — курс погашення інвестицій, %.

У разі, якщо фінансові інвестиції придбані з премією, тобто за ціною, вищою, ніж ціна їх погашення, то формула набуде такого вигляду:

$$Re = \frac{i - g/n}{K_e} \cdot 100 \%$$

де g — премія, з якою придбані інвестиції ($K_e - K_n$).

Звичайно, у разі необхідності у зазначених формулах можуть використовуватися не лише відносні, а й абсолютні величини.

Завдяки розрахунку ефективної ставки процента можна знайти наближене значення рентабельності вкладень. Недоліком використання цього методу оцінки є те, що він не враховує чинник зміни вартості грошових потоків у часі. Усунути його можна, вдавшись до розрахунку внутрішньої ефективної ставки процента.

4. **Метод визначення внутрішньої норми прибутковості** (*internal rate of return, IRR*) при оцінці інвестицій передбачає розрахунок відносного показника — *ставки дохідності*, за якої вартість інвестиції дорівнює нулю (теперішня вартість усіх грошових видатків на здійснення інвестиції дорівнює теперішній вартості всіх грошових надходжень від цієї інвестиції). Ця ставка відповідає мінімальній ставці рентабельності, за якої пріоритет може надаватися альтернативним вкладенням на ринку.

Правило прийняття інвестиційних рішень за цим методом формулюється таким чином: перевага повинна віддаватися тому об'єкту інвестицій, внутрішня

норма прибутковості за яким є більшою, ніж середня ставка дохідності за альтернативними вкладеннями на ринку капіталів.

$$r_e = r_{e1} - Co_1 \cdot \frac{r_{e2} - r_{e1}}{Co_2 - Co_1}$$

де Co_1 ; Co_2 — внутрішня вартість інвестиції за різних варіантів ставки дисконтування.

Якщо $r_e > r$, то інвестиції в аналізований об'єкт вигідні. З метою апробації цього методу розглянемо умовний приклад.

За наявності кількох альтернативних об'єктів інвестування перевага віддається тому, внутрішня ставка процента за яким є вищою.

У практиці фінансової діяльності суб'єктів господарювання у країнах з розвинутими ринковими інституціями охарактеризований метод оцінки інвестицій на сьогоднішній день є найуживанішим.

5. Ризик зміни процентних ставок і дюрація. Період, на який інвестор планує вкласти кошти у цінні папери, не завжди збігається з періодом обігу цих цінних паперів. У такому разі інвестиційні вкладення реалізуються за ринковим курсом, який значною мірою залежить від % ставок на ринку капіталів. Якщо вони зростають, курс цінних паперів з фіксованою номінальною ставкою процента падає, і навпаки. Отже, у разі зміни процентних ставок на ринку капіталів інвестор, який здійснив фінансові вкладення в цінні папери з фіксованою ставкою дохідності, зазнає ризику курсових втрат. Найважливішим інструментом оцінки ризику зміни процентних ставок та його нейтралізації є розрахунок показника дюрації.

Дюрація характеризує середньозважений період, протягом якого інвестор може амортизувати собівартість інвестиції, тобто отримати початкову суму фінансових вкладень. Завдяки показнику дюрації інвестор може дістати інформацію про середній строк, протягом якого кошти будуть заморожені в тому чи іншому об'єкті інвестицій. Для розрахунку цього показника слід скористатися інформацією щодо курсової вартості інвестицій, прогнозної величини Cash-flow від здійснення інвестиції в розрізі окремих періодів, середніх процентних ставок на ринку, прогнозного періоду володіння інвестицією та періоду обігу цінних паперів. Дюрація розраховується за таким алгоритмом:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tCF_t(1+r)^{-t}}{\sum_{t=1}^n CF_t(1+r)^{-t}}$$

де D — показник дюрації (кількість періодів); t — порядковий номер періоду здійснення платежу ($t \Rightarrow n$); CF_t — чистий грошовий потік від інвестиції в періоді t ; r — коефіцієнт, який характеризує ринкову ставку дисконту за аналогічними фінансовими вкладеннями.

Чим ближче показник дюрації до планового періоду вкладання коштів, тим меншим є ризик зміни процентних ставок. Значення цього показника за облігації з нульовим купоном збігається зі строком їх погашення. У такому разі зміна процентних ставок на ринку фактично не впливає на ринковий курс цінних паперів. Зрозуміло, що чим вищою є ефективна ставка процента за інвестиціями та інтенсивнішими грошові потоки від її здійснення (раніше і частіше здійснюватимуться платежі), тим нижчим буде показник дюрації, і навпаки.

3. Оцінка вартості акцій: дисконтування дивідендів

Оцінка вартості звичайних акцій

При розгляді різних способів оцінки акцій слід пам'ятати причину, по якій проводиться експертиза. Для покупця - це перспектива отримання частини прибутку (доходів) підприємства, виражена у формі дивідендів або пільг, наданих правлінням компанії (наприклад, продаж продукції підприємства за індивідуальними розцінками). З точки зору продавця - це не тільки втрата деякої величини майбутніх надходжень, але також поява можливості вкладення залучених коштів в інші інвестиційні проекти.

Основними методами оцінки вартості звичайних акцій є:

1. Номінальний метод ґрунтується на оголошеній вартості акції.

Номінал або номінальна вартість є однією з основних характеристик акції. Сума номінальних вартостей усіх розміщених акцій складає статутний капітал акціонерного товариства. Номінальна вартість всіх розміщених привілейованих акцій не повинна перевищувати 25% статутного капіталу акціонерного товариства. Номінальна вартість всіх звичайних акцій повинна бути однаковою. Однаковою також повинна бути номінальна вартість привілейованих акцій одного типу. Сума всіх номінальних вартостей акцій визначає статутний фонд товариства.

2. Ринковий метод - домінуючий курс акцій на ринку цінних паперів

Номінальна вартість акції, як правило, не збігається з її ринковою вартістю. У добре працює акціонерного товариства вона зазвичай вище, а у підприємства, що зазнає фінансові та виробничі труднощі, - нижче. На ринку ціна визначається в результаті взаємодії попиту на акції та їх пропозиції. Дані змінні залежать від перспектив прибутковості підприємства.

3. **Балансовий метод** - метод вимірювання акціонерного капіталу компанії, дорівнює сукупності активів компанії на суми всіх зобов'язань і капіталу, внесених власниками привілейованих акцій.

4. **Ліквідаційний метод** - сума активів компанії, що залишилася після продажу активів за найвигіднішою ціною з усіх можливих після погашення зобов'язань та здійснення платежів власникам привілейованих акцій

Ліквідаційна вартість - сума грошей, яку власники акцій отримають у разі ліквідації підприємства і продажу його майна по частинах. Отже, ліквідаційна вартість є мінімально можливу ціну, за якою власникам було б вигідно продати цінні папери.

Разом з тим слід пам'ятати, що для винесення рішення про ліквідацію компанії потрібне схвалення рішення не менше 75 % акціонерів на загальних зборах. Тоді ліквідаційна вартість акції розраховується за наступною формулою:

$$C = (C^{(1)} - O - c^{(p)}) / A$$

де: C - розрахункова ціна акції;

$C^{(1)}$ - ліквідаційна вартість всіх активів товариства;

O - сумарна величина всіх зобов'язань товариства;

$c^{(p)}$ - сумарна номінальна вартість всіх привілейованих акцій;

A - кількість оплачених звичайних акцій.

5. **Інвестиційний метод** - вартість, за якою з точки зору інвестора повинна продаватися цінний папір на фондовому ринку відповідно до її характеристиками.

Перший показник - це *ставка дивіденду*.

Вона визначається як відношення річного дивіденду до поточної ціни акції і записується у відсотках:

$$r_d = \frac{Div}{P} 100\%$$

де: r_d - ставка дивіденду;

Div - дивіденд;

P - поточна ціна акції.

При розрахунку даного показника зазвичай використовують значення реально виплаченого дивіденду, рідше - прогнозованого. Наприклад, Div = 50 дол., $P = 1000$ дол. США, тоді:

$$r_d = \frac{50}{1000} 100\% = 5\%$$

Синонімом терміну "*ставка дивіденду*" є термін "*поточна прибутковість*". Ставка дивіденду показує, який рівень доходності інвестор отримає на свої інвестиції за рахунок можливих дивідендів, якщо купить акцію за поточною ціною. Ставка дивіденду може дати вкладнику уявлення про те, в якій переважно формі приносить дохід акція, у вигляді дивідендів або за рахунок приросту курсової вартості. Більш консервативному інвесторові варто зупинити свій вибір на акціях з більш високою ставкою дивіденду. Приймаючи інвестиційне рішення з урахуванням показника ставки дивіденду, необхідно простежити її динаміку за тривалий період, як мінімум, кілька років.

Наступний показник - це *термін окупності акції*. Він вимірюється в роках і визначається як відношення поточної ціни акції (P) до чистого прибутку на одну акцію (E), яку запрацювало підприємство якщо уявити, що весь прибуток виплачується як дивіденди, E - це вся прибуток на акцію, вона ділиться на дивіденд і реінвестується у виробництво прибуток. Наприклад. $P = 1000$ дол., $E = 200$ дол., Тоді

$$P/E = 1000/200 = 5 \text{ років}$$

Наступний аналітичний показник - це **відношення поточної ціни** акції (P) до її балансової вартості (B). Для добре працюючого підприємства P повинно бути більше B і відповідно відношення P/B - більше одиниці. Проте якщо цей показник буде занадто великим, то це говорить про переоцінку курсу акції на ринку. У цілому значення коефіцієнта на рівні 1,25-1,3 можна розглядати як той поріг, вище якого, як правило, починається спекулятивний приріст ціни акції.

Оцінка вартості привілейованих акцій

Привілейованими називаються акції, за якими, як правило, передбачена регулярна виплата фіксованих дивідендів. Привілейовані акції мають переваги в порівнянні зі звичайними акціями щодо виплати дивідендів і пред'явленні вимог на активи.

Для привілейованих акцій не передбачається заздалегідь оголошений термін погашення. Враховуючи фіксовану природу виплат за такими акціями, можна відзначити, що ці цінні папери схожі на облігації, що не мають кінцевого

терміну погашення. Таким чином, при оцінці дійсної вартості привілейованих акцій доцільно використовувати той же загальний підхід, що і до визначення вартості безстрокових облігацій. Отже, дійсна вартість привілейованої акції перебуває з рівняння:

$$S_{np} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{np}}{(1+r)^t}$$

де D_t - заздалегідь оголошена величина щорічних дивідендів на одну привілейовану акцію.

Привілейована акція є пайовий цінним папером і дає власнику право:

- на отримання дивідендів;
- на отримання частини вартості у разі ліквідації акціонерного товариства.

Одним з найбільш загальних і поширених підходів до оцінки вартості цінних паперів є метод дисконтування очікуваних грошових потоків. Задача визначення вартості цікавлять нас цінних паперів розбивається на два етапи:

- перший - прогнозування майбутніх дивідендних виплат за привілейованими акціями;
- другий - визначення ставки дисконтування.

Прогнозування грошових потоків

На основі прогнозу фінансових результатів компанії формуємо очікувані грошові потоки власників привілейованих акцій. Для цього варто розглянути кілька сценаріїв розвитку в залежності від можливих змін умов ведення діяльності компанії та її стратегії як на мікро-, так і на макрорівні. Грошові потоки прогнозного та постпрогнозного періодів дисконтуються і складаються.

Таким чином, ми отримуємо вартість всіх привілейованих акцій, випущених емітентом. Даний підхід є цілком загальним і досить очевидним для будь-якого фахівця, що має досвід оцінки цінних паперів і бізнесу.

Визначення ставки дисконтування

Під ставкою дисконтування при визначенні вартості активу припускають середню ставку всіх альтернативних інвестицій з порівнянним рівнем ризику.

Модель CAPM

Як правило, модель CAPM застосовують для оцінки вартості залучення акціонерного капіталу, маючи на увазі власників звичайних акцій компанії. Однак дана модель носить загальний характер, дозволяючи розрахувати ставку необхідної прибутковості для будь-якого фінансового активу, в тому числі і привілейованих акцій. Загальна формула моделі CAPM:

$$R = R_f + \beta_i (R_m - R_f) + R_1$$

де R_f - безризикова ставка дохідності,

β_i - коефіцієнт бета,

R_m - середньоринкова дохідність,

R_1 - премія за інвестування у конкретну компанію.

Під безризиковою ставкою мається на увазі ставка, за якої залучають кошти найбільш надійні позичальники в умовах конкретної країни. Безризикова ставка не є абсолютно безризиковою, але припускає мінімальний ризик кредитора в певній державі.

Модель Шелтона припускає, що якщо ціна акції в 4 рази більше ціни виконання опціону, опціон буде продаватися вище його внутрішньої вартості.

Крім того, Шелтон припускає, що максимальна ціна опціону становить 3/4 ціни акції.

Використовуючи метод регресійного аналізу Шелтон визначив, що щільне зближення цін довгострокових опціонів, виходить за допомогою регулюючого чинника, що розраховується наступним чином: ^[4]

$$\sqrt[4]{\frac{M}{72} \left(0,47 - 4,25 \frac{D}{P_s} + 0,17 L \right)}$$

де M - кількість місяців, що залишилися до виконання опціону,

D - річні дивіденди за акцією,

P_s - поточна ціна акції,

$L = 1$ якщо опціон котирується на біржі і 0 , якщо він торгується на позабіржовому ринку.

Тема 7. Теорія фінансового портфеля

План

1. *Фінансовий портфель: сутність, складові та різновиди.*
2. *Формування ефективного портфеля. Модель оптимального портфеля та теорія ефективного портфеля П. Марковіца.*
3. *Дохідність і ризику фінансового портфеля.*

1. Фінансовий портфель: сутність, складові та різновиди.

Фінансовий портфель – це сукупність фінансових активів економічних агентів, який являється джерелом особистого споживання, накопичення та інвестиційних вкладень.

Фінансовий портфель фізичної особи складається з трьох портфелів: споживчого, накопичувального та інвестиційного.

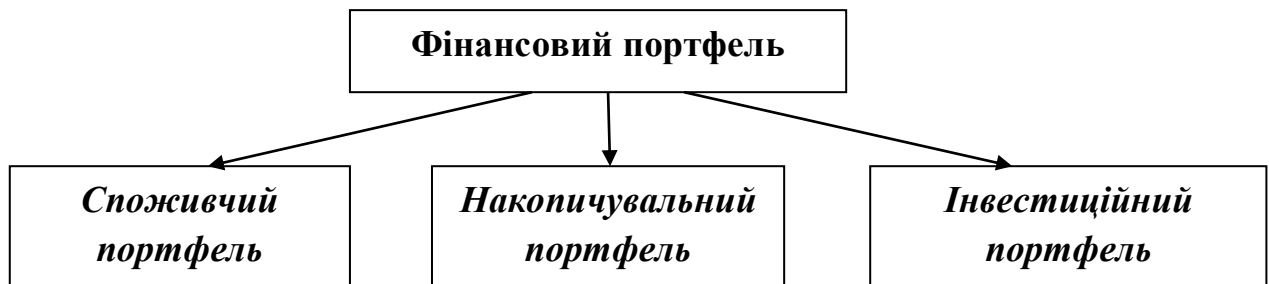


Рис. 7. 1. Структура фінансового портфеля

До **споживчого портфеля** входять витрати на поточне споживання (харчування, задоволення інтелектуальних потреб, придбання товарів тривалого користування) та непередбачувані витрати, пов'язані з хворобою, втратою працездатності.

Складники **накопичувального портфеля** – це дорогоцінні метали та каміння, книги, колекції, антикваріат.

Інвестиційний портфель – це активи, спрямовані на інвестиції з метою підвищення свого добробуту, отримання додаткового доходу, а саме:

➤ *прямі інвестиції* – внески в статутні капітали юридичних осіб, майнове страхування, страхування відповідальності;

➤ *портфельні інвестиції* – цінні папери, іноземна валюта;

➤ *позиковий капітал* – кредити, позики, депозити, селенг, траст тощо.

Селенг – це грошово-майнова операція, за якої громадянин передає селенг-фірмі за певну плату свої права на використання грошей чи майна та розпорядження ними з безумовним поверненням за першою вимогою.

Траст – це система довірчого управління майном, цінними паперами, підприємствами, що здійснюється за домовленістю між фізичною особою як власником майна, та спеціалізованими установами, якими є довірчі товариства.

Сучасна теорія фінансового портфеля безпосередньо пов'язана із формуванням «інвестиційного портфеля». Воно базується на тому, що більшість інвесторів обирають для здійснення фінансового інвестування більше, ніж один фінансовий інструмент, тобто формують певну їх сукупність. Цілеспрямований підбір таких інструментів представляє собою *процес формування інвестиційного портфеля*.

Інвестиційний портфель – це цілеспрямовано сформована сукупність фінансових інструментів, призначених для здійснення фінансового інвестування капіталу відповідно до плану, розробленого інвестиційною політикою.

Оскільки на переважній більшості підприємств єдиним видом фінансових інструментів інвестування капіталу є цінні папери, для таких підприємств поняття "інвестиційний портфель" ототожнюється з поняттям "фондовий портфель" (або "портфель цінних паперів").

Головною метою формування інвестиційного портфеля є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування капіталу підприємства шляхом підбору найбільш дохідних та безпечних фінансових інструментів.

Відповідно до головної мети будується система конкретних локальних цілей формування інвестиційного портфеля, основними з яких є:

- забезпечення високого рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді;
- забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій перспективі;
- забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з фінансовим інвестуванням капіталу;
- забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля.

Перераховані конкретні цілі формування інвестиційного портфеля в значній мірі є альтернативними. Так, забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі певною мірою досягається за рахунок істотного зниження рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді (і навпаки). Темпи приросту інвестованого капіталу і рівень формування поточного інвестиційного доходу знаходяться в прямого зв'язку з рівнем інвестиційних ризиків. Забезпечення необхідної ліквідності портфеля може перешкоджати включенню в нього як високоприбуткових, так і низькоризикових фінансових інструментів інвестування.

Альтернативність цілей формування інвестиційного портфеля визначає різницю політики фінансового інвестування капіталу підприємства, яка в свою чергу зумовлює конкретний тип інвестиційного портфеля.

Розглянемо сучасні підходи до типізації інвестиційних портфелів підприємства, що забезпечують реалізацію конкретних форм його політики управління та використання капіталу в процесі фінансового інвестування.

За цілями формування інвестиційного доходу розрізняють два основних типи інвестиційного портфеля:

1) *портфель доходу* – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді незалежно від темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Іншими словами, цей портфель орієнтований на високу поточну

віддачу інвестиційних витрат, незважаючи на те, що в майбутньому періоді ці витрати могли б забезпечити отримання більш високої норми інвестиційного прибутку на вкладений капітал;

2) **портфель зростання** – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій перспективі поза залежністю від рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді. Іншими словами, цей портфель орієнтований на забезпечення високих темпів зростання ринкової вартості підприємства (за рахунок приросту капіталу в процесі фінансового інвестування), тому що норма прибутку при довгостроковому фінансовому інвестуванні завжди вища, ніж при короткостроковому. Формування такого інвестиційного портфеля можуть дозволити собі лише досить стійкі у фінансовому відношенні підприємства.

По відношенню до інвестиційних ризиків розрізняють три основних типи інвестиційного портфеля:

- 1) агресивний (спекулятивний) портфель;
- 2) помірний (компромісний) портфель;
- 3) консервативний портфель.

Така типізація портфельів заснована на диференціації рівня інвестиційного ризику (а відповідно і рівня інвестиційного прибутку), на який згоден йти конкретний інвестор у процесі фінансового інвестування капіталу.

Агресивний (спекулятивний) портфель являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації поточного доходу або приросту інвестованого капіталу незалежно від супутнього йому рівня інвестиційного ризику. Він дозволяє отримати максимальну норму інвестиційного прибутку на вкладений капітал, однак цьому супроводжує найвищий рівень інвестиційного ризику, при якому інвестований капітал може бути втрачена повністю або в значній частці.

Помірний (компромісний) портфель являє собою сформовану сукупність фінансових інструментів інвестування, за яким загальний рівень портфельного ризику наближений до середньоринкового. За таким інвестиційним портфелем норма інвестиційного прибутку на вкладений капітал буде також наближена до середньоринкової.

Консервативний портфель являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику. Такий портфель, що формується найбільш обережними інвесторами, практично виключає використання фінансових інструментів, рівень інвестиційного ризику за якими перевищує середньоринковий. Консервативний інвестиційний портфель забезпечує найбільш високий рівень безпеки фінансового інвестування.

2. Формування ефективного портфеля. Модель оптимального портфеля та теорія ефективного портфеля П. Марковіца

Визначення цілей фінансового інвестування капіталу і типу інвестиційного портфеля дозволяє перейти до безпосереднього його формування шляхом включення в нього відповідних фінансових інструментів. Ефективність цього

формування пов'язана з використанням "*сучасної портфельної теорії*", за розробку окремих положень якої ряд авторів (П. Марковіц, Д. Тобін, В. Шарп) та інші удостоєні Нобелівської премії.

Одним з базових елементів сучасної теорії ринку капіталу є **теорія оптимізації портфеля інвестицій**. Автором даної теорії є американський економіст, лауреат Нобелівської премії з економіки П. Марковіц, який започаткував її у 1952 р., опублікувавши статтю під назвою "Вибір портфеля".

Економіст вперше обґрунтовано довів, що вкладення заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є ризикованішим, ніж інвестування цієї ж суми в різні об'єкти (диверсифікація). Завдяки диверсифікації можна зменшити сукупний ризик портфеля інвестицій підприємства. Автор зробив спробу аргументувати правило формування портфеля інвестицій, тобто дати відповідь на питання щодо кількості і виду цінних паперів (об'єктів інвестицій), які повинні бути відібрані в інвестиційний портфель з погляду оптимізації співвідношення «ризик—прибутковість» за заданого обсягу інвестиційних ресурсів. Далі висновки Марковіца щодо оптимізації портфеля цінних паперів були застосовані з метою формування портфеля реальних інвестицій підприємства.

За П. Марковіцем, портфель інвестицій вважатиметься оптимальним, якщо, з одного боку, за однакового рівня прибутковості не існуватиме будь яких-інших інвестиційних можливостей з меншим рівнем ризику; з іншого — не існуватиме інших, прибутковіших інвестиційних портфельів, які характеризуються таким самим рівнем ризику. При цьому йдеться про так звані несистематичні ризики.

Несистематичні ризики — це специфічні ризики, властиві конкретним активам, наприклад ризик отримання збитків від операційної діяльності, а отже, ризик падіння прибутковості фінансового активу тощо. Зазначені ризики можуть бути мінімізовані на основі широкої диверсифікації інвестиційного портфеля.

Основним результатом теорії оптимального портфеля стала розробка основних принципів побудови ефективного портфеля, а саме такого, який максимізує очікуваний дохід при задовільному ступені ризику.

П. Марковіц запропонував теоретично-імовірнісну формалізацію понять доходності та ризику, що дало змогу перекласти завдання вибору оптимального портфеля на мову математики. Він звернув увагу на практику диверсифікації й довів, що інвестори можуть зменшити стандартне відхилення доходності портфеля, добираючи акції, ціни на які змінюються по-різному.

Модель оптимального портфеля П. Марковіца виходить із таких базових теоретичних припущень і визначень:

1. Інвестори намагаються максимізувати свої прибутки за певного заданого рівня ризику.

2. Портфель інвестора складається з усіх його активів та зобов'язань.

3. Інвестори намагаються уникати ризику. Із двох активів з однаковою доходністю інвестори завжди віддадуть перевагу тому, ризикованість якого менша. Тобто існує пряма пропорційна залежність між очікуваним доходом і очікуваним ризиком.

4. Ризик — невизначеність майбутнього результату (дохідності). Модель оптимального портфеля з часом була розширена до більш універсальної теорії портфельного інвестування.

Теорія ефективного фінансового портфеля П. Марковіца ґрунтується на таких припущеннях:

1. Портфель є ефективним, якщо жодний інший портфель не пропонує більшу дохідність за аналогічного або нижчого рівня ризику.
2. Інвестори приймають середнє значення історичних або потенційних значень дохідності за очікувану дохідність їхніх інвестицій.
3. Показниками ризику є дисперсія та стандартне відхилення.
4. Усі інвестори інвестують на один і той самий строк.
5. Усі інвестори ухвалюють рішення про інвестиції, виходячи з очікуваних показників дохідності та ризику даних інвестицій. "Корисність" інвестицій (U) визначається рівнянням:

$$U = ER - A(E\sigma)/2,$$

де A — ступінь неприйняття ризику інвесторами;

ER — очікуваний дохід;

$E\sigma$ — очікуваний ризик.

За даного рівня ризику інвестори віддають перевагу інвестиціям з вищою дохідністю або з нижчим показником ризику.

Фундаментальний висновок теорії П. Марковіца полягає в тому, що диверсифікація, тобто вкладення коштів не в один актив, а в різні, зменшує ризик портфеля, навіть якщо додані до портфеля активи мають більшу дисперсію (ризик).

Побудова ефективного портфеля за П. Марковіцем ґрунтується на тому, що *інвестор формує портфель тільки з ризикових активів*. Для визначеного ступеня ризику існує множина портфелів з різним рівнем очікуваного доходу, причому для кожного ступеня ризику існує своя множина портфелів. Допустиму множину всіх таких портфелів (область, обмежена лініями I—II—III) наведено на рис. 2. Точки, розміщені на вертикальних відрізках, що належать допустимій області, характеризують множину портфелів, які мають однаковий рівень ризику, але різний рівень очікуваного доходу. Точки, що належать кривій II—III, відображають множину ефективних портфелів, які характеризуються різним рівнем ризику і максимальним для цього рівня ризику доходом.

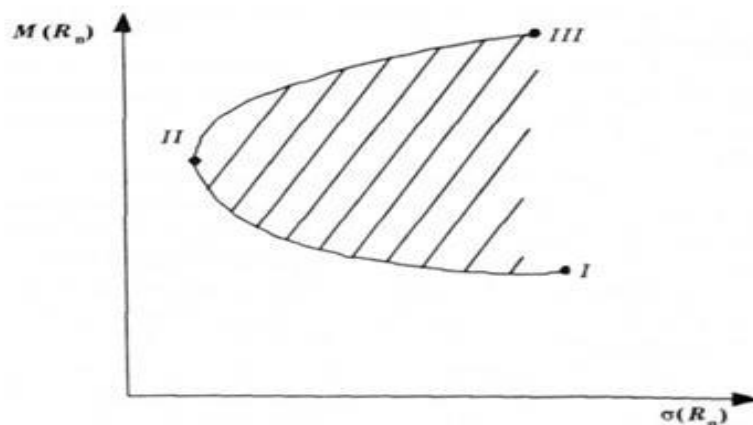


Рис. 2. Допустима множина портфелів

Оптимальним для інвестора портфелем буде найбільш прийнятний із множини усіх ефективних портфелів. Вибір оптимального портфеля залежить від схильності інвестора до ризику. Чим вищий рівень ризику вважає для себе прийнятним інвестор, тим вищий рівень доходу забезпечить йому оптимальний портфель.

Чим менша кореляція між активами портфеля, тим більшою може бути максимальна доходність портфеля при заданому рівні ризику.

Алгоритм реалізації сучасної портфельної теорії складається з наступних етапів (рис. 7.2):

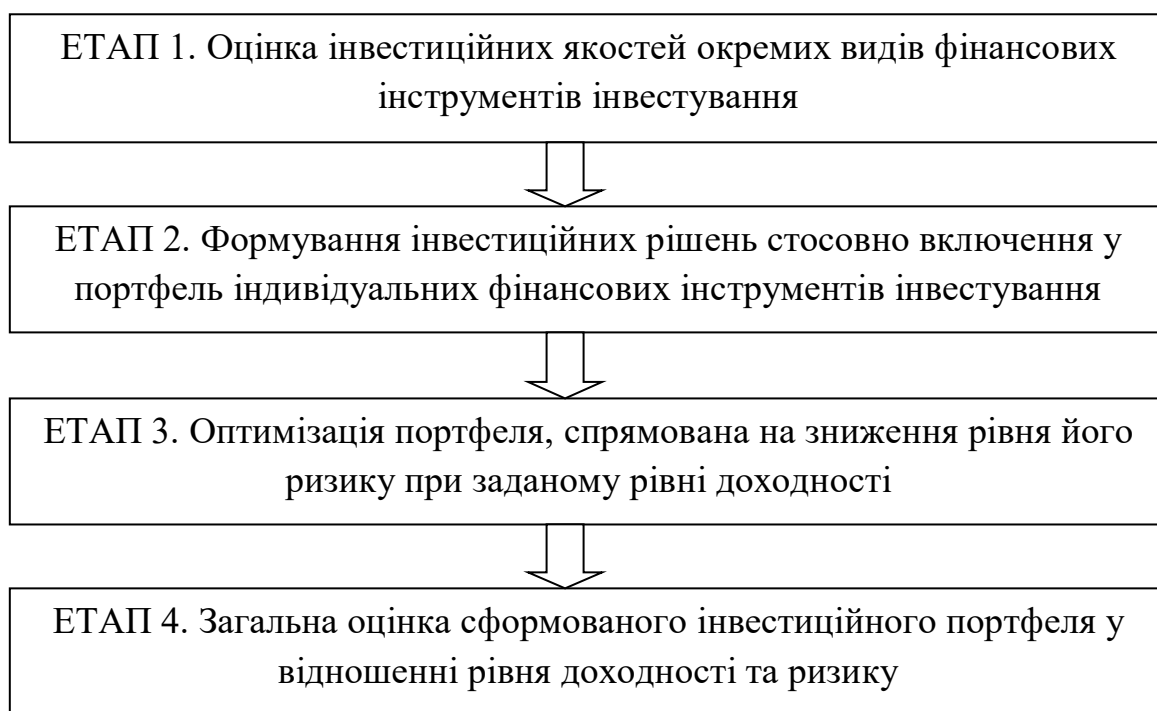


Рис. 7.2. Основні етапи формування портфеля фінансових інвестицій підприємства відповідно до сучасної теорії фінансового портфеля

Розглянемо основний зміст окремих етапів і методів портфельної теорії, що дозволяють оптимізувати формування портфеля фінансових інвестицій.

1. **Оцінка інвестиційних якостей окремих видів фінансових інструментів інвестування** є попереднім етапом формування портфеля. Вона являє собою процес розгляду переваг і недоліків різних видів фінансових інструментів інвестування з позицій конкретного інвестора, виходячи з цілей сформованої ним політики управління капіталом в процесі фінансового інвестування. Результатом цього етапу формування портфеля є визначення співвідношення часткових і боргових фінансових інструментів інвестування в портфелі, а в розрізі кожної з цих груп - частки окремих видів фінансових інструментів (акцій, облігацій тощо).

Приклад структурування портфеля за видами фінансових інструментів інвестування наведено в таблиці 1.

Альтернативна структура портфеля за видами фінансових інструментів, у %

Види фінансових інструментів	Тип портфеля		
	Консервативний	Помірний (компромісний)	Агресивний (спекулятивний)
Державні короткострокові облігації	45	30	—
Державні довгострокові облігації	35	25	15
Довгострокові облігації підприємств	15	25	35
Акції	5	20	50
Разом	100	100	100

2. **Формування інвестиційних рішень щодо включення в портфель індивідуальних фінансових інструментів інвестування** базується на обраному типі портфеля, реалізує політику управління використанням капіталу в процесі фінансового інвестування; наявності пропозиції окремих фінансових інструментів на ринку; оцінки вартості та рівня прибутковості окремих фінансових інструментів; оцінки рівня систематичного (ринкового) ризику по кожному даному фінансовому інструменту. Результатом цього етапу формування портфеля є ранжований по співвідношенню рівня доходності та ризику перелік відібраних для включення в портфель конкретних фінансових інструментів.

3. **Оптимізація портфеля, спрямована на зниження рівня його ризику при заданому рівні прибутковості**, ґрунтується на оцінці коваріації і відповідної диверсифікації інструментів портфеля.

Коваріація являє собою статистичну характеристику, яка ілюструє міру подібності (або відмінностей) двох розглянутих величин у динаміці, амплітуді і напрямку змін. У процесі оптимізації інвестиційного портфеля вивчається коваріація зміни (коливання) рівня інвестиційного доходу за різними порівняним видами фінансових інструментів.

Диверсифікація фінансових інструментів інвестування капіталу дозволяє зменшити рівень несистематичного (специфічного) ризику портфеля, а відповідно і загальний рівень портфельного ризику. Чим вище кількість фінансових інструментів, включених до портфеля, тим нижче при незмінному рівні інвестиційного доходу прибутку буде рівень портфельного ризику. Результатом цього етапу формування портфеля є забезпечення мінімально можливого рівня його ризику при заданому рівні інвестиційного доходу.

4. **Сукупна оцінка сформованого портфеля за співвідношення рівня прибутковості і ризику** дозволяє оцінити ефективність всієї роботи по його формуванню. Результатом цього етапу оцінки портфеля є визначення того, наскільки вдалося знизити рівень портфельного ризику по відношенню до середньоринкового рівня, сформованого при заданому рівні прибутковості інвестиційного портфеля.

Інвестиційний портфель, який повністю відповідає цілям його формування як за типом, так і за складом включених у нього фінансових інструментів інвестування капіталу, являє собою **"збалансований інвестиційний портфель"**.

3. Дохідність і ризику фінансового портфеля

Головною метою формування фінансового портфеля є прагнення отримати необхідний рівень прибутковості при більш низькому рівні очікуваного ризику. Дана мета досягається за рахунок:

1) диверсифікації портфеля, тобто розподілу коштів інвестора між різними активами;

2) ретельного підбору фінансових інструментів.

Оптимальна диверсифікація досягається при кількості різних видів цінних паперів у портфелі від 8 до 20.

Подальше нарощування складових фінансового портфеля є недоцільним, оскільки виникає ефект надмірної диверсифікації, який може призвести до наступних негативних результатів:

- неможливість якісного портфельного управління;
- покупка недостатньо надійних, дохідних, ліквідних цінних паперів;
- високі витрати на пошук цінних паперів (на їх попередній аналіз тощо);
- високі витрати з купівлі невеликих партій цінних паперів тощо.

Витрати з управління надмірно диверсифікованим портфелем не дадуть бажаного результату, оскільки прибутковість портфеля навряд чи зростатиме більш високими темпами, ніж витрати у зв'язку із зайвою диверсифікацією.

Формування і управління портфелем цінних паперів – сфера діяльності професіоналів, а сам портфель – це товар, який може продаватися або частинами (продають частки в портфелі для кожного інвестора), або повністю (коли менеджер бере на себе обов'язок керувати портфелем цінних паперів клієнта). Як і будь-який товар, портфель певних інвестиційних властивостей може користуватися попитом на фондовому ринку.

Існує багато різновидів фінансових портфелів, і кожен конкретний власник дотримується власної стратегії інвестування. В залежності від співвідношення дохідності та ризику визначається тип портфеля. При цьому важливою ознакою при класифікації портфеля є те, яким способом і за рахунок якого джерела він був отриманий: за рахунок зростання курсової вартості цінного паперу або за рахунок поточних виплат – дивідендів, процентів.

В залежності від джерела доходу портфель цінних паперів може бути портфелем зростання або портфелем доходу.

Портфель зростання формується з акцій компаній, курсова вартість яких зростає. Мета – зростання капітальної вартості разом з отриманням дивідендів.

Розрізняють декілька **видів портфелів зростання**:

1. **Портфель агресивного зростання** націлений на максимальний приріст капіталу. Сюди входять акції нових швидкозростаючих компаній. Інвестиції в акції досить ризиковані, але можуть принести найвищий дохід.

2. **Портфель консервативного зростання** є найменш ризикований, складається з акцій великих компаній. Склад портфеля стійкий протягом тривалого часу, націлений на збереження капіталу.

3. **Портфель середнього росту** поєднує інвестиційні властивості портфелів агресивного і консервативного зростання. Поряд з надійними цінними паперами сюди включаються ризиковані фондові інструменти. При цьому гарантуються

середній приріст капіталу і помірний ступінь ризику вкладень. Це найбільш популярний портфель серед інвесторів, не схильних до великого ризику.

Портфель доходу орієнтований на отримання високого поточного доходу – процентних і дивідендних виплат.

Розрізняють такі **види портфельів доходу**:

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

2. **Портфель дохідних паперів** складається з високодохідних облігацій, цінних паперів, що приносять високий дохід при середньому рівні ризику.

Портфелі зростання і доходу формуються, щоб уникнути втрат на фондовому ринку як від падіння курсової вартості, так і від зниження дивідендних виплат.

При розробці стратегії інвестування необхідно враховувати стан ринку цінних паперів і постійно оцінювати інвестиційний портфель, своєчасно купувати високоприбуткові цінні папери і максимально швидко позбавлятися від низькодохідних активів. Тому не потрібно намагатися охопити все різноманіття існуючих портфельів, необхідно лише визначити принципи їх формування.

Таким чином, оцінка портфеля інвестицій – основний критерій прийняття рішень щодо купівлі або продажу цінних паперів.

Визначення доходності фінансового портфеля

Рівень доходності портфеля розраховується за формулою:

$$УД_{\pi} = \sum_{i=1}^n УД_i \times У_i \quad (3.1)$$

де $УД_{\pi}$ – рівень прибутковості інвестиційного портфеля;

$УД_i$ – рівень прибутковості окремих фінансових інструментів у портфелі;

$У_i$ – питома вага окремих фінансових інструментів в сукупній вартості фінансового портфеля, виражений десятковим дробом.

Оскільки портфель цінних паперів представляє собою сукупність різних цінних паперів, то його доходність також можна визначити за такою формулою:

Доходність портфеля =

(Вартість цінних паперів на момент розрахунку – Вартість цінних паперів на момент покупки) / Вартість цінних паперів на момент покупки

(3.2)

Приклад 1. Є два альтернативних портфеля А і Б, в які інвестовано по 100 тис. грн. Через один рік вартість портфеля А склала 108 тис. грн., портфеля Б – 120 тис. грн.

Відповідно, доходність портфеля А становитиме 0,08, або 8% річних ((108 тис. грн. - 100 тис. грн.)/100 тис. грн.), А портфеля Б – 20% річних.

Під очікуваною доходністю портфеля розуміється середньозважене значення очікуваних значень прибутковості цінних паперів, що входять в портфель. При цьому «вага» кожного цінного паперу визначається відносною кількістю грошей, спрямованих інвестором на покупку цього цінного паперу.

Очікувана дохідність інвестиційного портфеля дорівнює:

$$R_{\text{портфеля, \%}} = R_1 * W_1 + R_2 * W_2 + \dots + R_i * W_i \quad (3.3)$$

де R_i – очікувана дохідність i -тої акції,

W_i – частка i -тої акції у портфелі.

Приклад 2. Припустимо, що портфель формується з двох акцій А і Б, прибутковість яких складає 10 і 20% річних відповідно.

Дохідність, наприклад, першого портфеля складе: $R_{\text{портфеля}} = 0,1 * 0,8 + 0,2 * 0,2 = 0,12$, тобто 12%.

Вимірювання ризику фінансового портфеля

Всі учасники фондового ринку діють в умовах повної невизначеності. Відповідно, результат практично будь-яких операцій купівлі-продажу цінних паперів не може бути точно передбачений, тобто угоди щодо купівлі-продажу цінних паперів схильні до ризику.

У загальному випадку під ризиком розуміють ймовірність настання якої-небудь події. Оцінити ризик – це означає оцінити ймовірність настання певної події.

Ризик фінансового портфеля пояснюється не тільки індивідуальним ризиком кожного окремо взятого цінного паперу в портфелі, але і тим, що існує ризик впливу змін щорічних величин прибутковості однієї акції на зміну прибутковості інших акцій, що включаються у фінансовий портфель.

Різновиди ризиків фінансового портфеля:

1. Систематичний ризик (недиверсифікований, ринковий, неспецифічний).
2. Несистематичний ризик (диверсифікований, неринковий, специфічний).

Систематичний (ринковий) ризик викликаний загальними факторами, що впливають на всі активи. Найбільш сильно впливають на систематичний ризик зміни таких показників, як ВВП, інфляція, рівень процентних ставок, а також середній по економіці рівень корпоративного прибутку.

Несистематичний (неринковий) ризик пов'язаний з індивідуальними особливостями конкретного активу. Цей ризик може бути зменшений за допомогою диверсифікації. На розвинених ринках для усунення специфічного ризику досить скласти портфель з 30-40 активів. На ринках, що розвиваються, ця цифра повинна бути вищою через більш високу волатильність ринку.

Рівень ризику портфеля розраховується за наступною формулою:

$$UD_{\pi} = \sum_{i=1}^n UD_i \times U_i + \text{УНРП} \quad (3.4)$$

де UR_{π} – рівень ризику фінансового портфеля;

USR_i – рівень систематичного ризику окремих фінансових інструментів (вимірюваний за допомогою бета-коефіцієнта);

U_i – питома вага окремих фінансових інструментів в сукупній вартості інвестиційного портфеля, виражений десятковим дробом;

$УНР_{\pi}$ – рівень несистематичного ризику портфеля, досягнутий у процесі його диверсифікації.

Для того, щоб визначити ризик портфеля цінних паперів, в першу чергу необхідно визначити ступінь взаємозв'язку і напрямку зміни доходностей двох

активів. Наприклад, якщо ціна одного цінного паперу йде вгору, то зростає курс і інших цінних паперів, і навпаки, рухи цін різноспрямовані або повністю незалежні один від одного.

Для визначення зв'язку між фінансовими активами портфеля використовують такі показники, як коваріація і коефіцієнт кореляції.

Коваріація – це взаємозалежна загальна зміна двох і більше ознак економічного процесу. Коваріація слугує для вимірювання ступеня спільної мінливості двох цінних паперів, наприклад акцій. Показник коваріації визначається за формулою:

$$Cov_{ij} = \frac{\sum (R_{\text{дохідність } i\text{-тої акції}} - R_{\text{середня дохідність } i\text{-тої акції}}) * (R_{\text{дохідність } j\text{-тої акції}} - R_{\text{середня дохідність } j\text{-тої акції}})}{n - 1}, \quad (3.5)$$

де n – кі-ть періодів, за які розраховувалася прибутковість i -тої і j -тої акції.

Використовуючи відмінності в коваріації інвестиційного доходу, можна підібрати у портфель такі види фінансових інструментів, які, не змінюючи рівня середньої прибутковості портфеля, дозволяють істотно знизити рівень його ризику.

Щільність коваріації між рівнями прибутковості по двох видах фінансових інструментів інвестування капіталу може бути визначена на основі коефіцієнта кореляції, який розраховується за такою формулою:

$$KK_{\phi} = \sum P_{1,2} \left(\frac{D_1 - \bar{D}_1}{\sigma_1} \right) \times \left(\frac{D_2 - \bar{D}_2}{\sigma_2} \right) \quad (3.6)$$

де KK_{ϕ} – коефіцієнт кореляції прибутковості двох фінансових інструментів інвестування;

$P_{1,2}$ – імовірність виникнення можливих варіантів відхилень прибутковості по кожному з порівнюваних фінансових інструментів;

D_1 – варіанти рівня прибутковості першого фінансового інструменту в процесі його коливання;

\bar{D}_1 – середній рівень прибутковості за першим фінансовим інструментом;

D_2 – варіанти рівня прибутковості другого фінансового інструменту в процесі його коливання;

\bar{D}_2 – середній рівень прибутковості по другому фінансовому інструменту;

σ_1, σ_2 – середньоквадратичне (стандартне) відхилення прибутковості відповідно по першому і другому фінансовому інструменту.

Кореляція – це математичний термін, що позначає систематичний і обумовлений зв'язок між двома рядами даних.

На ринку акцій прийнято розглядати кореляцію (взаємозалежність) різних акцій, або акцій та індексів. Вважається, що вітчизняні акції є високорельовані, тобто в певний момент часу всі акції рухаються в одному напрямку. Коефіцієнт кореляції змінюється в межах від -1 до +1. Позитивне значення коефіцієнта говорить про те, що прибутковості активів змінюються в одному напрямку при зміні кон'юнктури, негативне – в протилежному. При нульовому значенні коефіцієнта кореляція між прибутковістю активів відсутня.

Показник кореляції визначається за формулою:

$$Cor = Cov_{ij} / (\delta_i * \delta_j),$$

де Cov_{ij} – коваріація дохідності i -тої і j -тої акції;

δ_i – стандартне відхилення прибутковості i -тої акції;

δ_j – стандартне відхилення прибутковості j -тої акції.

Дисперсія – це стандартне відхилення в квадраті, розраховується за формулою:

$$\delta^2 = \sum (R_{\text{прибутковість } i\text{-тої акції}} - R_{\text{середня прибутковість } i\text{-тої акції}})^2 / n - 1.$$

Таким чином, стандартне відхилення – це квадратний корінь з дисперсії.

В цілому, використовуючи дані кореляції, можна зробити висновки:

1) чим менше коефіцієнт кореляції акцій в портфелі, тим менше ризик портфеля, тому при формуванні портфеля слід включити в нього акції, що мають найменшу кореляцію;

2) якщо коефіцієнт кореляції акцій в портфелі $+1$, то ризик портфеля усереднюється;

3) якщо коефіцієнт кореляції акцій в портфелі менше $+1$, то ризик портфеля зменшується;

4) якщо коефіцієнт кореляції акцій в портфелі -1 , то можна отримати портфель без ризику.

Взаємозв'язок ризику із доходністю активів описується наступним чином:

$$D = D_{\delta/p} + \beta * (D_p - D_{\delta/p}),$$

де D – очікувана норма прибутковості;

$D_{\delta/p}$ – безризикова ставка (дохід);

D_p – дохідність ринку в цілому;

β – коефіцієнт бета, який показує рівень ризику певного активу відносно загальноринкового ризику.

Інвестори повинні одержувати 2 види компенсації: за час (тимчасова вартість грошей) і за ризик.

Вартість грошей у часі представлена безризиковою ставкою і є компенсацію інвесторові за те, що він розміщує грошові кошти в різні інвестиції на певний період часу.

Безризиковий дохід вимірюється, як правило, за ставками державних облігацій, тому що вони практично безризикові. На розвинених ринках безризиковий дохід дорівнює приблизно 4-5%, а на ринках, що розвиваються, – 7-10%.

Частина формули являє собою компенсацію за додатковий ризик, взятий на себе інвестором. Тут вимірником ризику є коефіцієнт бета, що порівнює дохідності активу з доходністю ринку за період, а також з ринковою премією.

Коефіцієнт бета визначається за формулою:

$$\beta = Cor_x * \delta_x / \delta \text{ або } \beta = Cov_x / \delta^2, \quad (4.0)$$

де Cor_x – кореляція між прибутковістю цінного паперу x і середнім рівнем прибутковості цінних паперів на ринку;

Cov_x – коваріація між прибутковістю цінного паперу x і середнім рівнем прибутковості цінних паперів на ринку;

δ_x – стандартне відхилення прибутковості по конкретного цінного паперу;

δ – стандартне відхилення прибутковості по ринку цінних паперів в цілому.

Рівень ризику окремих фінансових активів визначається на підставі таких значень:

$\beta=1$ – середній рівень ризику;

$\beta>1$ – високий рівень ризику;

$\beta<1$ – низький рівень ризику.

Акції з високим рівнем ризику ($\beta>1$) називають агресивними, а з низьким ($\beta<1$) – захисними. Наприклад, агресивними є акції компаній, чиї доходи суттєво залежать від кон'юнктури ринку. Коли економіка на підйомі, агресивні акції приносять великі прибутки. Наприклад, акції автомобілебудівних компаній є агресивними. Інвестори, які очікують підйому економіки, купують агресивні акції, що забезпечують вищий рівень прибутковості в умовах зростаючого ринку, ніж захисні. Акції компаній, чий прибуток меншою мірою залежить від стану ринку, є захисними (наприклад, акції компаній комунальної сфери). Доходи таких компаній скорочуються значно менше в умовах економічного спаду. Тому використання захисних акцій в періоди криз дозволяє інвестору отримати великий дохід в порівнянні з агресивними акціями.

У фінансовому портфелі β розраховується як середньозважена β – коефіцієнт окремих видів цінних паперів входять у портфель інвестицій, де береться їх питома вага в портфелі. Таким чином, чим більш розкутий портфель, тим більшим є показник β , а отже, дохід повинен бути вищим, і навпаки.

Отже, існує прямий зв'язок між ризиком фінансового активу та його дохідністю, що дозволяє показати справедливу дохідність щодо наявного ризику і навпаки.

Таким чином, сукупність різних фінансових активів, що перебувають у власності економічного агента, утворює фінансовий портфель, формування якого має на меті забезпечити оптимальне поєднання вигідності (доходності), надійності та ліквідності цінних паперів. А постійний моніторинг та оцінка ризику фінансового портфеля дозволяють інвестору підвищити прибутковість вкладень.

Тема 8. Інвестиційні рішення за умов невизначеності

План

- 1. Інвестиційне середовище та його елементи.*
- 2. Управління інвестиціями та формування інвестиційної політики.*
- 3. Інституційні інвестори: сутність, різновиди та характерні особливості.*
- 4. Інвестиційні рішення. Способи та методи прийняття оптимальних інвестиційних рішень.*
- 5. Дисконтні моделі розрахунку інвестицій.*
- 6. Дивідендна політика компанії.*
- 7. Оцінка ефективності інвестування в акції.*
- 8. Моделі для визначення необхідної кількості грошових ресурсів: модель оцінки доходності капітальних активів (CAPM), арбітражна теорія ціноутворення та трьох факторна модель Фами-Френча.*
- 9. Оптимізація розміщення інвестиційних ресурсів.*
- 10. Оцінювання ефективності управління інвестиціями.*
- 11. Новітні методи оцінки ефективності інвестицій: коефіцієнти Трейнора, Шарпа та Дженсиена.*

1. Інвестиційне середовище та його елементи

Інвестиційне середовище характеризується типами цінних паперів, які обертаються на ринку, а також умовами їх купівлі-продажу. Поняття інвестиційного процесу пов'язано з тим, яким чином інвестор приймає рішення при виборі цінних паперів, об'ємів і строків вкладення. Перш, ніж більш детально обговорити ці поняття, слід визначити термін «інвестиції».

В найбільш широкому розумінні термін «інвестувати» означає: «розлучитися із грошми сьогодні, щоб отримати велику їх суму у майбутньому». Два фактори зазвичай пов'язані з даним процесом – час і ризик. Віддавати гроші доводиться зараз і в певній кількості. Винагорода настає пізніше, якщо настає взагалі, і її величина заздалегідь невідома. В деяких випадках найбільш важливим фактором буде час (наприклад, для державних облігацій). В інших ситуаціях головним являється ризик (зокрема, для опціонів на покупку звичайних акцій). У ряді випадків суттєвими являються одразу два фактори – час і ризик (наприклад, для звичайних акцій).

Нерідко проводять відмінності між інвестуванням і заощадженням. Заощадження визначають як «відкладене споживання». При цьому термін «інвестування» звужують до реального інвестування, яке збільшує національний продукт у майбутньому. Доцільно провести відмінності між реальними та фінансовими інвестиціями.

Реальні інвестиції зазвичай включають інвестиції у який-небудь тип матеріально доступних активів, таких, як земля, устаткування, заводи.

Фінансові інвестиції являють собою контракти, записані на папері, такі, як звичайні акції і облігації.

У нерозвинених економіках основна частина інвестицій відносяться до реальних, в той час, як у сучасній економіці більша частина інвестицій представлена фінансовими інвестиціями. Високий розвиток інститутів фінансового інвестування у значній мірі сприяє росту реальних інвестицій. Як правило, ці дві форми являються взаємодоповнюючими, а не конкуруючими.

Прикладом подібного зв'язку є фінансування будівництва житла для здачі в оренду. Будинок являється достатньо досяжним об'єктом («цегла і цемент»), щоб розглядати інвестиції в нерухомість як реальні. Але звідки отримати ресурси, щоб заплатити за землю і за будівництво дому? Частина їх може бути отримати у формі прямих інвестицій. Наприклад, успішний лікар, який бажає такий будинок, може використати частину своїх доходів для фінансування проекту. Решта ресурсів можуть бути отримані під заставу. По суті, дехто позичає гроші лікарю, який, в свою чергу, обіцяє виплачувати кредит частинами згідно встановленого графіка на протязі багатьох років. В типовій ситуації цей дехто являється не фізичною особою, а організацією, що функціонує як фінансовий посередник. Таким чином, лікар здійснив реальні інвестиції у багатоквартирний будинок, а організація здійснила фінансові інвестиції, позичив лікарю гроші.

У якості другого прикладу розглянемо ситуацію, коли компанії «General Motors» необхідні засоби для будівництва заводу. Ці реальні інвестиції можна профінансувати за рахунок продажу нових акцій на первинному ринку цінних паперів. У свою чергу, купівля акцій являє собою фінансові інвестиції для покупців, які внаслідок цього можуть продати свої пакети на вторинному ринку (наприклад, на Нью-Йоркській фондовій біржі). Хоча операції на вторинному ринку не приносять грошей компанії «General Motors», сам факт існування такого ринку робить акції більш привабливими і сприяють росту реальних інвестицій. Інвестори платили б менше за нові пакети акцій, якби не було можливостей в кінці продати їх швидко і без втрат.

На цих прикладах ми побачили **три головні елементи інвестиційного середовища**:

- 1) цінні папери (також відомі як фінансові інвестиції або фінансові активи);
- 2) фондові (фінансові) ринки;
- 3) фінансові посередники (відомі також як фінансові інститути).

Розглянемо кожен із елементів більш детально.

1.Цінні папери. Коли хтось позичає гроші у власника ломбарду, він повинен залишити яку-небудь цінну річ в якості застави. У випадку несплати кредиту (разом із процентами) власник ломбарду може продавати заставлену річ з тим, щоб покрити кредит і проценти і, можливо, отримати певний прибуток. Вимоги погодження записуються у заставній квитанції. Коли студент коледжу позичає гроші на покупку автомобіля, кредитор зазвичай зберігає право власності на машину до тих пір, поки кредит не сплачений. У випадку несплати кредитор може продати машину для того, щоб покрити свої витрати. У даному випадку державний сертифікат, що підтверджує право власності, слугує в якості забезпечення кредиту.

Коли хтось позичає гроші на канікули чи відпустку, він може просто написати розписку з обіцянкою повернути кредит разом із процентами. При цьому кредит являється незабезпеченим в тому змісті, що відсутня додаткова застава кредиту у формі майна, яке переходить до кредитора у разі несплати. В такій ситуації кредитору доведеться відправити позичальника у суд для того, щоб покрити свої витрати. Лише листок паперу, що називається простим векселем, являється доказом видачі кредиту.

Коли фірма бере кредит, вона може запропонувати або не запропонувати додаткове забезпечення (заставу). Наприклад, деякі кредити можуть бути забезпечені певними об'єктами власності (будівлями або устаткуванням). Такі кредити оформляються у вигляді облігацій, забезпечених закладними. В них вказують строки повернення і конкретне майно, що переходить до кредитора у разі несплати. Однак більш розповсюдженим є варіант, коли корпорація страхує зобов'язання всіма своїми активами, при цьому можуть робитись обумовлення відносно розподілу майна у випадку несплати. Таке зобов'язання називають незабезпеченою облігацією.

Незабезпечена облігація – це облігація із загальним правом вимоги, яка водночас не має спеціального забезпечення. В разі відмови виконувати виплати за облігаціями жодне конкретне майно не може бути заарештовано, тобто кредитори не мають жодного додаткового захисту.

Випуск незабезпечених облігацій можуть дозволити собі найбільші корпорації (IBM, «General Motors» тощо), фінансова спроможність яких не викликає сумнівів. Окрім того, в деяких галузях (наприклад банківський) практично не існує активів, що могли б забезпечити погашення облігацій, відповідно підприємства даних галузей також практикують випуск незабезпечених облігацій.

Нарешті, фірма може обіцяти частину свого прибутку за засоби, надані інвесторами. При цьому ніщо не закладається і ніяких безвідкличних зобов'язань не приймається. Фірма просто періодично виплачує стільки, скільки її директори вважають за доцільне. Однак, щоб запобігти серйозним зловживанням, інвестору надається право брати участь у виборі членів ради директорів. Право власності інвестора реалізується у формі пакета акцій. Цей пакет може бути проданий іншій особі, яка у даному випадку отримає таке право. При цьому говорять, що власник звичайних акцій являється власником корпорації і теоретично він може контролювати її діяльність через раду директорів.

Загалом лише листок паперу відображає право інвестора на конкретну власність і визначає умови, за яких він може цим правом скористатись. Цей листок паперу є свідченням права власності називається цінним папером.

Цінний папір – це законодавчо визначене свідчення права на отримання очікуваних у майбутньому доходів за конкретних умов.

Цінний папір може бути передано іншому інвестору, який в такому випадку разом з даним документом купує всі права і зобов'язання по ній. Таким чином, всі папери – від заставної квитанції до акцій компанії «General Motors» являються цінними паперами. Першочергова задача фінансового аналізу полягає в тому, щоб виявити неввірно оцінені папери через визначення розміру майбутніх доходів, умова їх отримання і вірогідності реалізації цих умов.

Головну увагу ми приділяємо цінним паперам, які можуть бути легко і ефективно переміщені від одного власника до іншого. Таким чином, ми швидше маємо на увазі акції та облігації, ніж закладні квитанції.

Ми можемо розрахувати ставку доходності наступним чином:

$$\text{Дохідність} = \frac{\text{Достаток на кінець періоду} - \text{Достаток на початок періоду}}{\text{Достаток на початок періоду}}$$

При розрахунку доходності цінного паперу припускається, що інвестор купує одну облігацію або акцію на початку періоду. Затрати на таке вкладення представлені у вигляді величини, яка дає відповідь на питання: як змінився достаток інвестора в кінці періоду?

Приклад. Припустимо, що акції корпорації «Procter&Gamble» продавались по 40 дол. США на початку року і по 45 дол. США а кінці року, а на протязі року були виплачені дивіденди у розмірі 3 дол. США за кожен акцію. Тоді дохідність акцій компанії «Procter&Gamble» за даний рік може бути розраховано таким чином:

$$\text{Дохідність акції} = \frac{(45+3)-40}{40} = 0,20 \text{ дол. США, або } 20 \%$$

Казначейські векселі. Це один із типів цінних паперів, ризик порушення зобов'язань по виплаті такого кредиту є незначним, якщо існує взагалі. Більше того, хоча ставка доходності міняється від періоду до періоду, на початку кожного конкретного періоду ця ставка точно невідома.

Довгострокові облігації – різновид цінних паперів, в основі яких лежать кредитні відносини. Кожен тип облігацій представляє собою довгострокове зобов'язання зі сторони емітента (позичальника) перед інвестором (кредитором). Це зобов'язання полягає у тому, щоб кожного року здійснювати грошові платежі (купонні виплати) до певного моменту (дати погашення), коли буде зроблено останній платіж (виплата основної суми). Ціна, по якій такі облігації купуються і продаються, змінюється з часом. Таким чином, хоча купонні платежі легко передбачити, курс цінного паперу на кінець періоду являється невизначеною величиною на початку цього періоду. Це створює труднощі при попередній оцінці доходності.

Другий тип цінних паперів (довгострокових державних облігацій) відповідає кредитам, наданим казначейству, приблизно років на 20. Ці папери називають казначейськими облігаціями (або бонами).

Казначейські облігації – це боргові цінні папери, що емітуються державою в особі її уповноважених органів, розповсюджується винятково на добровільних засадах серед фізичних та юридичних осіб і засвідчують до бюджету та дають право на отримання фінансового доходу.

Третій тип цінних паперів – це облігації корпорацій.

Облігації корпорацій (корпоративні бонди) – це різновид цінних паперів, які випускаються юридичними особами для фінансування своєї діяльності (в Україні — облігації підприємств).

Варто відзначити, що в середньому дохідність державних облігацій є вищою, ніж казначейських векселів, а корпоративні бонди приносять більший дохід, аніж державні.

Корпоративні облігації – це один із способів формування позикового капіталу, основою якого є коротко- та довгострокові банківські кредити, інші

боргові цінні папери, їх можуть емітувати не тільки підприємства різних форм власності, а й об'єднання підприємств, акціонерні та інші товариства.

За корпоративними облігаціями, як правило, періодично сплачується визначений в умовах випуску процент, який називають купонним. Частіше за такими облігаціями сплачується фіксований процент, який визначається емітентом в умовах емісії.

Підприємствам облігації забезпечують залучення коштів на визначений строк та під процент і є досить привабливим фінансовим інструментом. Проте скористатись цим інструментом можуть лише порівняно великі та фінансово стійкі корпорації, які мають високий кредитний рейтинг та відомі на ринках, де вони мають намір розмістити свої облігації.

Для того, щоб корпорація могла успішно розмістити свої облігації серед інвесторів, процентні ставки на ринку мають бути достатньою мірою передбачувані та не мати високих темпів зростання.

Корпоративні облігації є інструментом довгострокового фінансування для підприємств-емітентів. Строки їх погашення коливаються від трьох — п'яти до десятків років. Підприємство не може випускати облігації для покриття збитків, пов'язаних з його господарською діяльністю.

Облігації українських підприємств становлять незначну частку загального обсягу цінних паперів, що перебувають в обігу на фондовому ринку України. Основними причинами цього є значний рівень ризику, пов'язаного зі строком позики, недовіра вітчизняних інвесторів до ринку облігацій, низька кредитоспроможність багатьох українських підприємств і, як наслідок, відсутність попиту на корпоративні облігації.

Акціонерні товариства в Україні є найбільш надійними емітентами корпоративних облігацій, оскільки для них встановлено обмеження на розмір емісії облігацій, а отже, і на розмір боргового капіталу. Для підприємства, що формує свій борговий капітал за рахунок кредитів, структуру капіталу (співвідношення боргового капіталу до власного) контролює банк. У разі, якщо борговий капітал становить значну величину, підприємству не буде надано кредиту. Якщо борговий капітал формується за рахунок облігацій, рівень боргового капіталу контролюється лише в акціонерних товариствах. Останні можуть випускати облігації на суму, що не перевищує 25 % розміру статутного капіталу.

За облігаціями підприємств доходи виплачуються за рахунок коштів, що залишаються після розрахунків з бюджетом і сплати інших обов'язкових платежів. У більшості випадків корпоративні облігації забезпечуються майном та доходами корпорації-емітента. Тобто гарантією повернення коштів для інвестора, що придбав корпоративні облігації, є рухоме, нерухоме майно або цінні папери, якими володіє компанія-емітент.

Залежно від рівня та характеру забезпечення корпоративні облігації поділяють на забезпечені та незабезпечені.

Забезпечені облігації характеризуються тим, що зобов'язання корпорації-емітента щодо виплати процентів та основної суми боргу за ними підкріплюється відповідним обсягом матеріальних активів або цінними паперами.

При емісії заставних облігацій корпорація-емітент оформляє заставну на активи, визначені корпорацією як забезпечення. У разі емісії гарантованих

облігацій виконання зобов'язань гарантується не компанією-емітентом, а іншими компаніями. Спільні облігації гарантуються двома і більше компаніями. Спільне забезпечення позики та випуск спільних облігацій мають місце, коли кілька підприємств здійснюють спільний проект і через випуск облігацій фінансують його.

Незабезпечені облігації (не підкріплені відповідною заставою) випускають корпорації, кредитоспроможність яких не викликає сумніву, або фірми, активи яких наскільки малі, що не можуть бути заставою позики.

Облігації можуть розрізнятися не тільки за рівнем забезпеченості, а й умовами погашення. Існують, наприклад, облігації з правом дострокового викупу, або серійні облігації, що випускаються серіями з різними строками погашення.

Конвертовані облігації є специфічним фінансовим інструментом. За бажанням власника вони можуть бути обміняні на певну кількість акцій того самого емітента. При емісії конвертованих облігацій збільшується валюта балансу і зростає частка позикових коштів у фінансових ресурсах підприємства. В процесі конвертації таких облігацій в акції змінюється лише структура капіталу, а саме зростає частка власних коштів у загальному обсязі фінансових ресурсів.

Конвертовані облігації мають, як правило, меншу дохідність, ніж звичайні облігації або привілейовані акції. Викуп конвертованих облігацій призводить до зниження вартості звичайних акцій компанії та "розбавлення" прав або частки акціонерів. Тому в проспекті емісії конвертованих облігацій для "старих" акціонерів часто передбачають певні пільги щодо придбання таких облігацій або нових акцій. Час обороту таких облігацій становить від 10 до 20 років.

Таким чином, доходність по цінних паперах другого і третього типу достатньо мінлива, однак в цілому суттєво вища, ніж доходність казначейських векселів.

Звичайні акції. Четвертий і останній тип цінних паперів – це звичайні акції. Вони відображають зобов'язання зі сторони корпорацій періодично виплачувати дивіденди у розмірі, визначеному радою директорів. Хоча величина дивідендів, які будуть виплачені в наступному році, достатньо невизначена, однак в цілому вона цілком передбачлива. Водночас, курси купівлі-продажу акцій коливаються доволі сильно. В силу цього річна дохідність досить непередбачлива. За останні 10 років цей показник змінювався із найвищого значення (53,99 %) до найнижчого (43,34 %) при середньорічному значенні 12,34 %. Такі інвестиції можуть забезпечити дохідність, в середньому суттєво більшу, ніж дохідність корпоративних облігацій. Однак коливання доходності акцій також порівняно великі, оскільки їх курси ще більш мінливі, ніж курси довгострокових облігацій будь-якого типу.

У табл. 8.1 представлена динаміка річної доходності для чотирьох типів цінних паперів, а також річні зміни індексу споживчих цін як індикатора вартості середнього споживчого кошика. Знизу таблиці подано значення середньорічної доходності. Під цим показником відображено значення середнього відхилення, яке слугує мірою зміни доходності для відповідного типу цінних паперів.

Таблиця 8.1

**Річна дохідність по акціях, облігаціях, казначейських векселях і
зміни індексу споживчих цін**

Роки	Казначейські векселі, %	Довгострокові державні облігації, %	Довгострокові облігації корпорацій, %	Звичайні акції, %	Зміна індексу споживчих цін (ІСЦ), %
2007	9,85	15,48	16,39	6,27	3,95
2008	7,72	30,97	30,9	32,16	3,77
2009	6,16	24,53	19,85	18,47	1,33
2010	5,47	-2,71	-0,27	5,23	4,41
2011	6,35	9,67	10,7	16,81	4,42
2012	8,37	18,11	16,23	31,49	4,65
2013	7,81	6,18	6,78	-3,17	6,11
2014	5,60	19,30	19,89	30,55	3,06
2015	3,51	8,05	9,39	7,67	2,90
2016	2,90	18,24	13,19	9,99	2,75
Середня дохідність	3,74 %	5,36 %	5,90 %	12,34 %	3,25 %
Стандартне відхилення	3,32 %	8,67 %	8,46 %	20,44 %	4,63 %

У табл. 7.2 вказані аналогічні показники для цінних паперів, випущених в США, Японії, Німеччині і Великобританії за період 2007-2016 рр.

Таблиця 8.2

**Узагальнені статистичні дані по цінних паперах США, Японії,
Німеччини і Великобританії за період 2007-2016 рр.**

Тип цінних паперів	Середня дохідність*				Стандартне відхилення			
	СШ А	Японі я	Німеч -чина	Велико- британі я	СШ А	Японі я	Німеч -чина	Велико- британі я
Короткостроков і процентні ставки	7,36	6,71	6,58	11,51	2,67	2,77	2,38	2,52
Державні облігації	9,81	7,32	7,88	12,35	11,45	4,69	4,69	12,81
Звичайні акції	12,69	14,77	9,40	19,10	16,43	30,76	25,84	34,63
Інфляція	5,99	5,31	3,85	9,49	3,31	5,17	2,02	5,50

*Дохідність цінних паперів різних країн розрахована у національній валюті. Дохідність зарубіжних акцій розрахована, виходячи із доходів, отриманих у вигляді дивідендів і скоректованих на ставку оподаткування, що застосовується по відношенню до інвесторів США. Державні облігації мають строк оборотання більше одного року.

Статистичні дані, приведені в табл. 8.1 і 8.2, свідчать про загальний принцип: при порівнянні раціональних стратегій інвестування ризик і дохідність змінюються в одному напрямку, тобто, чим вища середня дохідність цінного паперу, тем більше пов'язаний з нею ризик.

Важливо відзначити, що історична мінливість (оцінена на базі статистичних даних за останні 10 років) необов'язково являється хорошим індикатором майбутнього ризику. У якості прикладу розглянемо доходність по казначейським векселям. Хоча її значення змінювалось час від часу, в кожен даний період доходність цих цінних паперів відома заздалегідь, тому що вони являються безризиковими. Однак доходність по звичайним акціям спрогнозувати дуже важко. Для інвестицій такого типу мінливість за минулий період може бути використана в якості достатньо достовірного показника невизначеності величини доходності у майбутньому. Ця очевидна випадковість коливань доходності цінних паперів являється характеристикою **ефективності ринку**, тобто ринку, на якому поточні курси на цінні папери повністю і негайно відображають інформацію про її стан.

Чи є один із чотирьох типів цінних паперів явно найкращим? Ні. Коротше кажучи, правильний вибір цінного паперу або комбінація цінних паперів залежить від того, в якій конкретній ситуації знаходиться інвестор і як співвідноситься його прагнення збільшити дохід і знизити ризик. Для конкретного економічного агента або цілі можна визначити «хороші» і «погані» цінні папери. Однак неможливо знайти цінний папір, який був би поганим для будь-якого інвестора і будь-якої цілі. Така ситуація просто неможлива на ефективному ринку.

2. Фондові ринки. Фондові ринки існують для того, щоб звести разом покупців і продавців цінних паперів. Ці ринки являють собою механізми, що сприяють обміну фінансовими активами. Фондові ринки можна класифікувати по багатьох ознаках. Про це вже згадувалось раніше – фондові ринки поділяються на **первинні** та **вторинні**. Ключова відмінність криється у тому, що хто пропонує папери для продажу: лише емітент або також інші особи.

На первинному ринку цінні папери поділяють на:

- «витримані»;
- «невитримані».

Випуск «витриманих» паперів означає розміщення додаткової кількості уже існуючих цінних паперів, в той час, як випуск «невитриманих» цінних паперів пропонує інвесторам нові папери. Новий випуск «невитриманих» паперів часто називають **первинною пропозицією**.

Інший параметр, по якому розрізняються фондові ринки, – термін обігу фінансових активів. **Ринки короткострокового кредитного капіталу**, або грошові ринки зазвичай включають фінансові активи зі строком обігу до 1 року. Решта активів обертаються на **ринках довгострокового кредитного капіталу**, або ринках капіталу. Отже, казначейські векселі і казначейські облігації обертаються відповідно на фондових ринках короткострокового і довгострокового капіталів.

Діяльність на фондовому ринку регулюється **Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок»**, який регламентує відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку.

3. Фінансові посередники. Фінансові посередники, або фінансові інститути, являють собою організації, які випускають фінансові зобов'язання

(тобто, вимоги до себе) і продають їх у якості активів за гроші. На отримані таким способом засоби купуються фінансові активи інших компаній. Оскільки фінансові вимоги складають праву частину балансової звітності будь-якої організації, то ключова відмінність фінансових посередників від інших організацій відображається у вмісті лівої частини звітності.

Наприклад, типовий комерційний банк випускає фінансові зобов'язання у формі боргових зобов'язань (поточних і ощадних рахунків) і акцій. Втім, так само діють і багато промислових підприємств. Однак якщо розглянути активи, що належать банку, то виявиться, що більша частина його коштів інвестована у кредити окремим суб'єктам і корпораціям, а також в державні цінні папери (такі, як казначейські векселі). В той же час типове промислове підприємство вкладає засоби в основному в землю, споруди, устаткування і товарно-матеріальні запаси.

Отже, банк інвестує в основному у фінансові активи, а промислові підприємства – ні. Інші типи фінансових посередників – це ощадні і кредитні асоціації, ощадбанки, кредитні спілки, страхові компанії, пенсійні фонди, ломбарди.

Фінансові посередники опосередковано забезпечують додаткову можливість залучення засобів для корпорацій. Як показує рис. 1(а), корпорації можуть отримати засоби безпосередньо від населення, використовуючи первинний фондовий ринок. Альтернативою цьому являється опосередковане залучення засобів населення за допомогою фінансових посередників, як показано на рис. 1(б). у даному випадку корпорація видає посереднику цінні папери в обмін на отримані засоби. В свою чергу, посередник залучає кошти населення, надаючи інвесторам можливість здійснювати такі вкладення, як відкриття чекових і ощадних рахунків.

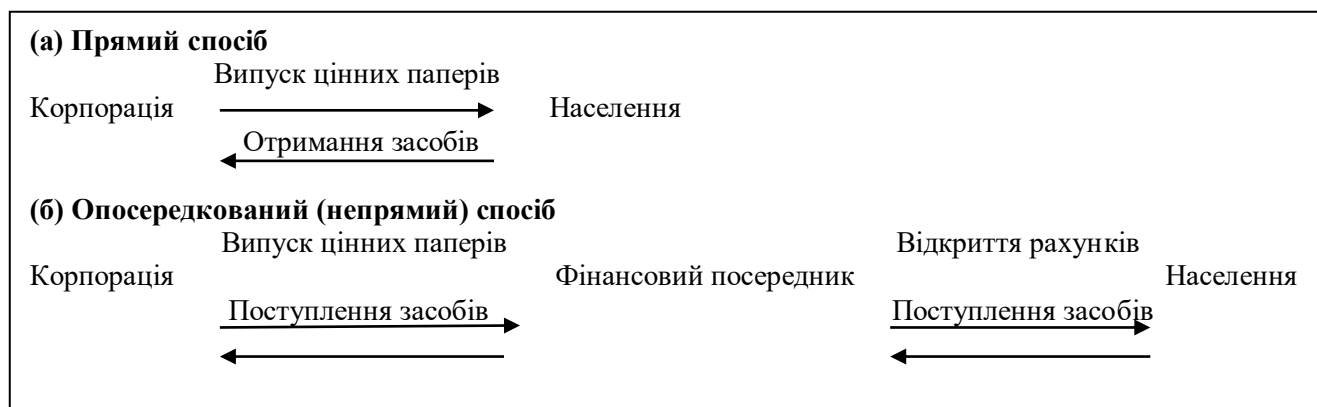


Рис. 8.1. Залучення засобів корпорацій

2. Управління інвестиціями та формування інвестиційної політики

Управління інвестиціями являє собою процес управління грошовими засобами. Для визначення цього процесу також використовують терміни «управління портфелем» і «управління грошовими засобами». Спеціалістів, які здійснюють управління інвестиційними портфелями, називають інвестиційними, грошовими або ж портфельними менеджерами (під портфелем мається на увазі набір інвестицій). Ми будемо використовувати ці слова як синонімічний ряд.

Інвестиційний менеджмент потребує хорошого знання фінансових інструментів, методів їх оцінки і стратегій формування інвестиційного портфеля.

Усі інвестори поділяються на:

1) *індивідуальні (роздрібні)* – сюди включаються приватні (фізичні особи), які інвестують власні засоби;

2) *інституціональні* – страхові компанії, депозитні інститути (наприклад, банки, ощадні і кредитні асоціації), інвестиційні компанії і різноманітні фонди: пенсійні, накопичувальні та ін.

Якщо раніше на фінансових ринках домінували в основному індивідуальні інвестори, то останнім часом переважають інституційні. Цей феномен отримав назву *інституціалізації фінансових ринків*.

Процес управління інвестиціями можна розбити на наступні п'ять етапів:



Рис. 8.2. Процес управління інвестиціями

1) **Формулювання інвестиційних цілей.** Перший етап процесу управління інвестиціями – формулювання інвестиційних цілей – залежить від задач фінансового інституту. Розглянемо для прикладу пенсійний фонд, який зобов'язаний в майбутньому виплачувати своїм учасникам пенсію, тобто у нього є «потік зобов'язань». Інвестиційною ціллю в даному випадку може бути умова, що майбутні поступлення, що генеруються інвестиційним портфелем, будуть в достатній мірі забезпечувати виконання зобов'язань фонду. В якості іншого прикладу розглянемо компанію, що займається страхуванням життя. Компанія продає на ринку ряд товарів, кожен із яких гарантує або грошовий платіж в певний момент часу у майбутньому, або потік платежів (тобто, ренту) на протязі певного періоду часу. Таким чином, інвестиційною ціллю страхової компанії буде виконання всіх зобов'язань по проданим страховим полюсам і отримання доходу. Кредитні інститути, такі, як банки або ощадні асоціації, акумулюють активи за допомогою випуску депозитних сертифікатів. Ці активи потім інвестуються в ринкові цінні папери або видаються в якості кредитів. Інвестиційною ціллю в даному випадку являється умова, за якої дохідність цих інвестицій повинна бути вище вартості залучених засобів.

2) **Формування інвестиційної політики.** Другим етапом процесу управління інвестиціями являється формування основних напрямків інвестиційної політики для досягнення обраних цілей. Цей етап починається із прийняття рішення про розміщення активів. Іншими словами, інвестор повинен вирішити, яким чином роз приділити фонди, що є у його розпорядженні, між основними класами активів.

Основні класи активів включають:

- акції;
- облігації;
- нерухомість;
- іноземні цінні папери.

При формуванні інвестиційної політики необхідно враховувати обмеження, що накладаються клієнтами і регулюються організаціями. Наприклад, клієнт може задавати рівень диверсифікації і захищеності, тобто обмежити долю засобів, які розміщуються в певних класах активів або в активах певних емітентів. Прикладом обмеження зі сторони регулюючих органів може послужити перелік допустимих класів активів, в які фінансовий інститут може інвестувати свої фонди. Оподаткування і принципи складання фінансової звітності також враховуються при розробці інвестиційної політики. Наприклад, для фінансових інститутів, звільнених від сплати податків, немає змісту інвестувати засоби в активи, які дають звільнення від податків в обмін на меншу (порівняно з ринком в цілому) доходність. Вимоги фінансової звітності у багатьох випадках мають вплив на вироблення інвестиційної політики інвесторів. На жаль, іноді врахування цих вимог приводить до того, що в довгостроковій перспективі розроблена політика не відповідає економічним інтересам інвестора.

3) Вибір портфельної стратегії. Вибір портфельної стратегії, що відповідає цілям клієнта і інвестиційній політиці, являється третім етапом процесу управління інвестиціями.

Портфельні стратегії можна розділити на:

- активні;
- пасивні.

Активні портфельні стратегії використовують доступну інформацію і методи прогнозування для підвищення ефективності інвестицій порівняно із простою диверсифікацією. Найбільш суттєвим моментом для всіх активних стратегій являється прогнозування факторів, здатних вплинути на інвестиційні характеристики даного класу активів. Наприклад, активні стратегії при роботі із портфелями звичайних акцій можуть включати прогнозування майбутніх доходів, дивідендів або показника відношення ціни до доходу. Облігаційні стратегії засновуються на прогнозуванні майбутнього рівня процентних ставок, а стратегії роботи з іноземними цінними паперами – на очікуваних обмінних курсах валют.

Пасивні портфельні стратегії вимагають мінімуму інформації про майбутнє. В основі таких стратегій лежить диверсифікація портфеля, яка забезпечує максимальну відповідність його доходності обраному ринковому індексу (ринковий індекс – це певна усереднена, статистична характеристика, яка відображає поведінку певної групи активів). Пасивні стратегії засновуються на припущенні, що вся доступна інформація на ринку відображається у ринкових котируваннях цінних паперів.

Окрім цих двох полярно протилежних типів стратегій з'являються нові, які поєднують в собі і активні, і пасивні елементи. Наприклад, пасивні стратегії використовуються для управління «ядром» портфеля, а активні стратегії – для управління рештою частиною активів.

Для управління облігаціями часто використовують стратегії, що називаються структурними портфельними стратегіями.

Структурна портфельна стратегія допомагає сконструювати портфель таким чином, щоб забезпечити потік платежів в майбутньому. Ці стратегії часто використовуються в тих випадках, коли необхідно сформувати майбутній потік поступлень від інвестицій (активний потік) в залежності від потоку зобов'язань.

Припустимо, що ми можемо вибирати між пасивними, активними і структурними стратегіями. Як правильно зробити свій вибір? Відповідь на це питання залежить від: 1) уявлення клієнта або менеджера від степені цінової ефективності ринку; 2) природи зобов'язань клієнта. Під ступенем ефективності ринку ми розуміємо те, наскільки важко отримати більший дохід від реалізації активної стратегії порівняно з пасивним управлінням, якщо прийняти до уваги ризик і додаткові витрати, пов'язані з цією стратегією.

4) Вибір активів. Після того, як портфельна стратегія обрана, необхідно визначити ті активи, які будуть включені у портфель. Цей крок вимагає оцінки окремих цінних паперів. У випадку активної стратегії задачею менеджера являється пошук недооцінених активів.

Саме на цьому етапі менеджер намагається сформувати ефективний портфель. *Ефективний портфель* являє собою портфель, який має або найбільш очікувану дохідність при заданому рівні ризику, або найменший ризик при заданій очікуваній доходності.

5) Оцінка ефективності інвестицій. Оцінка ефективності інвестицій являється останнім етапом процесу управління інвестиціями. Насправді це не зовсім так, оскільки інвестиційний процес являється безперервним, постійно обновлюваним процесом. На цьому етапі здійснюється обчислення реалізованої доходності портфеля і співставлення отриманого результату з обраним базовим показником. Базовим показником в даному випадку служить певна кількісна характеристика поведінки заздалегідь обраного набору цінних паперів. У якості базового показника може бути обраний будь-який із загальновідомих фондових індексів, наприклад, індекс Standard & Poor's 500 (S&P 500), або один із облігаційних індексів, які публікуються ведучими консалтинговими компаніями. Останнім часом інституційні інвестори спільно з фірмами, що займаються аналізом фондового ринку, розробили спеціальні індекси, орієнтовані на конкретні типи клієнтів.

Той факт, що портфель демонструє кращі характеристики, ніж еталонний портфель, ще не означає, що він задовольняє вимоги клієнта. Для прикладу розглянемо певний фінансовий інститут, який в якості головного інвестиційного критерію обрав максимальну дохідність портфеля за умови, що 75 % засобів інвестується в звичайні акції, а решта частини, що залишилася – в облігації. Припустимо далі, що доходність засобів, розміщених в акції, за рік була на 3 % вище, ніж у вибраного ринкового показника, при однаковому ступені ризику. Незважаючи на це, фінансовий інститут не зміг виконати свої зобов'язання (наприклад, через невідповідність часової структури потоків доходів і видатків). Помилка в даному випадку не у недостатній ефективності інвестицій, а в неправильному виборі інвестиційної цілі і політики.

3. Інституційні інвестори: сутність, різновиди та характерні особливості

Інвестори є учасниками фондового ринку, які забезпечують інвестиційний процес необхідними джерелами фінансування. Інвестори відрізняються за стратегією й тактикою діяльності на фондовому ринку.

За своїм статусом інвестори можуть бути корпоративними, інституційними та індивідуальними.

Перш за все, варто з'ясувати сутність поняття «інституційні інвестори», виділити їх види та функції у сучасній ринковій економіці.

Інституційні інвестори — це портфельні інвестори, які формують портфель цінних паперів на підставі фундаментального прогнозу поведінки їхніх котирувань у довготерміновому і середньотерміновому періодах, а потім керують цим портфелем. Зазвичай це фахівці, робота яких полягає в управлінні чужими коштами.

Автори підручника «Инвестиции» У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли, поняття «інституційні інвестори» розглядають у широкому та вузькому сенсі. У широкому сенсі «інституційні інвестори» — це фінансові посередники будь-якого типу. Таке визначення відокремлює їх від індивідуальних інвесторів, які володіють портфелем і безпосередньо отримують усі доходи з нього. Втім, у період зростання ролі інституційних інвесторів на американському ринку цінних паперів почали вирізняти також поняття інституційні інвестори у вузькому сенсі. В цьому разі до них належать пенсійні фонди, взаємні фонди, страхові компанії, інвестиції, здійснювані трастовими відділами банків.

Інституціональні інвестори професійно формують і управляють інвестиційним портфелем. Під *професійним управлінням* розуміється тимчасове відокремлення власників від управління. Більшість людей не мають можливостей, необхідних знань, а також часу для того, щоб ефективно розміщувати свої заощадження на фінансових ринках шляхом прямого інвестування. Інституціональні інвестори, володіючи професійними навиками та досвідом, можуть забезпечити більш ефективне управління інвестиційними ресурсами, аніж індивідуальні інвестори. Більшість інституціональних інвесторів мають у своєму розпорядженні постійний штат фінансових аналітиків і керівників портфелем, які намагаються досягти максимальної ефективності інвестицій.

Інституційні інвестори відіграють важливу роль у забезпеченні країни інвестиційними ресурсами. Якщо корпоративні та індивідуальні інвестори є основними постачальниками ресурсів в економіці країни, то інституційні інвестори виступають у ролі фінансових посередників, які трансформують і перерозподіляють накопичені заощадження вже у реальний сектор.

У кінці 1990-х рр. інституційні інвестори контролювали активи на суму понад 6 трлн дол., інвестуючи головним чином у прості акції та корпоративні облигації. На сучасному етапі інституційні інвестори домінують у торгівлі цінними паперами; вони контролюють майже 70 % денного обігу Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE). Інституційні інвестори у сукупності володіють контрольними пакетами акцій практично в усіх великих корпораціях відкритого типу. Інституційні інвестори зробили акцент на оцінюванні ефективності

інвестицій і виявленні окремих чинників, що привело до розвитку складних систем аналізу та управління інвестиційним портфелем.

Інституційні інвестори є піонерами у використанні таких кількісних методів оцінювання активів, як **дисконтні моделі розрахунку дивідендів**. Ці методи дають змогу підтримувати на достатньому рівні диверсифікованість портфеля і контролювати систематичний і несистематичний ризик, застосовуючи складні моделі ризику.

Здатність інституціональних інвесторів до ефективного перерозподілу тимчасово вільних ресурсів досягається шляхом оцінки можливих ризиків і мінімізації їхніх негативних наслідків. Це уможлиблюється за рахунок диверсифікації ризиків, оскільки кошти індивідуальних і корпоративних інвесторів можуть вкладатись в різні інструменти фінансового ринку. Інституціональні інвестори зробили диверсифікацію доступною для дрібних інвесторів. Наприклад, вони можуть запропонувати можливість інвестицій у великі й неподільні категорії активів, такі як права власності, які просто недоступні для дрібних інвесторів.

Дійсно, об'єднуючи грошові кошти своїх інвесторів, інститути колективних інвестицій дають їм можливість володіти частками різних цінних паперів. У цьому випадку вони можуть діяти як крупні інвестори, навіть якщо окремому інвесторові це не під силу.

Інституційні інвестори дають можливість значно знизити витрати на здійснення операцій з фінансовими інструментами, оперуючи значними обсягами ресурсів. Оскільки інституційні інвестори торгують великими пакетами цінних паперів, це дозволяє їм досягти істотної економії на комісійних виплатах і гонорарах посередникам. При управлінні великою кількістю дрібних інвестицій як одним великим портфелем можна зекономити значну суму коштів за рахунок масштабу операцій, від чого інвестор може отримати вигоду у вигляді низької плати за управління.

Узагальнюючи вищезазначене, до **основних ознак інституційного інвестора** можна віднести:

- функціонують на фінансовому ринку і оперують фінансовими інструментами;
- виконують функції фінансових посередників;
- займаються інвестуванням у фінансові та матеріальні активи;
- виступають портфельними інвесторами;
- професійно управляють інвестиційними портфелями.

Визначаючи сутність поняття «інституціональний інвестор» можна відзначити два підходи:

➤ *за першим*, інституціональні інвестори – це усі фінансові посередники, включаючи кредитні установи;

➤ *за другим*, до інституціональних інвесторів відносять лише небанківські фінансові установи (пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, страхові компанії), не включаючи до їх складу банки, кредитні спілки та інші фінансові установи.

На рис. 8.3 перераховано типи інституційних інвесторів та інвестиційних менеджерів, що працюють з ними. До організацій, що потребують управління

активами, відносяться страхові компанії, депозитні інститути (наприклад, комерційні банки, ощадні і кредитні асоціації) та інвестиційні компанії.

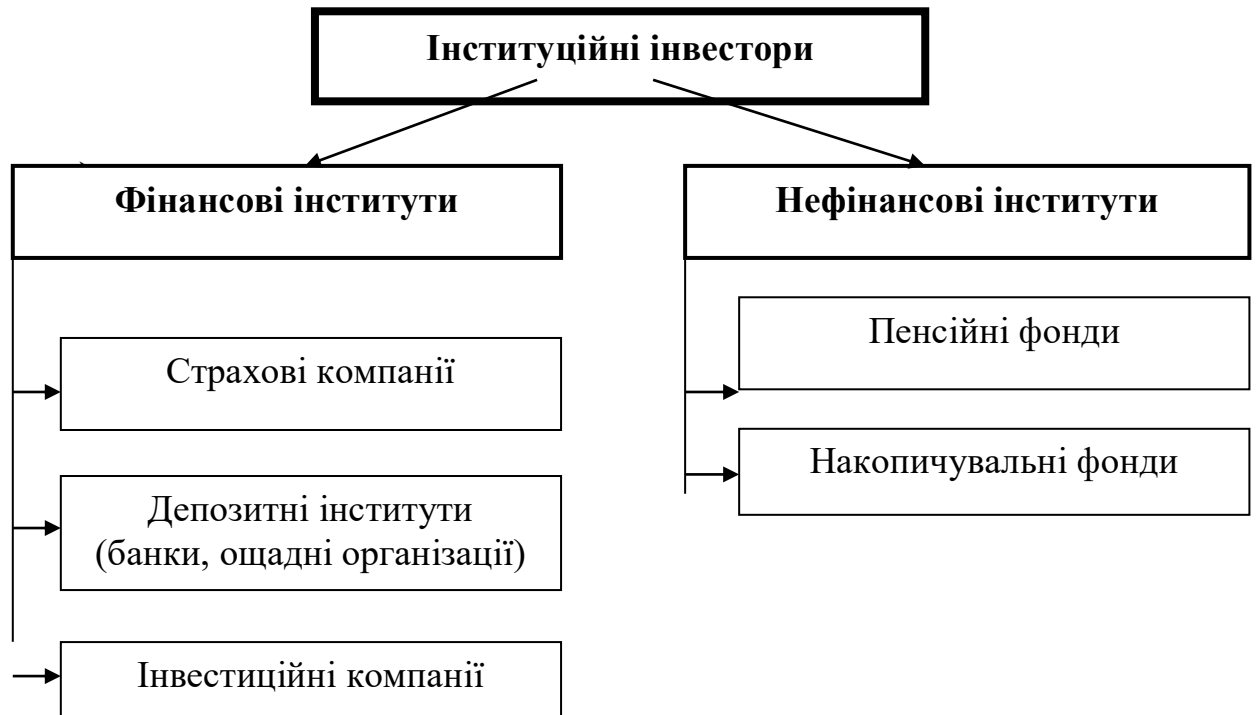


Рис. 8.3. Структура інституційного інвестора

Фінансові інститути – це установи, організації, на які покладено роль фінансових посередників при виконанні певних функцій фінансової системи і ті, на які покладено роль регуляторів.

До фінансових інститутів відносяться:

- *страхові компанії* (основна діяльність - управління ризиками, формування заощаджень, інвестування);
- *депозитні інститути* (комерційні банки, ощадні організації) – кредитування, здійснення розрахунків, формування заощаджень;
- *інвестиційні компанії* (використовують свій капітал для інвестування в інші компанії)

До фінансових інститутів-регуляторів можна віднести державні фінансові установи. В Україні це, по-перше, Міністерство фінансів України разом з підпорядкованими установами такими, як Державна податкова Адміністрація України, Державне казначейство України, Головне контрольно-ревізійне Управління України, Митна служба України. Вони здійснюють бюджетно-податкове, митне регулювання та фінансовий бюджетний контроль. По-друге, Національний банк України, який здійснює монетарне, валютне регулювання, а також контроль за діяльністю банківської системи. По-третє, Рахункова палата як представник законодавчого органу - Верховної ради України. По-четверте, інші інститути-регулятори, такі, як Державний комітет з регулювання цінних паперів та фінансових ринків (ДКЦПФР), Держфінпослуг, НАКСУ, Державний пенсійний фонд тощо, які здійснюють регулювання окремих секторів фінансової системи. Фінансові інститути-регулятори забезпечують виконання функції фінансової системи із здійснення фінансового макрорегулювання економіки.

Нефінансові інститути – це юридичні особи, які займаються наданням неринкових послуг домашнім господарствам і засновані на добровільній участі фізичних осіб.

До нефінансових інститутів відносяться:

➤ *пенсійні фонди* – це центральний орган виконавчої влади, що здійснює керівництво та управління солідарною системою загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, проводить збір, акумуляцію та облік страхових внесків, призначає пенсії та готує документи для їх виплати, забезпечує своєчасне і в повному обсязі фінансування та виплату пенсій та інших соціальних виплат;

➤ *накопичувальні фонди* – це цільовий позабюджетний фонд, який акумулює страхові внески застрахованих осіб, що обліковуються на накопичувальних пенсійних рахунках та інвестуються з метою отримання інвестиційного доходу на користь застрахованих осіб.

4. Інвестиційні рішення. Способи та методи прийняття оптимальних інвестиційних рішень

Всі підприємства у тій чи іншій мірі пов'язані з інвестиційною діяльністю. Прийняття інвестиційних рішень лежить в основі функціонування сучасної економіки, інтегруючи інтереси і ресурси громадян, фірм та держави з метою ефективного соціально-економічного розвитку.

Інвестиційні рішення – це рішення, пов'язані із вкладанням (інвестуванням) коштів в активи в певний період часу з метою одержання зиску в майбутньому.

У сучасних умовах при прийнятті інвестиційних рішень необхідно вміти адекватно оцінювати й швидко реагувати на зміну зовнішніх і внутрішніх умов господарювання. Тому ступінь правдивості, чіткості й повноти економічної інформації, що використовується в процесі інвестування, має важливе значення. Це стосується, перш за все, кола статистичних показників, які можуть всебічно описати й оцінити процеси, що відбуваються як навколо підприємства, так і всередині.

Управлінські інвестиційні рішення фокусуються на питаннях визначення напрямів (об'єктів) вкладання тих коштів, які є в розпорядженні організації. Досить часто в літературі зазначається, що інвестиції здійснюються з метою отримання прибутку. Це так лише певною мірою. Треба звертати увагу на те, що існує і "соціальне інвестування", навіть у рамках діяльності комерційних організацій. У таких випадках не виникає прямого комерційного ефекту у вигляді прибутку. З'являються ефекти іншого типу - покращення умов праці, відпочинку, оздоровлення, культурно-освітнього розвитку тощо. До того ж, слід враховувати, що окрім прибутку власників бізнесу цікавить рівень капіталізації компанії, тобто її ринкова вартість. Це важливе фінансове питання: яку суму коштів може отримати власник при повному або частковому продажу свого бізнесу? Тому фінансовий менеджмент компанії, управлінські рішення можуть фокусуватися не тільки на прибутку, але й на ряді інших цілей. Безумовним є те, що фінансово-

інвестиційні рішення повинні "працювати" на інтереси власників організації, на забезпечення реалізації стратегії організації та її бізнес-одиниць, на досягнення необхідного рівня поточної та перспективної конкурентоспроможності організації.

Інвестиції можна поділити на такі види:

- матеріальні (вкладання в реальний капітал);
- фінансові (вкладання у фінансові активи - цінні папери тощо);
- нематеріальні (вкладання в нематеріальні активи).

Об'єктами інвестиційної діяльності організації можуть бути основні фонди, цінні папери, інтелектуальний капітал, інші об'єкти власності та майнові права.

У визначенні доцільності прийняття того чи іншого інвестиційного рішення потрібно відповісти на такі основні запитання:

- який необхідний обґрунтований обсяг фінансових ресурсів;
- які джерела фінансування можуть бути використані;
- яким може бути термін окупності інвестицій?

Прийняття рішень за інвестиційними проектами ускладнюється різними ***факторами:***

- вид інвестицій;
- вартість інвестиційного проекту;
- різноманітність доступних проектів;
- обмеженість фінансових ресурсів, доступних для інвестування;
- ризик, пов'язаний з прийняттям того чи іншого рішення.

В цілому, всі інвестиційні рішення можна класифікувати наступним чином:

1) Обов'язкові інвестиції, тобто ті, які необхідні, щоб фірма могла продовжувати свою діяльність:

- рішення про зменшення шкоди навколишньому середовищу;
- рішення стосовно покращення умов праці за державних норм.

2) Рішення, спрямовані на зниження витрат:

- рішення щодо удосконалення технологій, які застосовуються;
- про підвищення якості продукції, робіт, послуг;
- покращення організації праці та управління;
- інвестиції на нове будівництво (спорудження об'єктів, які будуть мати статус юридичної особи);
- інвестиції на розширення фірми (спорудження об'єктів на нових майданчиках);
- інвестиції на реконструкцію фірми (спорудження об'єктів на діючих майданчиках з частковою заміною обладнання);
- інвестиції на технічне переобладнання (заміна та модернізація обладнання).

3) Рішення про придбання фінансових активів:

- рішення, спрямовані на створення стратегічних альянсів (синдикати, консорціуми тощо);
- рішення про поглинання фірм;
- рішення про використання складних фінансових інструментів в операціях з основним капіталом.

4) Рішення про освоєння нових ринків та послуг.

5) Рішення про придбання нематеріальних вктивів.

Ступінь відповідальності за прийняття інвестиційного проекту у рамках того чи іншого напрямку різна. Так, якщо мова йде про заміну наявних виробничих потужностей, рішення може бути прийнято достатньо безболісно, оскільки керівництво підприємства чітко уявляє собі, у якому обсязі і з якими характеристиками необхідні нові основні засоби.

Завдання ускладнюється, якщо мова йде про інвестиції, пов'язані з розширенням основної діяльності, оскільки у цьому випадку необхідно врахувати ряд нових факторів: можливість зміни позиції фірми на ринку товарів, доступність додаткових обсягів матеріальних, трудових та фінансових ресурсів, можливість освоєння нових ринків тощо.

Очевидно, що важливим є питання про розмір прогнозованих інвестицій. Так, різним є рівень відповідальності, що пов'язаний з прийняттям проектів вартістю 100 тис. дол. США та 1 млн. дол. США. Тому прийняттю рішення повинна передувати різна глибина аналітичного опрацювання економічної сторони проекту. Крім того, у багатьох фірмах буденною практикою стає диференціації права прийняття рішень інвестиційного характеру, тобто обмежується максимальна величина інвестицій, у рамках якої той чи інший керівник може приймати самостійні рішення.

Нерідко рішення повинні прийматися в умовах, коли є ряд альтернативних чи взаємозалежних проектів. У цьому випадку необхідно зробити вибір одного чи декількох проектів, опираючись на деякі критерії. Очевидно, що таких критеріїв може бути декілька, а ймовірність того, що будь-який один проект буде кращий за інші за всіма критеріями, як правило, значно менше одиниці.

Два аналізовані проекти називаються *незалежними*, якщо рішення про прийняття одного з них не впливає на рішення про прийняття іншого.

Два аналізовані проекти називаються *альтернативними*, якщо вони не можуть бути реалізовані одночасно, тобто прийняття одного з них автоматично означає, що другий проект має бути відхилено.

В умовах ринкової економіки можливостей для інвестування достатньо багато. Разом з тим, будь-яке підприємство має обмежені фінансові ресурси для інвестування. Тому постає задача *оптимізації інвестиційного портфеля*.

При оптимізації інвестиційного портфеля вагоме значення має ризик. Інвестиційна діяльність завжди здійснюється в умовах невизначеності, ступінь якої може значно варіювати. Так, в момент придбання нових основних засобів ніколи не можна точно передбачити економічний ефект цієї операції. Тому рішення нерідко приймаються на інтуїтивній основі.

Прийняття рішень інвестиційного характеру, як і будь-який інший вид управлінської діяльності, ґрунтується на використанні різних формалізованих та неформалізованих методів та критеріїв. Ступінь їх сполучення визначається різними обставинами, у тому числі і тим з них, наскільки менеджер ознайомлений з наявним апаратом, який може бути застосований у тому чи іншому конкретному випадку.

У вітчизняній та іноземній практиці є цілий ряд формалізованих методів, за допомогою яких розрахунки можуть служити основою для прийняття рішень в сфері інвестиційної політики. Якогось універсального методу, придатного для всіх випадків життя, не існує. Ймовірно, управління все ж у більшій мірі є

мистецтвом, ніж наукою. Тим не менше, маючи деякі оцінки, отримані формалізованими методами, навіть умовні, легше приймати кінцеві рішення.

Критерії для прийняття інвестиційних рішень:

1. Критерії, які дозволяють оцінити реальність проекту:

- нормативні критерії (правові), тобто норми національного, міжнародного права, вимоги стандартів, конвенцій, патентоможливості тощо;
- ресурсні критерії;
- науково-технічні критерії;
- технологічні критерії;
- виробничі критерії;
- обсяг та джерела фінансових ресурсів;

2. Кількісні критерії, які дозволяють оцінити доцільність реалізації проекту:

- відповідність мети проекту на довгу перспективу цілям розвитку інвестиційного середовища;
- ризики та фінансові наслідки (чи ведуть вони додатково до інвестиційних видатків або зниження очікуваного обсягу виробництва, ціни чи продажу);
- ступінь стійкості проекту;
- ймовірність проектування сценарію та стану інвестиційного середовища.

3. Фінансово-економічні критерії, які дозволяють вибрати із тих проектів, реалізація яких доцільна (критерії сприйняття):

- вартість проекту;
- чиста поточна вартість;
- прибуток;
- рентабельність;
- внутрішня норма прибутку;
- період окупності;
- чутливість прибутку до горизонту (строку) планування, до змін у діловому середовищі, до помилки в оцінці даних.

Інвестиційні рішення мають свій **процес ухвалення**. Він складається із таких **етапів**:

1. Визначення ситуації, яка потребує прийняття інвестиційного рішення.
2. Постановка проблеми щодо залучення інвестицій на підприємстві.
3. Аналіз інформації про проблему.
4. Визначення альтернативних варіантів вирішення проблеми та їх оцінка.
5. Вибір оптимального варіанту вирішення проблеми.
6. Прийняття інвестиційного рішення.
7. Реалізація інвестиційного рішення.
8. Контроль за виконанням інвестиційного рішення.

В цілому, прийняття інвестиційного рішення потребує спільної роботи багатьох людей з різною кваліфікацією і різними поглядами на інвестиції. Тим не менше, остаточне прийняття рішення стосовно того чи іншого інвестиційного проекту приймається фінансовим менеджером, який притримується деяких правил.

Правила прийняття інвестиційних рішень:

1. Інвестувати грошові кошти у виробництво чи цінні папери має сенс тільки якщо можна отримати чистий прибуток вище, ніж від зберігання грошей у банку;
2. Інвестувати кошти має сенс тільки якщо рентабельність інвестицій більше темпів росту інфляції;
3. Інвестувати має сенс тільки у найбільш рентабельні проекти з урахуванням дисконтування.

Таким чином, рішення про інвестування в **оптимальний інвестиційний проект** приймається, якщо він задовольняє наступним критеріям:

- дешевизна проекту;
- мінімізація ризику інфляційних втрат;
- короткість строку окупності;
- стабільність чи концентрація надходжень;
- висока рентабельність як така та після дисконтування;
- відсутність більш вигідних альтернатив.

На практиці обираються проекти не стільки більш прибуткові та найменш ризиковані, скільки ті, які краще за інші вписуються у стратегію фірми.

5. Дисконтні моделі розрахунку інвестицій

Дисконтні моделі розрахунку інвестицій являють собою економіко-математичні методи, які дають змогу диверсифікувати інвестиційний портфель та контролювати систематичний і несистематичний ризик.

Ставка дисконту – це процентна (або у вигляді коефіцієнта) ставка, яка враховує ризикованість інвестування і є процентною ставкою, що застосовується до майбутніх платежів або інвестицій з метою урахування ризику та невпевненості, пов'язаних із чинником часу.

При оцінці величини дисконтних ставок використовують такі **принципи**:

- з двох майбутніх платежів чи надходжень вищу дисконтну ставку отримує той, що надійде пізніше;
- чим нижчий визначений рівень ризику, тим меншою повинна бути дисконтна ставка;
- якщо загальні процентні ставки на ринку зростають, то маємо підвищити і дисконтні ставки;
- ризик може зменшитися, якщо є перспектива ділового підйому в економіці, очікується зниження темпів інфляції та рівня процентних ставок (у цьому разі необхідно зменшити дисконтні ставки);
- якщо майбутні грошові потоки відомі напевно, правильною дисконтною ставкою буде вартість капіталу підприємства. На практиці майбутні грошові потоки нестійкі, і менеджери мають обирати вищу за вартість капіталу дисконтну ставку для боротьби з цією невизначеністю.

Майбутня вартість використовується для розрахунків, наприклад величини депозитного вкладу до банку через певний період часу.

Для розрахунку майбутньої вартості використовують таку формулу:

$$K_n = K \cdot (1 + \alpha)^n,$$

де K - початкова вартість інвестицій;

K_n - майбутня вартість інвестицій через n років;

α - ставка дисконту;

n - кількість років дисконтування.

Приклад 1. Обчисліть, якою буде величина депозитного вкладу до банку обсягом 100 грн. через 3 роки за умов нарахування складних відсотків, якщо річна процентна ставка банку за депозитами становить 20 %

Кінець 1-го року:

$$K_{n_1} = 100 \cdot (1 + \alpha) = 100 \cdot (1 + 0,2).$$

Кінець 2-го року:

$$K_{n_2} = 100 \cdot (1 + \alpha) \cdot (1 + \alpha) = 100 \cdot (1 + 0,2)^2.$$

Кінець 3-го року:

$$K_{n_3} = 100 \cdot (1 + \alpha)^3 = 100 \cdot (1 + 0,2)^3 = 172,8 \text{ грн.}$$

Нарахування відсотків на відсотки називається нарахуванням складних відсотків і передбачає нарахування відсотків не тільки на основну суму вкладу, а й на відсотки за попередній період. Таким чином, зароблені за попередній період відсотки реінвестуються і працюють на інвестора в майбутньому.

Вартість, яка акумулюється на кінець інвестиційного періоду, визначена за процедурою нарахування складних відсотків, є **майбутньою вартістю**.

Для визначення строку, протягом якого сума вкладу збільшиться вдвічі за умов нарахування складних процентів, можна використати таку формулу:

$$T = 72 : \alpha,$$

де α - проценти.

У нашому прикладі сума вкладу до банку подвоїться через 3,6 року (72:20).

Теперішня дисконтована (приведена) вартість слугує основою для порівняння прибутковості різних проектів за певний період. Вказує на суму, яку має бути вкладено зараз для того, щоб отримати певну визначену майбутню вартість. Теперішня вартість, наприклад, майбутніх доходів – це обернене значення майбутньої вартості.

Процес обчислення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків називається **дисконтуванням**.

Для розрахунку теперішньої дисконтованої вартості використовують таку формулу:

$$TB = P : (1 + \alpha)^n,$$

де TB - теперішня вартість майбутнього прибутку;

P - прибуток i -го року;

n - кількість років дисконтування.

Приклад 2. Реалізація інвестицій в сумі К передбачає отримання річного доходу обсягом 100 грн. протягом 3 років. Для оцінки прибутковості цієї інвестиції розрахуємо суму теперішньої вартості прибутків за 3 роки.

$$TB_1 = 100 : (1 + \alpha) = 100 : (1 + 0,2);$$

$$TB_2 = 100 : (1 + \alpha)^2 = 100 : (1 + 0,2)^2;$$

$$TB_3 = 100 : (1 + \alpha)^3 = 100 : (1 + 0,2)^3;$$

$$\sum_1^3 TB = 100 : (1 + \alpha) + 100 : (1 + \alpha)^2 + 100 : (1 + \alpha)^3 = 57,9 \text{ грн.}$$

Приклад 3. Приватний інвестор вирішив зробити довгострокову фінансову інвестицію в сумі 1050 дол. США. Розглядаючи можливі варіанти інвестування, інвестор обрав три, які здалися найбільш привабливими. Очікується, що кожен вид інвестицій даватиме інвестиційний дохід протягом 10 років. Розподіл величини доходу за роками подано в табл. 8.3.

Визначити найбільш доцільний варіант інвестування за умов однакового ступеня ризикованості вкладень (табл. 8.4).

Таблиця 8.3

Очікувані інвестиційні доходи, дол. США

Рік	Варіант «А»	Варіант «Б»	Варіант «В»
2007	150	100	150
2008	150	150	100
2009	150	200	200
2010	150	250	150
2011	150	150	50
2012	150	50	150
2013	150	150	250
2014	150	200	200
2015	150	100	150
2016	150	150	100
Всього за 10 років	150	1500	1500

Таблиця 8.4

Розрахунок величини теперішньої дисконтованої вартості майбутніх інвестиційних доходів, дол. США

Рік	Приведена вартість 1 дол. США за умов дисконтної ставки 10 % $1 : (1 + 0,1)^n$	Теперішня вартість інвестиційного доходу		
		Варіант «А»	Варіант «Б»	Варіант «В»
2007	0,909	136,35	90,9	136,35
2008	0,826	123,9	123,9	82,6
2009	0,751	112,65	150,2	150,2
2010	0,683	102,45	170,75	102,45
2011	0,621	93,15	93,15	31,05

2012	0,564	84,6	28,6	84,6
2013	0,513	76,95	76,95	179,55
2014	0,467	70,05	93,4	93,4
2015	0,424	63,6	42,41	63,6
2016	0,386	57,9	57,9	38,6
Всього за 10 років	–	921,6	928,16	962,4

Висновок: Варіант "В" можна вважати найбільш привабливим, оскільки загальна величина дисконтованого інвестиційного доходу є більшою, аніж за варіантами "А" та "Б".

Приклад 4. Що вигідніше: придбати акції компанії "А" чи акції компанії "Б" (рівного номіналу), якщо акція "А" протягом 5 років забезпечує дохід 10 у.о. на рік; а акція "Б" протягом 5 років - річний дохід в сумі 10,25 у.о.

Експерт фінансового ринку робить оцінку цінних паперів і висловлює думку, що акції "А" можуть дисконтуватися під 10 % річних, а акції "Б" - під 12 % річних.

Визначаємо теперішню дисконтовану вартість сумарного доходу за 5 років за акціями:

$$\begin{aligned} \text{«А»}: D_{\text{диск}} &= 10 : (1+0,1) + 10 : (1+0,1)^2 + \dots + 10 : (1+0,1)^5 = 37,91 \text{ у.о.}; \\ \text{«Б»}: D_{\text{диск}} &= 10,25 : (1+0,12) + 10,25 : (1+0,12)^2 + \dots + 10,25 : (1+0,12)^5 = 36,95 \\ &\text{у.о.}; \end{aligned}$$

Висновок: Вигідніше придбати акції компанії "А", оскільки очікувана величина сумарного дисконтованого доходу за цими акціями більша, ніж за акціями компанії "Б".

З урахуванням концепції вартості грошей у часі при становленні доцільності інвестування застосовуються дисконтні моделі, які передбачають визначення:

1. Чистої теперішньої вартості проекту.
2. Індексу дохідності (прибутковості).
3. Внутрішньої ставки рентабельності.

1) Визначення *чистої теперішньої вартості проекту* (чистої дисконтованої вартості, чистої приведеної вартості) (ЧТВ) можна здійснити за формулою

$$ЧТВ = \sum_1^t ТВ_t - \sum_1^m MB_t,$$

де $ТВ$ – сума теперішніх (дисконтованих) вартостей майбутніх надходжень (прибутків, грошових потоків);

t – строк володіння активом;

MB – сумарна майбутня вартість інвестицій за період інвестування.

Величина чистої теперішньої вартості проекту вказує на різницю в теперішній вартості вхідних та вихідних грошових потоків, пов'язаних з проектом, тобто на скільки більше отримає інвестор, інвестуючи гроші в певний проект порівняно із вкладенням їх до банку або в інших напрямках.

Чиста теперішня вартість відображає приріст цінності підприємства в результаті реалізації проекту, оскільки він становить різницю між сумою грошових надходжень, які виникають при реалізації проекту і приводяться (дисконтуються) до їх теперішньої вартості, та сумою дисконтованих вартостей усіх витрат, необхідних для його здійснення. Однак цей показник не відображає відносного ступеня приросту цінності в результаті реалізації проекту, що має дуже велике значення для інвестора.

Інвестиційний проект може бути прийнятий, коли $ЧТВ > 0$. За цих умов дохідність проекту є вищою за середньо-ринкову.

Додатна чиста теперішня вартість свідчить про те, що вихідні інвестиції покриті, необхідна величина рентабельності досягнута та отримано позитивний для підприємства результат від здійснення інвестування.

Якщо $ЧТВ < 0$, інвестицію необхідно відхилити, бо в цьому разі вона приносить меншу за необхідну норму віддачі.

Оскільки існує різниця між сумами реальних грошових надходжень і величиною прибутку підприємства, обчисленого на основі даних бухгалтерському обліку, при використанні методу чистої теперішньої вартості проекту доцільніше застосовувати реальні грошові надходження.

Приклад 5. Підприємство розглядає можливість інвестування в проект, який за 4 роки принесе прибуток відповідно: 1-й рік - 6000 у.о.; 2-й рік - 4000 у.о.; 3-й рік - 3000 у.о.; 4-й рік - 2000 у.о. Чи буде прийнятий цей проект, якщо величина початкової інвестиції становить 10 000 у.о., а річна дисконтна ставка дорівнює: а) 10 % ; б) 30 %.

Варіант А

1) розраховуємо дисконтовану суму прибутку за кожен рік дії проекту:

$$П_{\text{диск.1}} = 6000 : (1 + 0,1) = 5455 \text{ у.о.};$$

$$П_{\text{диск.2}} = 4000 : (1 + 0,1)^2 = 3304 \text{ у.о.};$$

$$П_{\text{диск.3}} = 3000 : (1 + 0,1)^3 = 2253 \text{ у.о.};$$

$$П_{\text{диск.4}} = 2000 : (1 + 0,1)^4 = 1366 \text{ у.о.}$$

2) визначаємо сумарний дисконтований прибуток за 4 роки (час дії проекту):

$$\sum П_{\text{диск.}} = 5455 + 3402 + 2253 + 1366 = 12\,378 \text{ у.о.}$$

3) обчислюємо чисту дисконтовану вартість проекту: ЧДВ - 12 378 - 10 000 - 2378 у.о.

Варіант Б

1) розраховуємо дисконтовану суму прибутку за кожен рік дії проекту:

$$П_{\text{диск.1}} = 6000 : (1 + 0,3) = 4615 \text{ у.о.};$$

$$П_{\text{диск.2}} = 4000 : (1 + 0,3)^2 = 2367 \text{ у.о.};$$

$$П_{\text{диск.3}} = 3000 : (1 + 0,3)^3 = 1365 \text{ у.о.};$$

$$П_{\text{диск.4}} = 2000 : (1 + 0,3)^4 = 700 \text{ у.о.}$$

2) визначаємо сумарний дисконтований прибуток за 4 роки (час дії проекту):

$$\sum П_{\text{диск.}} = 4615 + 2367 + 1365 + 700 = 9047 \text{ у.о.}$$

3) розраховуємо чисту дисконтовану вартість проекту:

$$ЧДВ = 9047 - 10\,000 = -953 \text{ у.о.}$$

Висновок: Реалізація проекту за умов дисконтної ставки 10 % є доцільною тому, що в цьому разі ЧДВ проекту є позитивним значенням.

Приклад 6. Інвестиційний проект передбачає інвестування суми в 25 000 грн. в основні засоби та 6000 грн. в оборотні фонди. Очікуваний річний грошовий потік - 10 000 грн. протягом 4 років. Середні процентні ставки на фінансовому ринку - 9 %. Чи доцільним є інвестування?

Величина інвестиції має два компоненти - витрати на придбання основних засобів (25000 грн.) та витрати на створення необхідних виробничих запасів (6000 грн). Наприкінці четвертого року дії проекту сума, інвестована в оборотний капітал, буде повернута на підприємство у складі його доходів, оскільки потреба в оборотному капіталі після закінчення строку дії проекту зникає.

$$\sum P_{\text{диск}} = 10\,000 : 1,09 + 10\,000 : 1,09^2 + 10\,000 : 1,09^3 + \\ + 10\,000 : 1,09^4 + 6000 : 1,09^4 = 32\,397,2 + 4250,6 = 36\,648,8 \text{ грн.}$$

$$\text{ЧДВ} = 36\,648,8 - (25\,000 + 6000) = 5647,8 \text{ грн.}$$

Висновок: інвестування в проект є доцільним, на що вказує позитивна величина чистої теперішньої вартості проекту.

Крім використання методу чистої теперішньої вартості інвестиційного проекту можна застосувати ще декілька методів визначення доцільності інвестування з урахуванням чинника часу, зокрема такі.

2) **Розрахунок індексу дохідності (ІД)** визначається як сума дисконтованих вигід, поділена на суму дисконтованих затрат, і обчислюється за формулою

$$ID = \frac{\sum_1^i TV}{\sum_1^i MB}$$

Інвестиційний проект, де $ID > 1$, відхиляється.

Незважаючи на популярність оцінки інвестиційних проектів за допомогою розрахунку індексу дохідності, він має досить суттєві недоліки:

➤ він неприйнятний для ранжування за перевагами незалежних проектів і абсолютно не підходить для відбору взаємовиключних проектів, оскільки порівнюється відносний обсяг вигід стосовно витрат;

➤ він не відображає фактичну величину чистих вигід від інвестиційного проекту.

3) **Розрахунок внутрішньої ставки рентабельності.**

Внутрішня ставка рентабельності (i) - це процентна ставка, за якою теперішня вартість грошових потоків від реалізації проекту встановлюється рівною майбутній вартості вихідних інвестиційних витрат за проектом. Тобто i - це дисконтна ставка, за якою $ЧТВ = 0$.

$$MB = \frac{\sum_1^i TV}{(1+i)^t}$$

Внутрішню ставку рентабельності можна обчислити методом ітерацій, після чого вона порівнюється з необхідною нормою рентабельності інвестицій підприємства.

Якщо її значення перевищує необхідну для підприємства величину, проект вважається прийнятним; якщо i дорівнює необхідній нормі рентабельності, прийняття чи відхилення проекту є рівнозначним; якщо i менша за необхідну норму рентабельності, проект відхиляється.

Приклад 7. Підприємство розробило новий продукт. Проектний життєвий цикл продукту - 5 років. Обладнання, необхідне для виробництва, коштує 340 тис. грн. Після п'яти років експлуатації його можна продати за 30 тис. грн. Прийнято рішення про застосування системи рівномірної амортизації. Очікується, що крім витрат на обладнання, внаслідок необхідності збільшення виробничих запасів залишки оборотних коштів підприємства зростуть на 40 тис. грн. Після вивчення ринку з'ясовано, що очікуваний щорічний чистий дохід становитиме 320 тис. грн. Щорічні операційні витрати (без амортизаційних відрахувань), пов'язані з виробництвом нового продукту, оцінено в 160 тис. грн. Необхідно вирішити, чи доцільним є виробництво нового продукту, припускаючи, що дисконтну ставку можна обрати на рівні 25 % річних.

1. Обчислюємо:

а) суму інвестицій:

$$K = 340 + 40 = 380 \text{ тис. грн.};$$

б) річний прибуток підприємства. З цією метою необхідно визначити річну суму амортизаційних відрахувань:

$$A = (340 - 30) : 5 = 62 \text{ тис. грн.};$$

$$П = 320 - 160 - 62 = 98 \text{ тис. грн.};$$

в) річний чистий прибуток підприємства:

$$Пч = (1 - 0,25) * 98 = 73,5 \text{ тис. грн.};$$

г) річний грошовий потік підприємства:

$$Пп = 73,5 + 98 = 171,5 \text{ тис. грн.};$$

2. Визначаємо доцільність інвестування через застосування недисконтних моделей:

а) рентабельність інвестицій:

$$R = 98 : 380 * 100 \% = 25,8 \%;$$

б) строк окупності інвестицій:

$$Г = 380 : 171,5 = 2,2 \text{ роки.};$$

3. Визначаємо доцільність інвестування через застосування дисконтних моделей:

а) чиста теперішня вартість проекту:

$$ЧТВ = 171,5 : (1 + 0,25) + 171,5 : (1 + 0,25)^2 + 171,5 : (1 + 0,25)^3 + 171,5 : (1 + 0,25)^4 + 171,5 : (1 + 0,25)^5 + 30 : (1 + 0,25)^5 + 40 : (1 + 0,25)^5 - 380 = 484,1 - 380 = 104,1 \text{ тис. грн.};$$

б) внутрішня ставка дохідності:

$$171,5 : (1 + i) + 171,5 : (1 + i)^2 + 171,5 : (1 + i)^3 + 171,5 : (1 + i)^4 + 171,5 : (1 + i)^5 + 30 : (1 + i)^5 + 40 : (1 + i)^5 = 380 \quad i = 36 \%.;$$

Висновок: інвестування за проектом можна вважати доцільним, про що свідчать значення всіх показників як дисконтних, так і недисконтних моделей, зокрема, невеликий строк окупності проекту - 2,2 роки, вищий за середньоринковий рівень рентабельності проекту, позитивне значення чистої теперішньої вартості проекту та вища за середньоринкову внутрішня ставка дохідності проекту.

6. Дивідендна політика компанії

Термін "дивідендна політика" пов'язаний з розподілом прибутку в акціонерних товариствах. Однак принципи та методи розподілу прибутку можна застосовувати не тільки для акціонерних товариств, але й для підприємств будь-якої іншої форми діяльності (у цьому випадку змінюватися буде лише термінологія — замість термінів "акція" та "дивіденд" можна використовуватися терміни "пай", "внесок" і "прибуток на внесок"; механізм виплати доходів власникам залишиться таким же). Розподіл прибутку в акціонерному товаристві являє собою найбільш складний його варіант і тому вибраний для розгляду всіх аспектів цього механізму.

Дивідендна політика являє собою складову частину загальної політики управління прибутком, яка полягає в оптимізації.

У більш широкому трактуванні під терміном "дивідендна політика" можна розуміти механізм формування частки прибутку, що виплачується власнику відповідно до частки його внеску в загальну суму власного капіталу підприємства.

Головною метою розробки дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням та прибутком власників, що максимізує ринкову вартість підприємства та забезпечує його стратегічний розвиток.

Виходячи з мети, поняття дивідендної політики може бути сформульоване так:

Дивідендна політика – це складова частина загальної фінансової політики управління прибутком, яка полягає в оптимізації пропорцій між споживчою та капіталізованою її частинами з метою максимізації ринкової вартості акцій компанії.

Отже, дивідендна політика означає прийняття рішень керівництвом підприємства виплачувати прибутки у вигляді дивідендів або утримувати їх для інвестування.

На дивідендну політику впливає низка факторів. Найтипівішими з них є:

- різноманітні кредитні та фінансові обмеження;
- диференційні податкові ставки на дивіденди і доходи з приросту капіталу;
- сприятливі форми інвестування у певні періоди;
- бажання акціонерів отримувати доходи в поточному періоді, а не в майбутньому (або навпаки);

У сумі ці та інші фактори визначають оптимальну дивідендну політику.

Оптимальна дивідендна політика – це така політика, яка максимізує ціну акцій підприємства.

Формуванню оптимальної дивідендної політики в країнах з розвинутою ринковою економікою присвячені численні теоретичні дослідження.

Найбільш розповсюдженими **теоріями**, пов'язаними з механізмом формування дивідендної політики, є:

1. Теорія незалежності дивідендів. Її автори – *Ф. Модільяні* та *М. Міллер* стверджують, що вибрана політика не впливає ні на ринкову вартість підприємства (ціну акцій), ні на майновий стан власників у поточному чи перспективному періоді, оскільки ці показники залежать від суми формованого, а не розподіленого прибутку. Згідно з цією теорією дивідендній політиці відводиться пасивна роль у механізмі управління прибутком. При цьому свою теорію вони супроводили значною кількістю обмежень, які в реальній практиці управління прибутком забезпечити неможливо. Не дивлячись на свою вразливість у плані практичного використання, теорія незалежності дивідендів стала відправним пунктом пошуку більш оптимальних рішень механізму формування дивідендної політики.

2. Теорія переваги дивідендів (або "синиця в руках"). Її автори – *М. Гордон* та *Д. Лінтнер* стверджують, що кожна одиниця поточного доходу (виплаченого у формі дивідендів) у силу того, що вона "очищена від ризику", завжди вартує більше, ніж дохід, відкладений на майбутнє, у зв'язку з притаманним йому ризиком. Виходячи з цієї теорії, максимізації дивідендних виплат надається перевага порівняно з капіталізацією прибутку. Однак, противники цієї теорії стверджують, що, в більшості випадків, одержаний у формі дивідендів дохід, все ж таки, реінвестується потім в акції своєї або аналогічної акціонерної компанії, що не дозволяє використовувати фактор ризику як аргумент на користь тієї чи іншої дивідендної політики (фактор ризику може бути врахований лише менталітетом власників; він визначається рівнем ризику господарської діяльності тієї чи іншої компанії, а не характером дивідендної політики).

3. Теорія мінімізації дивідендів (або "теорія податкових переваг"). Згідно з цією теорією ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними та очікуваними доходами власників. Оскільки обкладання податком поточних доходів у формі одержаних дивідендів завжди вище, ніж очікуваних (з урахуванням фактора вартості грошей у часі, податкових пільг на капіталізований прибуток тощо), дивідендна політика повинна забезпечити мінімізацію дивідендних виплат, а відповідно, максимізацію капіталізації прибутку для того, щоб одержати найвищий податковий захист сукупного доходу власників. Однак такий підхід до дивідендної політики не влаштовує багаточисленних дрібних акціонерів з низьким рівнем доходів, які постійно потребують поточних їх надходжень у формі дивідендних виплат (що знижує об'єм попиту на акції таких компаній, а також і котировану ринкову ціну цих акцій).

4. Сигнальна теорія дивідендів (або "теорія сигналізування"). Ця теорія побудована на тому, що основні моделі оцінки поточної реальної ринкової вартості акцій у якості базисного елемента використовують розмір дивідендів, що виплачуються за нею. Таким чином, зростання рівня дивідендних виплат

визначає автоматичне зростання реальної, а також котированої ринкової вартості акцій, що при їх реалізації приносить акціонерам додатковий дохід. Крім того, виплата високих дивідендів "сигналізує" про те, що компанія знаходиться на підйомі й очікує суттєве зростання прибутку в наступному періоді. Ця теорія невід'ємно пов'язана з високою "прозорістю" фондового ринку, на якому оперативна одержана інформація суттєво впливає на коливання ринкової вартості акцій.

5. Теорія відповідності дивідендної політики складу акціонерів (або "теорія клієнтури"). Відповідно до цієї теорії компанія повинна здійснювати таку дивідендну політику, яка відповідає очікуванням більшості акціонерів, їх менталітету. Якщо основний склад акціонерів надає перевагу поточному доходу, то дивідендна політика повинна виходити з переважного напрямку прибутку на цілі поточного споживання. І навпаки, якщо основний склад акціонерів надає перевагу збільшенню своїх очікуваних доходів, то дивідендна політика повинна виходити з переважної капіталізації прибутку в процесі його розподілу. Та частина акціонерів, яка з такою дивідендною політикою буде не згідна, реінвестує свій капітал в акції інших компаній, у результаті чого склад "клієнтури" стане більш однорідним.

Практичне використання цих теорій дозволило виробити три підходи до формування дивідендної політики: консервативний, помірний (компромісний) та агресивний. Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики (табл. 8.5):

Таблиця 8.5

Основні підходи та типи дивідендної політики компанії

Підхід, що визначає формування дивідендної політики	Варіанти типів дивідендної політики, що використовуються
1. Консервативний підхід	1. Залишкова політика дивідендних виплат 2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат
2. Помірний (компромісний) підхід	3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди
3. Агресивний підхід	4. Політика стабільного рівня дивідендів 5. Політика постійного зростання розміру дивідендів

1. Залишкова політика дивідендних виплат передбачає, що фонд виплати дивідендів створюється після того, як за рахунок прибутку задоволена потреба у формуванні власних фінансових ресурсів, що забезпечують, повною мірою, реалізацію інвестиційних можливостей підприємства. Якщо за наявними інвестиційними проектами рівень внутрішньої ставки дохідності перевищує середньозважену вартість капіталу (або інший вибраний критерій, наприклад, коефіцієнт фінансової рентабельності), то основна частина прибутку повинна бути направлена на реалізацію таких проектів, оскільки вона забезпечить високий темп росту капіталу (відкладеного доходу) власників. Перевагою політики цього

типу є забезпечення високих темпів розвитку підприємства, підвищення його фінансової стійкості. Недолік же цієї політики полягає в нестабільності розмірів дивідендних виплат, повній непередбачуваності формованих їх розмірів у наступному періоді і навіть відмові від їх виплат у період високих інвестиційних можливостей, що негативно відбивається на формуванні рівня ринкової ціни акцій. Така дивідендна політика використовується, зазвичай, лише на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, пов'язаних з високим рівнем його інвестиційної активності.

2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат передбачає виплату незмінної їх суми протягом тривалого періоду (при високих темпах інфляції сума дивідендних виплат коректується на індекс інфляції). Перевагою цієї політики є її надійність, яка створює почуття впевненості в акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин, визначає стабільність котирування акцій на фондовому ринку. Недоліком цієї політики є її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства, відповідно у періоди несприятливої кон'юнктури та низького розміру формованого прибутку інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля. Для того, щоб уникнути цих негативних наслідків, стабільний розмір дивідендних виплат встановлюється, зазвичай, на відносно низькому рівні. Це відносить згаданий тип дивідендної політики до категорії консервативної, що мінімізує ризик зниження фінансової стійкості підприємства через недостатній темп приросту власного капіталу.

3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика "екстра-дивіденда") за достатньо розповсюдженою думкою являє собою найбільш зважений її тип. Її перевагою є стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімально передбаченому розмірі (як у попередньому випадку) при високому зв'язку з фінансовими результатами діяльності підприємства, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає найбільший ефект на підприємствах з нестабільним у динаміці розміром формування прибутку. Основний недолік цієї політики полягає в тому, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується і, відповідно, падає їх ринкова вартість.

4. Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довготривалого нормативного коефіцієнта дивідендних виплат відносно суми прибутку. Перевагою цієї політики є простота її формування та тісний зв'язок з розміром формованого прибутку. У той же час основним її недоліком є нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, що визначається нестабільністю суми формованого прибутку. Ця нестабільність викликає різкі перепади в ринковій вартості акцій за окремими періодами, що перешкоджає максимізації ринкової вартості підприємства у процесі здійснення такої політики (вона "сигналізує" про високий рівень ризику господарської діяльності цього підприємства). Навіть при високому рівні дивідендних виплат така політика не приваблює, зазвичай, інвесторів (акціонерів), що уникають ризику. Тільки зрілі компанії зі стабільним прибутком можуть дозволити собі здійснення дивідендної політики цього типу; якщо розмір прибутку суттєво змінюється в динаміці — ця політика генерує високу загрозу банкрутства.

5. Політика постійного зростання розміру дивідендів (здійснюється під гаслом "ніколи не знижуй річний дивіденд") передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат у розрахунку на одну акцію. Зростання дивідендів при здійсненні такої політики відбувається, як правило, в твердо встановленому відсотковій приросту до їх розміру в попередньому періоді (на цьому принципі побудована розглянута раніше "модель Гордона", що визначає ринкову вартість акцій таких компаній). Перевагою такої політики є забезпечення високої ринкової вартості акцій компанії і формування її позитивного іміджу у потенційних інвесторів при додаткових емісіях. Недоліком же цієї політики є відсутність гнучкості в її проведенні та постійне зростання фінансової напруженості — якщо темп зростання коефіцієнта дивідендних виплат зростає (тобто якщо фонд дивідендних виплат зростає скоріше, ніж сума прибутку), то інвестиційна активність підприємства скорочується, а коефіцієнти фінансової стійкості знижуються (при інших рівних умовах). Тому здійснення такої дивідендної політики можуть дозволити собі лише реально процвітаючі акціонерні компанії — якщо ж ця політика не підкріплена постійним зростанням прибутку компанії, то вона являє собою прямий шлях до її банкрутства.

З урахуванням розглянутих принципів дивідендна політика компанії формується за такими етапами (рис. 8.3):

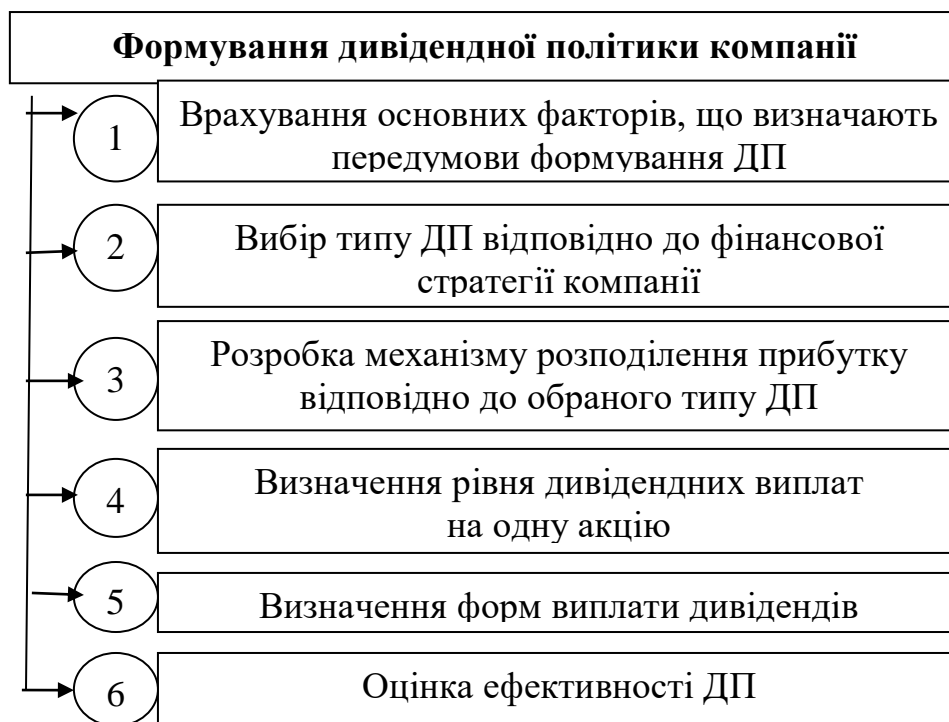


Рис. 8.3. Етапи формування дивідендної політики

Першопочатковим етапом формування дивідендної політики є вивчення та оцінка факторів, що визначають цю політику.

У практиці фінансової економіки ці фактори прийнято поділяти на чотири групи.

Фактори, що визначають формування дивідендної політики:

1. Фактори, що характеризують інвестиційні можливості підприємства. До числа основних факторів цієї групи належать:

а) стадія життєвого циклу компанії (на ранніх стадіях життєвого циклу акціонерна компанія вимушена більше засобів інвестувати в свій розвиток, обмежуючи виплату дивідендів);

б) необхідність розширення акціонерною компанією своїх інвестиційних програм (у періоди активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на розширене відтворення основних фондів і нематеріальних активів, потреба в капіталізації прибутку зростає);

в) ступінь готовності окремих інвестиційних проектів з високим рівнем ефективності (окремі підготовлені проекти потребують прискореної реалізації з метою забезпечення ефективної їх експлуатації при сприятливій кон'юнктурі ринку, що обумовлює необхідність концентрації власних фінансових ресурсів у ці періоди).

2. Фактори, що характеризують можливості формування фінансових ресурсів з альтернативних джерел. У цій групі факторів основними є:

а) достатність резервів власного капіталу, сформованих у попередньому періоді;

б) вартість залучення додаткового акціонерного капіталу;

в) вартість залучення додаткового запозиченого капіталу;

г) доступність кредитів на фінансовому ринку;

г) рівень кредитоспроможності акціонерного товариства, який визначається його поточним фінансовим станом.

3. Фактори, пов'язані з об'єктивними обмеженнями. До числа основних факторів цієї групи належать:

а) рівень обкладання податком дивідендів;

б) рівень обкладання податком майна підприємств;

в) досягнутий ефект фінансового леверіджу, обумовлений співвідношенням використаного власного та запозиченого капіталу;

г) фактичний розмір одержаного прибутку і коефіцієнт рентабельності власного капіталу.

4. Інші фактори. У складі цих факторів можуть бути виділені:

а) кон'юнктурний цикл товарного ринку, учасником якого є акціонерна компанія (у період підйому кон'юнктури ефективність капіталізації прибутку значно зростає);

б) рівень дивідендних виплат компаніями-конкурентами;

в) невідкладність платежів з раніше одержаних кредитів (підтримування платоспроможності є більш пріоритетним завданням порівняно із зростанням дивідендних виплат);

г) можливість втрати контролю над керуванням компанією (низький рівень дивідендних виплат може призвести до зниження ринкової вартості акцій компаній та їх масового "скиду-вання" акціонерами, що збільшує ризик фінансового захвату акціонерної компанії конкурентами).

Оцінка цих факторів дозволяє визначити вибір того чи іншого типу дивідендної політики на найближчий перспективний період.

Механізм розподілу прибутку акціонерного товариства, відповідно до обраного типу дивідендної політики, передбачає таку послідовність дій.

На першому етапі з суми чистого прибутку відраховуються обов'язкові відрахування, що формуються за його рахунок у резервний та інші обов'язкові

фонди спеціального призначення, передбачені уставом товариства. "Очищена" сума чистого прибутку являє собою так званий дивідендний коридор, у рамках якого реалізується відповідний тип дивідендної політики.

На другому етапі частина чистого прибутку, що залишилася, розподіляється на частини, що капіталізуються та споживаються. Якщо компанія дотримується залишкового типу дивідендної політики, то в процесі цього етапу розрахунків пріоритетним завданням є формування фонду виробничого розвитку та навпаки.

На третьому етапі створений за рахунок прибутку фонд споживання розподіляється на фонд дивідендних виплат та фонд споживання персоналу компанії (що передбачає додаткове матеріальне стимулювання працівників та задоволення їх соціальних потреб). Основою такого розподілу є обраний тип дивідендної політики й обов'язки компанії за колективним договором.

Визначення рівня дивідендних виплат на одну просту акцію здійснюється за формулою:

$$РДВ_{на} = \frac{ФДВ - ВП}{K_{на}},$$

де РДВ_{па} — рівень дивідендних виплат на одну акцію;

ФДВ — фонд дивідендних виплат, створений відповідно до обраного типу дивідендної політики;

ВП — фонд виплат дивідендів власникам привілейованих акцій (за рівнем, що передбачає їх);

К_я — кількість простих акцій, емітованих акціонерним товариством.

Важливим етапом формування дивідендної політики є вибір форм виплати дивідендів. Основними з таких форм є:

1. Виплати дивідендів готівкою (чеками). Це найбільш проста найрозповсюдженіша форма здійснення дивідендних виплат.

2. Виплата дивідендів акціями. Така форма передбачає надання акціонерам знову емітованих акцій на суму дивідендних виплат. Вона становить інтерес для акціонерів, менталітет яких орієнтований на збільшення капіталу у наступному періоді. Акціонери, що надають перевагу поточному доходу, можуть продати з цією метою додаткові акції на ринку.

3. Автоматичне реінвестування. Ця форма виплати надає акціонерам право індивідуального вибору — одержати дивіденди готівкою або реінвестувати їх у додаткові акції (в цьому випадку акціонер заключає з компанією чи з брокерською конторою, що її обслуговує, відповідну угоду).

4. Викуп акцій компанією. Він розглядається як одна з форм реінвестування дивідендів, відповідно до якої на суму дивідендного фонду компанія скуповує на фондовому ринку частину акцій, що вільно обертаються. Це дозволяє автоматично збільшити розмір прибутку на одну акцію, що залишилася, і підвищити коефіцієнт дивідендних виплат у наступному періоді. Така форма використання дивідендів потребує згоди акціонерів.

Для оцінки ефективності дивідендної політики акціонерного товариства використовують такі показники:

а) коефіцієнт дивідендних виплат. Він розраховується за формулами:

$$K_{\delta v} = \Phi ДВ / ЧП$$

або

$$K_{\delta v} = Д_a / ЧП_a$$

де $K_{\delta v}$ – коефіцієнт дивідендних виплат;

$\Phi ДВ$ – фонд дивідендних виплат, створений відповідно до обраного типу дивідендної політики;

$ЧП$ – сума чистого прибутку акціонерного товариства;

$Д_a$ – сума дивідендів, що виплачуються на одну акцію;

$ЧП_a$ – сума чистого прибутку, що припадає на одну акцію.

б) коефіцієнт співвідношення ціни і доходу в акції. Він визначається за формулою:

$$K_{ц/д} = РЦ_a / Д_a$$

де $K_{ц/д}$ – це коефіцієнт співвідношення ціни і доходу в акції;

$РЦ_a$ – ринкова вартість однієї акції;

$Д_a$ – сума дивідендів, виплачених на одну акцію.

7. Оцінка ефективності інвестування в акції

Моделі оцінки вартості акцій побудовані на таких вихідних параметрах:

- вид акції (привілейована чи проста);
- розмір дивідендів, передбачених до виплати в конкретному періоді;
- очікувана курсова вартість акції наприкінці періоду її реалізації (у випадку кінцевого періоду використання акції);
- очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма доходності) по акціях;
- число періодів використання акції.

Модель оцінки вартості привілейованої акції заснована на фіксованому розмірі регулярних виплат дивідендів і має такий вигляд:

$$ВА_{П} = Д_{П} / НП$$

де $ВА_{П}$ - реальна вартість привілейованої акції;

$Д_{П}$ - сума дивідендів за привілейованими акціями в майбутньому періоді;

$НП$ - очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) за привілейованою акцією (десятковий дріб).

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість привілейованої акції є характеристикою ринкової оцінки спроможності привілейованої акції приносити дохід, виходячи з цільової норми інвестиційного прибутку, визначеного Інвестором при покупці даного цінного паперу.

Приклад 1. Необхідно визначити реальну вартість привілейованої акції, виходячи з таких даних: передбачена за акцією сума дивідендів становить 20 грн. на рік; очікувана інвестором річна норма валового інвестиційного прибутку - 10%.

Підставивши у формулу наведені дані, отримаємо: $ВА_{П} = 20 / 0,1 = 200$ грн.

Модель оцінки вартості звичайної акції при її використанні протягом невизначеного за тривалістю проміжку часу має такий вигляд:

$$ВА_{Р} = \sum_{t=1}^{\infty} Д_a / (1 + НП)^t$$

де BA_P – реальна вартість акції, яка використовується протягом невизначеного за тривалістю проміжку часу;

D_a – сума дивідендів, передбачена до отримання в кожному t -му періоді;

$НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) за привілейованою акцією, виражена десятковим дробом;

t – кількість періодів, які включені в розрахунок.

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість акції, яка використовується протягом невизначеного за тривалістю проміжку часу, являє собою капіталізовану суму передбачених до виплати дивідендів за будь-який кінцевий період за ставкою, що дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку.

Приклад 2. Придбана інвестором акція здається інвестору перспективною і намічена ним до використання протягом тривалого періоду. На найближчі п'ять років ним складений прогноз дивідендів, відповідно до якого в перший рік сума дивідендів становить 100 у.о., а в наступні роки буде щорічно зростати на 20 у.о. Норма поточної дохідності акцій даного типу становить 15% на рік. Необхідно визначити поточну ринкову вартість акції. Підставивши у формулу моделі необхідні показники, отримаємо:

$$BA_P = 100/1,15 + 120/1,32 + 140/1,52 + 160/1,75 + 180/2,01 = 451,0 \text{ у.о.}$$

Відносно реальних умов інвестування розглянутий варіант являє собою лише гіпотетичний випадок, адже жоден інвестор не планує тримати свої фінансові активи такий тривалий час (за цей період він матиме ряд можливостей реінвестувати капітал на більш вигідних умовах) і тим більше він не може на такий тривалий час прогнозувати отримання дивідендів в умовах мінливої економіки. Тому найтипівішою є ситуація, коли грошовий потік буде складатися не тільки з дивідендів, але й зі збільшеної вартості акції при її реалізації.

Модель оцінки вартості звичайної акції, що використовується впродовж заздалегідь визначеного строку, має такий вигляд:

$$BA_B = \sum_{t=1}^n D_a / (1 + НП)^t + KB_a / (1 + НП)^n$$

де BA_B – реальна вартість акції, що використовується протягом заздалегідь визначеного строку;

D_a – сума дивідендів, що передбачається до отримання у кожному t -му періоді;

KB_a – очікувана курсова вартість акції в кінці періоду її реалізації;

$НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку по акціях;

n – кількість періодів, включених у розрахунок.

Економічний зміст даної моделі полягає в тому, що поточна реальна вартість акції, що використовується протягом заздалегідь визначеного строку, формується з капіталізованої суми очікуваних дивідендів та приведеної курсової вартості акції під час продажу за ставкою, що дорівнює очікуваній інвестором норми валового інвестиційного прибутку.

Розглянута основна модель оцінки вартості акцій при її використанні впродовж невизначеного періоду часу має ряд варіантів.

Для оцінки вартості звичайних акцій зі стабільним рівнем дивідендів модель має такий вигляд:

$$BA_{II} = D_a / НП$$

де VA_{II} – реальна вартість акцій зі стабільним рівнем дивідендів;
 D_a – щорічна сума постійних дивідендних виплат;
 $НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акції.

Приклад 3. По акції виплачується щорічний дивіденд в сумі 20 у.о. Очікувана норма поточного прибутку по акціях даного типу складає 15 % на рік. Реальна ринкова вартість акції буде складати:

$$VA_{II} = 20 / 0,25 = 80 \text{ у.о.}$$

Модель оцінки вартості звичайних акцій за допомогою зростаючого рівня дивідендів (відома як "Модель Гордона") має такий вигляд:

$$VA_3 = (D_{II} * (1 + T_d)) / НП - T_d$$

де VA_3 – реальна вартість акції з постійно зростаючим розміром дивідендів;
 D_{II} – сума дивіденда, виплаченого у 1-му інвестиційному періоді;
 T_d – темп приросту дивідендів, що виражений десятковим дробом;
 $НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акції.

Приклад 4. Останній дивіденд, що виплачений по акції, становив 150 у.о. Компанія постійно збільшує суму щорічно виплачуваних дивідендів на 10 %. Очікувана норма поточної дохідності акцій даного типу складає 20 % на рік. Тоді реальна ринкова вартість акції буде складати:

$$VA_3 = (150 * (1+0,1)) / (0,2- 0,1)$$

Здійснені розрахунки реальної вартості інструментів фінансового інвестування дозволяють на основі порівняння з їх курсовою вартістю або з очікуваною нормою валового інвестиційного прибутку формувати управлінські рішення щодо їх вибору. Моделі оцінки реальної вартості інструментів фінансових інвестицій можуть бути розширені через введення додаткових параметрів, що відбиватимуть умови емісії цінних паперів, галузевої та регіональної приналежності емітента, умови обертання обраних інструментів інвестування тощо.

Ефективність інвестування в окремі фінансові інструменти, як і при реальному інвестуванні, обумовлена величиною зворотного чистого грошового потоку від них і її показники розраховуються на основі порівняння інвестиційних витрат і генерованого чистого грошового потоку від володіння ними. Моделі оцінки ефективності фінансових інвестицій є такими ж, як і при оцінці ефективності реальних інвестицій. Прийняття управлінських рішень при фінансовому інвестуванні буде більш обґрунтованим, якщо є можливість оцінки інвестиційних якостей обраних інструментів.

Головними параметрами оцінки акцій можна визначити такі:

- вид акції відповідно до класифікаційної ознаки;
- інвестиційна привабливість регіону - суб'єкта емісії;
- фінансова стійкість та платоспроможність підприємства емітента;
- характер обертання акції на фондовому ринку;
- умови емісії акцій і т.п.

При отриманні наведеної системи показників та параметрів оцінки наступним кроком у формуванні управлінського рішення щодо фінансового інвестування є розрахунок показників оцінки ризиків окремих фінансових інструментів інвестування.

8. Моделі для визначення необхідної кількості грошових ресурсів: модель оцінки дохідності капітальних активів (CAPM), арбітражна теорія ціноутворення та трьохфакторна модель Фами-Френча

Модель оцінки дохідності довгострокових активів (CAPM)

Однією з центральних теоретичних проблем у сфері фінансової діяльності підприємств є питання ціноутворення на фінансових ринках. Вирішенню цієї проблеми присвячена модель оцінки дохідності капітальних активів (**Capital Asset Pricing Model – CAPM**). Авторами моделі є американські економісти *В. Шарп, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін*. Вона побудована на гіпотезі про те, що ціна окремих капітальних активів залежить від очікуваної рентабельності та ризику. *Модель CAPM характеризує процес формування ринкової ціни окремих цінних паперів (інших об'єктів реальних і фінансових інвестицій) за умов досконалого ринку капіталів та з урахуванням систематичного ризику, який не підлягає диверсифікації.*

Систематичні ризики досить часто позначаються також як ринкові. Вони характеризують ризик можливих для інвесторів втрат внаслідок кон'юктурних коливань, зміни процентних ставок, прийняття різного роду політичних рішень, інфляції тощо. Враховуючи природу цих ризиків, вважають, що їх неможливо зменшити на основі диверсифікації вкладень.

Для дослідження процесу ціноутворення на ринку інвестицій необхідно є ідентифікація поняття «**ринковий портфель інвестицій**». Цей портфель включає всі наявні на ринку капітальні активи (інвестиційні можливості), є максимально диверсифікованим і характеризується ринковою нормою прибутковості та середнім по ринку рівнем ризику.

Систематичний ризик у CAPM, як правило, позначається через **β -коефіцієнт**. Він характеризує залежність між середньою дохідністю ринкового портфеля та ціною окремого ринкового інструменту, який входить до його складу. Вказаний коефіцієнт може бути розрахований стосовно окремих акцій, інших об'єктів інвестування чи портфельів інвестицій. Для обчислення β -коефіцієнта слід обробити статистичні дані, які характеризують варіацію (коливання) рентабельності обраного об'єкта інвестицій за кілька попередніх періодів, безризикову процентну ставку і середню дохідність ринкового портфеля.

З цією метою слід розрахувати такі показники:

➤ середнє квадратичне (стандартне) відхилення (s_A) значень рентабельності аналізованого активу (R_A) в окремі періоди від середньої рентабельності активу за досліджуваній період (R_A);

➤ коефіцієнта кореляції $K(R_A; R_M)$, щільності зв'язку між нормою дохідності досліджуваного активу (R_A) та середньою нормою дохідності по ринку в цілому (R_M);

➤ середньоквадратичне (стандартне) відхилення (s_M) рентабельності інвестицій (R_M) по ринку в цілому.

За наявності заданих показників, β -коефіцієнт (систематичний ризик інвестицій в актив A) рекомендується розраховувати за таким алгоритмом:

$$\beta_A = \frac{\sigma_A \cdot K(R_A; R_M)}{\sigma_M}$$

Значення b -коефіцієнта слід інтерпретувати таким чином:

якщо $b=1$, то ризик інвестицій в аналізований актив знаходиться на рівні ринкового, а отже, і премія за ризик буде наближеною до середньоринкової ставки дохідності;

якщо $b>1$, то вкладення в актив вважатимуться такими, яким властивий вищий, ніж середньоринковий рівень ризиковості, а отже, інвестори вимагатимуть більшу, ніж середньоринкову норму дохідності;

якщо $b<1$, то це свідчить про нижчий за середньоринковий ризик інвестицій в аналізований актив, як наслідок — премія за ризик, на яку сподіватиметься інвестор буде меншою, ніж середньоринкова;

якщо $b = 0$, то це означає, що ризик вкладень в актив становить 0; ідеться про безризикові інвестиції.

Для прикладу наведемо дані про значення b -коефіцієнта для деяких відомих у світі компаній. У 90-х роках ХХ ст. показник «Бета» для корпорації *Chrysler* становив близько 1,28; *Ford* — 1,25; *Coca-Cola* — 0,62; *Walt Disney* — 0,9. У 2014 р. b -фактор у *Nestle* дорівнював 1,03; *ABB* — 0,75; *Zschokke* — 1,21.

Модель оцінки дохідності капітальних активів будується, як правило, в графічному вигляді, де першим кроком є побудова так званої **лінії ринку капіталів** (*capital market line*). Ця лінія в системі координат R — σ описує залежність очікуваної норми прибутковості максимально диверсифікованого ринкового портфеля цінних паперів від рівня його ризиковості.

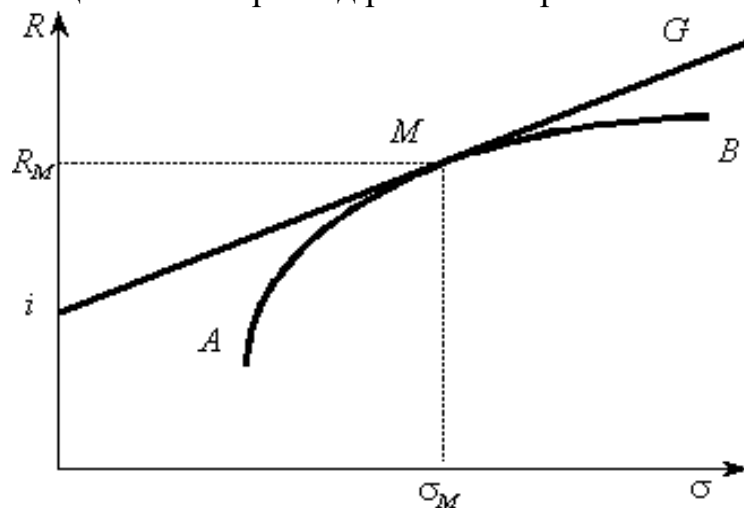


Рис. 8.5. Пряма ринку капіталів

Кінцевим етапом побудови CAPM є виведення на основі лінії ринку капіталів, **прямої ринку цінних паперів** (*security market line, SML*), яка показує залежність між очікуваною нормою прибутковості вкладень в окремі види активів, що є складовою ринкового портфеля інвестицій, від рівня їх ризиковості.

Лінія ринку капіталів. Згідно з припущеннями всі учасники ринку прагнуть сформувати найоптимальніший портфель інвестицій з погляду ризиковості та прибутковості. На рис. 8.5 за допомогою кривої *AB* представлені різні комбінації портфельів інвестицій (наприклад, акцій). З метою найповнішої

диверсифікації вкладень раціональні інвестори формують свої інвестиційні портфелі за рахунок усіх наявних на ринку фінансових інструментів. Кожна точка на кривій AB характеризує іншу комбінацію капітальних активів. Структура вкладень у ризикові активи, які представлені в ринковому портфелі, є для всіх інвесторів однаковою: кожен інвестор володіє певною їх частиною. Окремі ринкові портфелі різняться між собою лише співвідношенням між ризиковими та безризиковими інструментами, які є в їх складі. Це співвідношення залежить від схильності до ризику окремих інвесторів.

Можливість залучення та вкладення коштів за безризиковою ставкою (i) суттєво розширює діапазон можливих альтернатив для інвесторів. Пряма ринку капіталів утворюється в результаті дотику прямої, яка характеризує безризикові вкладення, та кривої портфеля ризикових інвестицій. Отже, M — репрезентує фондовий ринок у цілому, тобто сукупний ринковий портфель або «суперінвестиційний портфель, який є міні-зрізом сукупного ринкового портфеля». Зрозуміло, що такий портфель є суто теоретичним.

Пряма iMG характеризує лінійну залежність між премією, якої очікує інвестор при вкладанні коштів у ринковий портфель капітальних активів, і рівнем ризику σ . Ця пряма репрезентує найефективніші варіанти інвестиційних портфелів, які включають ризикові та безризикові активи. Всі інші точки на кривій AB (ті, що репрезентують ринковий портфель) є менш ефективними, оскільки за однакового ризику з відповідним портфелем на прямій ринку капіталу портфелі характеризуються меншим рівнем рентабельності або за однакового рівня прибутковості є ризикованішими.

Різниця $(R_M - i)$ показує величину премії, на яку очікує інвестор, готовий інвестувати кошти в середньоринковий портфель з рівнем ризику σ_M . Інакше кажучи, це — середньоринкова ціна ризику за наявності ринкової рівноваги.

Пряма ринку цінних паперів. У той час, як пряма ринку капіталів характеризує «ринкову ціну ризику», тобто середню вартість капіталу на ринку за умов невизначеності, пряма ринку цінних паперів виражає спробу з'ясувати можливу ринкову ціну (курсову вартість) окремих цінних паперів чи інших ризикових активів, які входять до складу ринкового портфеля інвестицій. Модель оцінки прибутковості інвестиційних вкладень полягає саме в побудові прямої ринку цінних паперів. Для цього слід побудувати систему координат $R-b$, де R — очікуваний рівень рентабельності капітальних активів; b — рівень систематичного ризику вкладень в окремі акції чи інвестиційний портфель (рис. 8.6). Точка (i) характеризує рівень прибутковості вкладень у безризикові активи.

SAPM передбачає, що існує лінійна залежність між ризиком (b -коефіцієнтом) та премією за ризик, яку очікують інвестори. Враховуючи те, що безризикова норма доходності цінних паперів відповідає нульовому ризику ($b=0$), а рентабельність ринкового портфеля характеризується ризиковістю $b=1$, пряму ринку цінних паперів можна побудувати, спроектувавши лінію через ці дві точки. Кожна точка на прямій ринку цінних паперів дорівнює частці ризику (відповідно прибутковості), яка відповідає окремому активу, що входить в максимально диверсифікований ринковий інвестиційний портфель M .

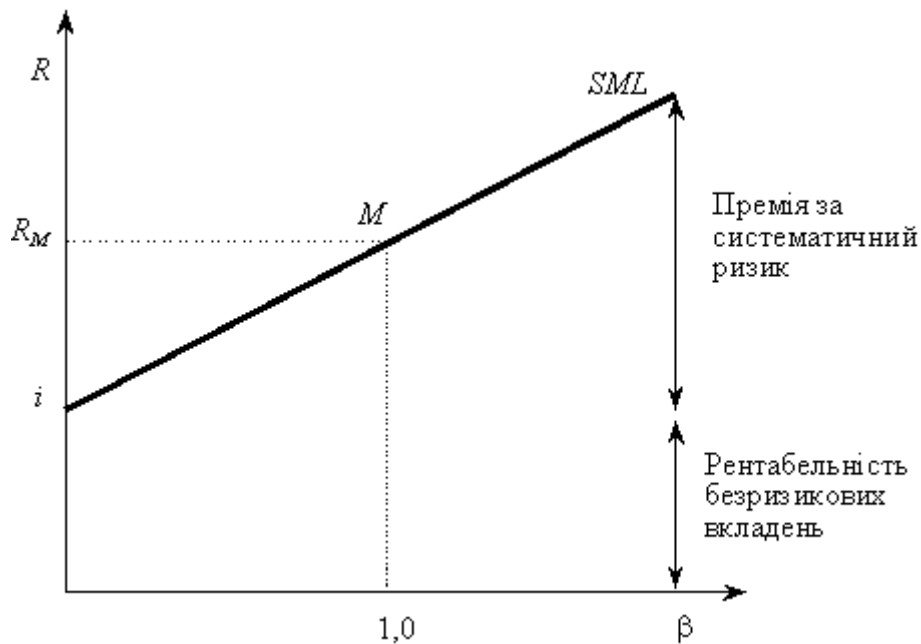


Рис. 8.6. Модель ціноутворення активів (CAPM)

Отже, очікувана рентабельність окремого виду капітальних активів (за умови, що всі можливості диверсифікації вичерпані) залежить від таких чинників:

- безризикової процентної ставки на ринку капіталів (i);
- бета-коефіцієнта (рівень систематичного ризику, властивого для активу);
- очікуваної середньої прибутковості максимально диверсифікованого ринкового портфеля інвестицій (R_M).

Модель оцінки капітальних активів (CAPM) можна уявити у вигляді очікуваної рівноважної рентабельності вкладень, яка дорівнює сумі безризикової процентної ставки та премії за ризик вкладень у певний актив, що визначається як добуток рівня систематичного ризику, властивого цьому активу, та середньоринкової премії за ризик:

$$CAPM (R_A) = i + (R_M - i) \cdot b_A$$

де $CAPM (R_A)$ — очікувана інвестором рентабельність капітальних активів за умови ринкової рівноваги.

Правило прийняття інвестиційних рішень (згідно CAPM) має такий вигляд: *слід вкладати кошти в ті інвестиції, прогнозована рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність, розрахована за CAPM. У разі наявності багатьох альтернатив слід віддати перевагу тим, рентабельність яких найбільш відрізняється від рівноважної у бік збільшення.*

Для того, щоб зрозуміти механізм прийняття інвестиційних рішень за допомогою CAPM, розглянемо умовний приклад.

Приклад 1. Оцінимо доцільність вкладення коштів в окремі акції:

Показник	Акції А	Акції Б	Акції В
1. Очікувана рентабельність інвестицій, %	10	15	20
2. Середнє квадратичне (стандартне) відхилення (s_A) рентабельності інвестицій, %	8	12	16
3. Коефіцієнт кореляції $K(R_A; R_M)$ між нормою доходності планових інвестицій та середньою	0,7	0,9	0,8

нормою доходності по ринку в цілому			
4. Середньоквадратичне відхилення (s_M) рентабельності інвестицій по ринку в цілому, %	7	7	7
5. Бета-коефіцієнт	0,8	1,5	2,3
6. Середня доходність диверсифікованого портфеля інвестицій (R_M), %	10	10	10
7. Безризикова процентна ставка на ринку капіталів (i), %	9	9	9

Розрахунок:

а). CAPM $R_a = 9 + (10 - 9) \cdot 0,8 = 8,0$ ($10 - 8,0 = 2,0$);

б). CAPM $R_b = 9 + (10 - 9) \cdot 1,5 = 15,0$ ($15 - 15 = 0$);

в). CAPM $R_v = 9 + (10 - 9) \cdot 2,3 = 23,0$ ($20 - 23,0 = -3,0$).

Згідно з правилом прийняття інвестиційних рішень за CAPM, найвигіднішим буде вкладення коштів у варіант А, оскільки очікувана рентабельність найбільше відрізняється в сторону збільшення від рівноважної рентабельності.

Арбітражна теорія ціноутворення

Деяко конкретизованішим варіантом CAPM є концепція **арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory—APT)**. Її автором є відомий американський економіст *А. Росс*. Модель АРТ можна розглядати як більш практично орієнтоване продовження CAPM. На відміну від CAPM, яка розглядає β -коефіцієнт як досить абстрактну статистичну величину, що синтезує всі фактори невизначеності, АРТ досліджує вплив окремих макро- та мікроекономічних компонентів систематичного ризику на процес ціноутворення. Хоча теорія не прив'язується до якихось конкретних факторів, однак враховуються інфляція, процентні ставки, зміна кон'юнктури тощо.

Замість β -показника в модель CAPM підставляються показники чутливості окремих цінних паперів до впливу окремих факторів ризику: b_1 ; b_2 ; b_3 . Очікувана середня прибутковість портфеля інвестицій, яка залежить від впливу окремих факторів ризику, позначається за допомогою r_1 ; r_2 ; r_3 .

Отже, премія за ризик згідно з АРТ визначається за такою формулою:

$$r_a - i = (r_1 - i)b_1 + (r_2 - i)b_2 + (r_3 - i)b_3 + \dots + (r_x - i)b_x$$

Теорія С. Росса передбачає чотири головні припущення:

- 1) ринок капіталів є досконалим;
- 2) в інвесторів досягається консенсус щодо очікуваної структури доходів за цінними паперами і за факторами, що на них впливають;
- 3) кількість факторів, загальних для всіх цінних паперів, не визначена. Кількість цінних паперів перевищує кількість факторів, які визначають доходність цінних паперів;
- 4) на ринку неможливі арбітражні операції.

С. Росс у своїй концепції стверджує, що існує певна кількість факторів, які мають вартісну оцінку, що впливають на ставку очікуваного доходу за цінним папером. Якщо з якихось причин ці фактори не можуть чинити свій вплив, то на ринку капіталів створюються можливості для арбітражних операцій.

Під **арбітражними операціями** слід розуміти операції з продажу цінного паперу за вищою ціною з одночасною купівлею, але за нижчою ціною (або навпаки), які забезпечують одержання при цьому безризикового доходу. Якщо такої можливості немає, то очікувана дохідність цінного папера є функцією безризикової процентної ставки і різноманітних факторів, кожний з яких визначений ринковою ціною.

С. Росс вивів математичну модель арбітражного ціноутворення:

$$\begin{array}{l} \text{Очікуваний} \\ \text{дохід за } i\text{-м} \\ \text{цінним папером} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Ставка доходу} \\ \text{за безризико-} \\ \text{вими цінними} \\ \text{паперами} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Чутливість} \\ \text{цінного папера } i \\ \text{до фактора} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Премія} \\ \text{за ризик, що} \\ \text{приносить} \\ \text{фактор} \end{array}$$

Оскільки на доходи корпорацій впливають різні фактори, то формула набуде такого вигляду:

$$E(R1) = Rf + b1 FRP1 + b2 FRP2 + \dots + bn FRPn,$$

де $E(R1)$ — очікувана дохідність цінного папера;

Rf — ставка доходу за безризиковим цінним папером;

$b1—bn$ — систематичний ризик, що виражає чутливість до факторів;

$FRP1—FRP2$ — факторна ринкова ціна ризику (або премія за ризик).

Отже, у моделі арбітражного ціноутворення міститься набір різноманітних джерел систематичного ризику, що дає можливість фінансовому аналітику враховувати чинники, які специфічні для певної галузі. Модель С. Росса дає можливість ефективного контролю за ризиком портфеля. Проте невизначеність систематичного ризику та його джерел ускладнюють застосування моделі.

Найважчою проблемою в моделі теорії арбітражного ціноутворення є визначення факторів, що впливають на очікувану ставку доходу за цінним папером, та їх кількість. У теорії С. Росса ці фактори не позначені. В американській літературі висловлюється думка, що для кожної галузі господарства застосовні специфічні фактори. Так, наприклад, акції корпорацій комунального господарства або електроенергетики мають слабку чутливість до змін макроекономічних показників. Зокрема, вони слабо реагують на інфляцію. Інституційні інвестори використовують модель С. Росса з доббором своїх «власних» факторів.

У моделі зазвичай використовують 5 факторів, серед котрих найчастіше трапляються такі:

- зміни в рівні промислового розвитку (або ВВП);
- зміни в темпах інфляції;
- структура процентних ставок;
- різниця в дохідності низькоризикових і високоризикових корпоративних облігацій;
- довгострокові інфляційні очікування.

Визначаючи фактори впливу на дохідність, фінансові аналітики прагнуть урахувати той ризик, який вони не можуть побороти з допомогою диверсифікації.

Приклад 1. Припустимо, що в корпорації N виявлена чутливість до таких чинників: $b1 = 0,7$ — зміни в промисловому виробництві; $b2 = 0,3$ — непередбачена інфляція; $b3 = 0,9$ — часова структура процентних ставок; $b4 = 0,4$ — премії за ризик за облігацією.

Далі припустимо, що премії за ризик за факторами чутливості становлять: 10 % — для промислового виробництва; 6 % — для інфляції; 4 % — для часової структури процентних ставок; 3 % — для премії за ризик за облігацією. Безризикова процентна ставка становить 7,5 %.

За формулою визначаємо очікуваний дохід за облігацією корпорації N:

$$E(R_i) = 0,075 + 0,7 \cdot 0,1 + 0,3 \cdot 0,06 + 0,9 \cdot 0,04 + 0,4 \cdot 0,03 = 0,211 = 21,1 \%$$

Отже, очікувана дохідність цінного папера, що емітувала корпорація N, становить 21,1 % за умови, що на неї впливали чотири фактори.

Використання моделі арбітражного ціноутворення має як переваги, так і недоліки. Позитивним є виділення кількох джерел систематичного ризику, специфічних для даної корпорації, тобто можлива процентна ставка визначається на мікрорівні. Проте в інших моделях систематичний ризик визначається на макрорівні і тому включає всі можливі ризики, які не може врахувати модель арбітражного ціноутворення.

Оцінюючи значення CAPM та АРТ як елементів теоретичного фундаменту фінансової діяльності підприємств, слід зазначити, що моделі можуть використовуватися в таких випадках:

- при прийнятті рішень про вкладання коштів в альтернативні проекти;
- при визначенні показника вартості капіталу підприємства та оцінки підприємства в цілому;
- при аналізі доцільності придбання основних засобів чи використання їх на основі лізингу;
- при аналізі доцільності злиття чи поглинання підприємств;
- при визначенні впливу дивідендної політики на курс акцій;
- при визначенні ставки капіталізації чи дисконтування в процесі оцінки вартості підприємства.

Трьохфакторна модель Фами-Френча

Однією з поширених багатофакторних моделей CAPM є трьохфакторна модель Е. Фами і К. Френча (The Fama-French Three Factor Model) (1993 р.), яка являє собою корисний інструмент для розуміння роботи портфеля, його структури, для вимірювання впливу активного управління і для оцінки майбутнього прибутку.

Загальний вигляд моделі представлений в наступному вигляді:

$$r_i = \gamma_i + \beta_{i1}(r_m - r_f) + \beta_{i2}r_{SMB} + \beta_{i3}r_{HML} + \varepsilon_i,$$

де: r_i – дохідність і-го активу;

r_f – безризикова ставка;

r_m – дохідність ринкового портфеля;

r_{SMB} – різниця між дохідністю середньозважених портфелів акцій малої і великої капіталізації;

r_{HML} – різниця між дохідністю середньозважених портфелів акцій з великим і малим відношенням балансової вартості до ринкової вартості;

β_{i1} , β_{i2} , β_{i3} – коефіцієнти, які вказують на вплив параметрів r_i , r_m , r_f на дохідність і-го активу;

γ_i – очікувана дохідність активу при відсутності впливу на нього 3-х факторів ризику; ε – помилка.

Модель Фама і Френча говорить про те, що для оцінки очікуваної прибутковості активів недостатньо враховувати тільки прибутковість ринкового портфеля, а слід також врахувати чинники g_{smb} і g_{hml} .

В цілому, результати теоретичних досліджень неокласиків для вітчизняних підприємств мають переважно теоретичне значення. Це зумовлено тим, що їхні концепції побудовані на досить рестриктивних припущеннях: наявності досконалого ринку капіталів; відсутності асиметричної інформації та абстрагування від впливу податків, а також, якщо всі учасники ринку мають однаковий доступ до всієї інформації, щодо об'єктів інвестування (фінансування). Зрозуміло, що дотримання цих умов є проблематичним не лише для України, а й для країн з розвинутою ринковою економікою. За певних обставин висновки теорії можуть бути використані при впровадженні системи раннього попередження та реагування як елемента антикризового фінансового управління.

9. Оптимізація розміщення інвестиційних ресурсів

Важливим завданням в процесі оптимізації інвестиційного портфеля є визначення оптимального обсягу бюджету капітальних вкладень.

Процедура оптимізації розміщення інвестиційних ресурсів ґрунтується на тому, що розширювати портфель доцільно тільки за рахунок інвестицій, внутрішня норма доходності яких є вищою за середньозважену вартість капіталу, необхідного для фінансування всього новоствореного портфеля.

Оптимізація розміщення інвестиційних ресурсів передбачає реалізацію етапів:

- розподіл проектів в порядку спадання внутрішньої норми доходності;
- побудова графіка інвестиційних можливостей (інвестиційних альтернатив);
- розрахунок середньозваженої вартості капіталу з врахуванням можливих змін в його структурі;
- побудова графіка граничної вартості капіталу для різних обсягів інвестування;
- знаходження точки перетину двох графіків, яка є точкою рівноваги інвестиційних та фінансових можливостей.

Приклад 1. Припустимо, що на підприємстві розглядається можливість реалізації трьох проектів А, Б, В (табл. 8.6).

Сформуємо оптимальний портфель інвестицій, якщо підприємство має можливість здійснити реінвестування 30 тис. грн. чистого прибутку та коштів амортизаційного фонду в обсязі 60 тис. грн., рентабельність використання яких має бути 15 % та 12 % відповідно. Залучення банківських кредитів для фінансування проектів можливе за мінімальною ставкою 12 % з її поступовим зростанням в міру зміни співвідношення позикових та власних джерел фінансування.

Таблиця 8.6

Характеристика потоків інвестиційних проектів, тис. грн.

Рік	Проект А	Проект Б	Проект В
0	-100,0	-100,0	-100,0
1	23,1	75,0	58,8
2	50,0	45,0	58,8
3	70,0	10,8	
ШІ, %	17,0	20,0	11,5

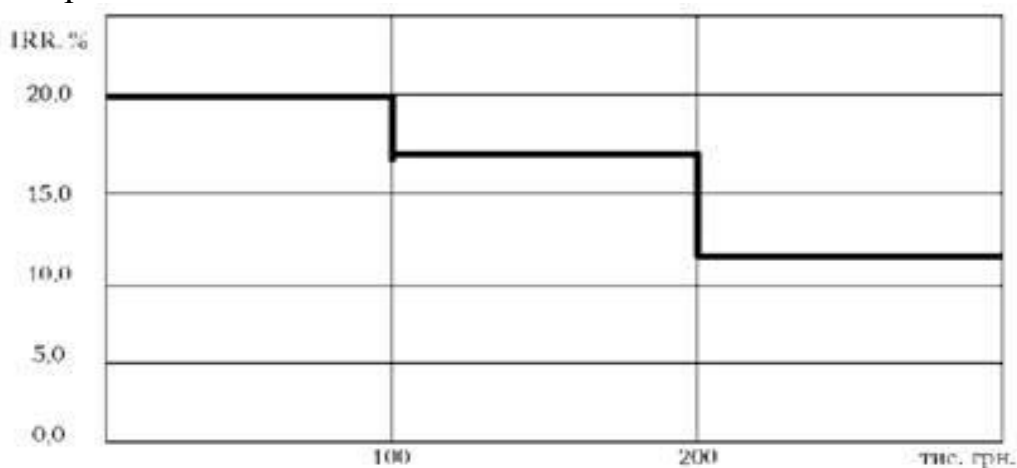
Побудова графіку інвестиційних альтернатив передбачає попередній розподіл проектів в порядку спадання внутрішньої норми доходності, оскільки кожний інвестор спочатку намагатиметься реалізувати інвестиції з високою доходністю (табл. 8.7).

Таблиця 8.7

Дані для побудови графіку інвестиційних альтернатив

	Проект Б	Проект А	Проект В
Інвестиційні витрати, тис. грн.	100,0	100,0	100,0
ШІ, %	20,0	17,0	11,5

Графік інвестиційних альтернатив (*Investmant Opportunity Schedule, IOS*) являє собою діаграму, що відображає зміну обсягів сумарного інвестованого капіталу в залежності від граничної ставки доходності інвестиційного проекту. Він є сукупністю поєднаних між собою горизонтальних відрізків, довжина яких відповідає обсягам інвестиційних ресурсів, необхідних для здійснення проектів, а висота розміщення (за вертикаллю) - внутрішній нормі доходності відповідних проектів. При цьому розміщені ці відрізки в послідовності спадання норм доходності проектів.

**Рис. 8.7. Графік інвестиційних альтернатив**

Графік граничної вартості капіталу (*Marginal Cost of Capital Scheldule, MCC*) відображає можливість підприємства залучати фінансові ресурси. Він є сукупністю поєднаних між собою горизонтальних відрізків, довжина яких відповідає обсягам фінансових ресурсів передбачених певною схемою фінансування портфеля інвестицій, а висота розміщення - їх середньозваженій вартості.

Для побудови графіку граничної вартості капіталу необхідно попередньо визначити середньозважену вартість капіталу за різних доступних підприємству умов його формування.

Таблиця 8.8

Дані для побудови графіку граничної вартості

Обсяг фінансових ресурсів, тис. грн.	Власні ресурси				Позикові кошти		WACC, %
	Прибуток		Амортизаційний фонд		тис. грн.	ціна, %	
	тис. грн.	ціна, %	тис. грн.	ціна, %			
90	30	15	60	12			13,0
150	30	15	60	12	60	12,0	11,4
190	30	15	60	12	100	14,0	11,7
200	30	15	60	12	110	15,0	12,0
300	30	15	60	12	210	16,0	12,3

Оптимальний обсяг капітальних вкладень визначається точкою перетину графіків інвестиційних альтернатив та граничної вартості капіталу (рис. 8.8).

Як видно з рис. 8.8, оптимальним є обсяг фінансування портфеля проектів 200 тис. грн., сформований з власних ресурсів та 110 тис. кредитних коштів, що відповідає середній вартості капіталу 12%. При цьому до складу інвестиційного портфеля необхідно включити проекти Б та А.

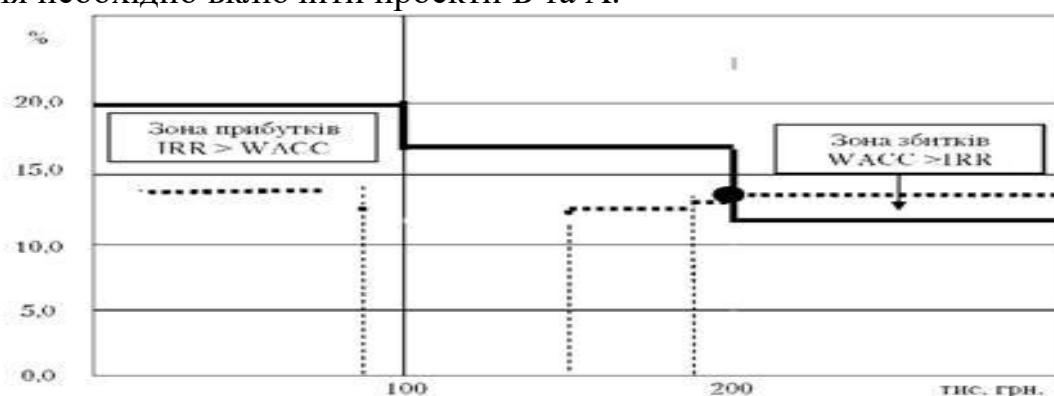


Рис. 8.8. Визначення оптимального обсягу капітальних вкладень

Оптимальний обсяг капітальних вкладень розмежовує на графіку зону прибутковості портфелю інвестицій та зону збитковості. Чим більше площа фігури між лініями граничної вартості капіталу та інвестиційних альтернатив, в якій гранична вартість капіталу менше внутрішньої доходності проектів, тим більш ефективним є інвестиційний портфель.

10. Оцінювання ефективності управління інвестиціями

Оцінювання ефективності управління портфелем інвестицій є одним із найголовніших завдань інвестиційного менеджера. У свою чергу оцінювання ефективності роботи інвестиційного інституту як закладу, що управляє інвестиційним портфелем фінансових інструментів, надзвичайно важливе для окремих інвесторів, оскільки аналіз та вибір цінних паперів для портфеля потребують великої кількості цінних матеріальних ресурсів і відволікають висококваліфікованих фахівців, а правильний вибір серед наявних альтернативних можливостей розміщення коштів слід зробити швидко. Отже, інвестори мають правильно визначити, чи доцільно інвестувати гроші в певний портфель.

Як нам уже відомо, головним показником ефективності управління інвестиціями є *дохідність вкладень*, досягнута фінансовим інститутом за аналізований проміжок часу.

Отриману дохідність розглядають не зокрема, а стосовно показників дохідності інших інвесторів або ринку в цілому. Однак висока дохідність не обов'язково є показником майстерності та професійності інвестиційного менеджера, а може бути просто пов'язана з високим ризиком його інвестиційних рішень.

Основні вимоги до інвестиційного менеджера з цінних паперів:

- можливість одержувати доходи, вищі за середні для цього класу ризику;
- можливість повністю урізноманітнити портфель, щоб уникнути диверсифікованого ризику.

Отже, менеджер найвищого класу, прогножуючи кон'юнктуру фондового ринку, має так сформулювати склад інвестиційного портфеля, щоб одержувати більшу вигоду під час піднесення на ринку цінних паперів та завдавати менших втрат під час спаду на ньому.

Таким чином, ***найважливішими принципами оцінювання ефективності портфеля інвестицій є:***

- порівняльний аналіз;
- урахування ризиковості інвестиційних стратегій, що використовуються;
- оцінка стабільності показників дохідності на певному проміжку часу, що розглядається.

Тривалий час інвестори оцінювали ефективність управління портфелем на основі дохідності.

Існують багато методів для визначення ефективності управління інвестиціями. Їх можна розділити на дві групи:

- 1) методи оцінки, що не включають дисконтування;
- 2) методи, що включають дисконтування.

До методів, що не включають дисконтування, належать такі:

- метод, заснований на розрахунку термінів окупності інвестицій (термін окупності інвестицій);
- метод, заснований на визначенні норми прибутку на капітал (норма прибутку на капітал);
- метод, заснований на розрахунку різниці між сумою доходів і інвестиційними витратами (одноразовими витратами) за весь термін

використання інвестиційного проекту (відомий під назвою Cash-flow або накопичене сальдо грошового потоку);

- метод порівняльної ефективності наведених витрат;
- метод вибору варіантів капітальних вкладень на основі порівняння маси прибутку (метод порівняння прибутку).

Методи оцінки ефективності, що не включають дисконтування, іноді називають статистичними методами оцінки ефективності інвестицій. Ці методи спираються на проектні, планові і фактичні дані про витрати і результати, зумовлені реалізацією інвестиційних проектів. При використанні цих методів в окремих випадках вдаються до такого статистичному методу, як розрахунок середньорічних даних про витрати і результати (доходи) за весь термін використання інвестиційного проекту. Даний прийом використовується в тих ситуаціях, коли витрати й результати нерівномірно розподіляються по роках застосування інвестиційного проекту.

У результаті такого методичного прийому не в повній мірі враховується тимчасовий аспект вартості грошей, фактори, пов'язані з інфляцією і ризиком. Одночасно з цим ускладнюється процес проведення порівняльного аналізу проектних і фактичних даних по роках використання інвестиційного проекту. Тому статистичні методи оцінки (методи, що не включають дисконтування) найбільш раціонально застосовувати в тих випадках, коли витрати й результати рівномірно розподілені по роках реалізації інвестиційних проектів і термін їх окупності охоплює невеликий проміжок часу - до 5-ти років.

Однак, завдяки своїй простоті, загальнодоступності для розуміння більшістю фахівців фірм, високої швидкості розрахунку ефективності інвестиційних проектів і доступності до отримання необхідних даних, ці методи отримали саме широке поширення на практиці. Основні їх недоліки - охоплення короткого періоду часу, ігнорування тимчасового аспекту вартості грошей і нерівномірного розподілу грошових потоків протягом всього терміну функціонування інвестиційних проектів.

Всю сукупність статистичних методів оцінки ефективності інвестицій можна умовно розділити на дві групи:

1. Методи абсолютної ефективності інвестицій;
2. Методи порівняльної ефективності інвестицій.

До першої групи належать метод, заснований на розрахунку термінів окупності інвестицій, і метод, заснований на визначенні норми прибутку на капітал.

До другої групи - методів порівняльної оцінки ефективності інвестицій - відносяться:

1. метод накопиченого сальдо грошового потоку (накопиченого ефекту) за розрахунковий період;
2. метод порівняльної ефективності - метод приведених витрат;
3. метод порівняння прибутку.

Теорія абсолютної ефективності інвестицій виходить з передумови, що реалізації або впровадження підлягає такий інвестиційний проект, який забезпечує виконання встановлених інвестором нормативів ефективності використання вкладень. До таких нормативів відноситься нормативний строк корисного використання інвестиційного проекту, або отримання заданої норми

прибутку. Проект підлягає впровадженню, якщо очікуване значення вищеназваних показників буде рівним або більшим їх нормативних значень.

Теорія порівняльної ефективності виходить з передумови, що реалізації підлягає такий інвестиційний проект з декількох (не менше двох), який забезпечує або мінімальну суму приведених витрат, або максимум прибутку, або максимум накопиченого ефекту за розрахунковий період його використання.

Методи оцінки ефективності інвестицій, засновані на дисконтуванні, застосовуються у випадках великомасштабних інвестиційних проектів, реалізація яких вимагає значного часу.

Дисконтування - метод оцінки інвестиційних проектів шляхом висловлення майбутніх грошових потоків, пов'язаних з реалізацією проектів, через їх вартість у поточний момент часу.

Методи оцінки ефективності інвестицій, засновані на дисконтуванні:

- метод чистої приведеної вартості (метод чистої дисконтованої вартості, метод чистої поточної вартості);
- метод внутрішньої норми прибутку;
- дисконтований строк окупності інвестицій;
- індекс прибутковості;
- метод ануїтету.

Метод оцінки ефективності інвестиційного проекту на основі чистої приведеної вартості дозволяє прийняти управлінське рішення про доцільність реалізації проекту, виходячи з порівняння суми майбутніх дисконтованих доходів з витратами, необхідними для реалізації проекту (капітальними вкладеннями).

Індекс прибутковості - це відношення наведених грошових доходів до приведених на початок реалізації проекту інвестиційним витратам. Якщо індекс дохідності більше 1, то проект приймається. При індексі прибутковості менше 1 проект відхиляється.

Внутрішня норма прибутку становить собою ту розрахункову ставку відсотка (ставку дисконтування), при якій сума дисконтованих доходів за весь період реалізації інвестиційного проекту стає рівною сумі початкових витрат (інвестицій). Цю норму можна трактувати як максимальну ставку відсотка, під який фірма може взяти кредит для фінансування проекту за допомогою позикового капіталу.

Розрахунок ануїтету найчастіше зводиться до обчислення загальної суми витрат на придбання за сучасною загальною вартістю платежу, які потім рівномірно розподіляються на всю тривалість інвестиційного проекту.

11. Новітні методи оцінки ефективності інвестицій: коефіцієнти Трейнора, Шарпа та Дженсена

На сучасному етапі є багато різних новітніх методів і критеріїв оцінювання рівня ефективності управління інвестиційним портфелем, які об'єднують рівні ризику і доходу в одній величині, а саме: метод Трейнора, Шарпа і Дженсена.

Ми зупинимося на основних методах і при цьому будемо оцінювати діяльність певного інвестиційного фонду як компанії, що управляє інвестиційним портфелем.

Метод Трейнора

Дж. Л. Трейнор уперше запропонував критерій (коефіцієнт), який враховує одночасно дохідність і ризик. За еталон для оцінювання ефективності конкретного портфеля цінних паперів використано показник надлишкової дохідності ринкового портфеля, розрахований на підставі реального фондового індексу і віднесений до рівня ринкового ризику.

Коефіцієнти Трейнора являє собою відношення середньої доходності, що перевищує без ризикову процентну ставку, до систематичного ризику β .

Трейнор насамперед цікавився рівнем ефективності, який міг би бути використаний всіма інвесторами, незалежно від їхнього ставлення до ризику. Він розробив метод, у якому за основу для оцінювання ефективності управління інвестиційним портфелем запропонував взяти показник дохідності ринкового портфеля (K_T).

$$K_T = \frac{R_m - R_o}{\beta}$$

де R_m – середньорічна ринкова дохідність за певний період;

R_o – середньорічна без ризикова ставка доходу за цей же період;

β – коефіцієнт як міра системного ризику ринкового портфеля (β ринку = 1,0).

Критерій Трейнора обчислюють за певний період часу, він являє собою відношення надлишкової дохідності (премії за ризик) портфеля до показника (міри) системного ризику β .

У коефіцієнті Трейнора дохідність співвідноситься не із загальним ризиком, а лише із систематичним (недиверсифікованим).

Трейнор припускає, що портфель, який розглядається, є повністю диверсифікованим, тому як показник ризику використовує величину β цього портфеля, розраховану стосовно дохідності ринкового портфеля.

Оскільки чисельник наведеного рівняння — це премія за ризик, а знаменник — це ступінь ризику, то економічний зміст коефіцієнта Трейнора полягає в тому, що він показує дохідність портфеля на одиницю виміру ризику.

Зазначимо, що у критерії Трейнора змінна ризику визначає лише ринковий (системний) ризик. Системний ризик є дуже важливим, оскільки залишковий ризик можна звести до мінімуму (еліминувати) за рахунок широкої диверсифікації портфельних інвестицій. Критерій Трейнора дає змогу зіставляти різні портфелі на підставі відносного показника надлишкового доходу за портфелем на одиницю вимірювання системного ризику.

Отже, коефіцієнт Трейнора дає змогу оцінити здатність інвестиційного менеджера вибрати активи з вищою дохідністю серед інших активів із таким самим ризиком.

Приклад. Припустимо, що за останні n років середньорічна дохідність сукупного ринкового (індексного) портфеля становила 16 %, тобто $R_m = 16$, а безризикова дохідність R_o — 8 %. За портфелем цінних паперів фірми «Делмі» середня дохідність за той самий проміжок часу становила 17 %, фірми «Лайн» — 0,32 %, фірми «Грета» — 14 %, показники системного ризику β відповідно $\beta_1 = 0,89$, $\beta_2 = 1,08$ і $\beta_3 = 1,2$.

На підставі цієї інформації можна обчислити коефіцієнт Трейнора для ринкового портфеля (R_m) і кожного (i -го) портфеля зазначених фірм:

$$K_T = (16 - 8) / 1,00 = 8,0$$

$$K_{T1} = (17 - 8) / 0,89 = 10,1$$

$$K_{T2} = (32 - 8) / 1,08 = 22,2$$

$$K_{T3} = (14 - 8) / 1,2 = 5,0$$

Найвище значення критерію Трейнора притаманне портфелю цінних паперів фірми «Лайн». Цей портфель забезпечив найвищу дохідність на одиницю ризику й згідно з розрахунками може вважатися найефективнішим.

Метод Шарпа

У. Шарп запропонував інший коефіцієнт, подібний до критерію Трейнора, але враховує загальний ризик портфеля, визначений як стандартне відхилення, а не тільки системний ризик. Цей метод є одним із найпростіших, але водночас і досить надійних показників ефективності управління інвестиційним портфелем. Розрахувати за певний період ризик як стандартне відхилення за звичайною формулою вибіркового стандартного відхилення портфеля (історичного стандартного відхилення) відносно нескладно, хоча й потребує певних зусиль. Особливість даного коефіцієнту полягає в тому, що на відміну від попереднього методу, в якому враховувався лише недиверсифікований ризик, тут у знаменнику використовується показник історичного стандартного відхилення дохідності як величини загального (повного) ризику інвестиційного портфеля.

У загальному вигляді для i -го портфеля критерій Шарпа (S) за певний період визначають так:

$$S_i = \frac{R_i - R_o}{\sigma_i},$$

де R_i — середньорічна дохідність i -го портфеля за певний період;
 R_o — безризикова дохідність;
 σ_i — історичне значення стандартного відхилення i -го портфеля.

Чисельник цього рівняння визначає надлишкову дохідність (премію за ризик), знаменник — загальний ризик, тобто коефіцієнт Шарпа визначає премію за ризик на одиницю вимірювання загального ризику.

Коефіцієнт Шарпа вважається найпростішим серед показників оцінювання ефективності управління портфелем. У загальному розумінні він характеризує для портфеля міру стабільності (стійкості) перевищення безризикової дохідності (надлишкової дохідності).

Приклад. Припустимо, що середньорічна дохідність ринку R_m упродовж n років дорівнює 16 %, а безризикова дохідність R_o — 8 %. Стандартне відхилення як показник ризику (приблизно 21,2) залишається незмінним на ринку акцій упродовж багатьох років, тому саме це значення найчастіше використовують у різних обчисленнях у разі поточного оцінювання і на майбутнє.

Додатково розглядаються дані стосовно портфелів цінних паперів фірми «Е», «І» і «К», які мали в аналізованому періоді середньорічну дохідність відповідно 17%, 32 % і 13 % і стандартне відхилення як міру ризику відповідно 0,13, 0,19 і 0,13.

На підставі наведених даних обчислюємо коефіцієнт Шарпа:

а) для ринку: $S_m=(16-8)/21,2=0,4$

б) для портфельів цінних паперів зазначених фірм:

$S_e=(17-8)/,013=69,2$

$S_i=(32-8)/0,19=126,3$

$S_k=(13-8)/0,13=38,5$

Аналізуючи ці дані, можна дійти висновку, що найефективніший портфель у фірми «І». Найнижчий рівень премії за ризик на одиницю вимірювання ризику має портфель фірми «К». Проте всі розглянуті портфелі ефективніші за ринок.

Приклад. Розглянемо цікавий приклад оцінки ефективності портфельів цінних паперів двох фірм і такими інвестиційними характеристиками за певний період:

	Середньорічна дохідність	Стандартне відхилення дохідності	В-коефіцієнт
Портфель 1	0,25	0,10	0,95
Портфель 2	0,30	0,20	1,05

Якщо середня безризикова ставка доходу за цей період умовно становила 0,10, коефіцієнта портфеля, критерії Трейнора, визначені з використанням розрахованого відносно ринкового індексу для цих портфельів, дорівнюють:

$K_{t1}=(0,25-0,10)/0,95=0,16$

$K_{t2}=(0,30-0,10)/1,05=0,19$

Критерії Шарпа:

$S_1=(0,25-0,10)/0,10=1,50$

$S_2=(0,3-1,0)/0,2=1,0.$

Аналізуючи отримані результати, можна зробити висновок, що згідно з критерієм Трейнора, ефективнішим можна вважати портфель 2, але, згідно з критерієм Шарпа, ефективнішим виглядає портфель 1.

Трапляються поодинокі випадки, коли коефіцієнти Трейнора і Шарпа дають протилежні оцінки ефективності портфельів. У даному прикладі це обумовлено тим, що вартість портфеля 1 менш мінлива від вартості ринкового (індексного) портфеля.

Для повністю урізноманітненого портфеля (портфеля, позбавленого будь-якого диверсифікованого несистемного ризику) критерій Трейнора і критерій Шарпа збігаються, оскільки цілковита дисперсія повністю урізноманітненого портфеля є водночас системною дисперсією. Зазначені критерії доповнюють одне одного, тому їх слід використовувати в аналізі ефективності управління портфелями разом.

Отже, коефіцієнт Шарпа дає змогу оцінити не лише вибір менеджером найдохідніших активів, а й ефективність диверсифікації (розподілу ризику). Зазначимо, що є не винятковою ситуація, коли коефіцієнти Шарпа і Трейнора можуть дати різні оцінки ефективності портфеля. Це буде свідчити про відповідну схильність до коливань вартості цього портфеля порівняно з ринковим.

Теорія пропонує й інші, складніші підходи до оцінювання ефективності управління портфелем цінних паперів, які на практиці застосовують рідко. Це насамперед критерій Дженсена.

Коефіцієнт Дженсена

Коефіцієнт Дженсена подібний до наведених вище коефіцієнтів, оскільки він базується на моделі оцінки дохідності активів

$$E(r_p) - r_f = \beta_p [E(r_m) - r_f] + e$$

де $E(r_p)$ — очікувана дохідність портфеля,

$E(r_m)$ — очікувана дохідність ринку;

β_p — систематичний ризик за активом або портфелем;

e — випадкова помилка моделі.

Це рівняння показує, що реалізована очікувана дохідність активу або портфеля за певний час є лінійною функцією безризикованої очікуваної дохідності плюс премія за ризик, яка залежить від систематичного ризику за цінним папером або портфелем, плюс випадкова помилка.

Отже, премія за ризик дорівнює β_p , помноженому на ринкову премію за ризик, плюс випадкова помилка.

Потрібно враховувати досвідченість менеджера щодо прогнозування стану ринку й вибору активів. Рівняння при цьому можна записати в такому вигляді:

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p (r_m - r_f) + e$$

Величину α_p можна подати графічно (рис. 11.1).

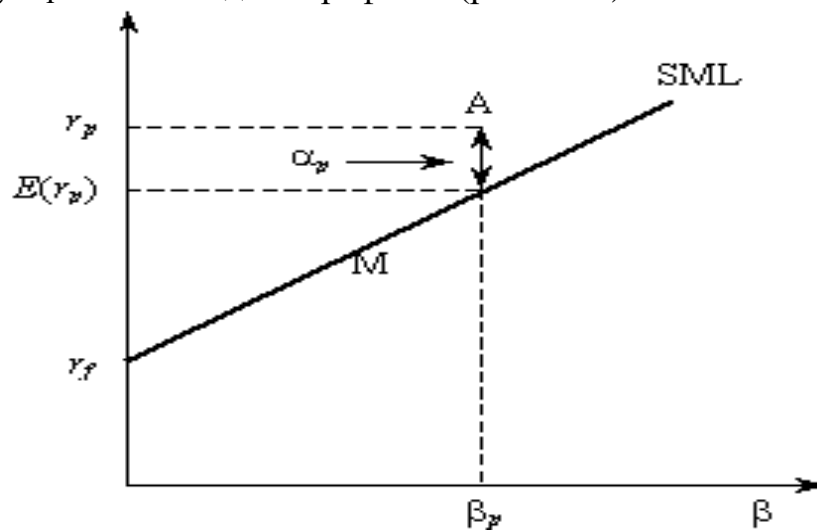


Рис. 8.9. Оцінка ефективності управління портфелем за допомогою α_p

де r_f — фактична дохідність портфеля;

SML — очікувана лінія ринку цінних паперів.

Індекс Дженсена може слугувати для оцінки результатів як активної, так і пасивної стратегії. Менеджер, який обирає останню стратегію, не ставить перед собою завдання отримати дохідність, вищу від ринкової. Тому він орієнтується на результати, представлені для портфелів, розташованих на очікуваній SML. Якщо фактична альфа не буде дорівнювати нулю, то це свідчить про те, що менеджер недостатньо обізнаний у прогнозуванні майбутньої кон'юнктури ринку.

Щодо активного менеджера, то додатна альфа в межах моделі одного періоду, коли кон'юнктура не змінюється, буде свідчити про його вміння вибрати недооцінені активи. Для тривалого періоду, який складається з коротких, додатна

альфа може бути результатом як умілого вибору конкретних активів, так і часу їхньої купівлі і/або продажу, тобто фіксації ринку.

Отже, величина α_p показує досвідченість менеджера щодо прогнозування стану ринку у виборі активів. Досвідчений спеціаліст буде мати додатну альфу, недосвідчений — від'ємну. Це показує, наскільки очікувана дохідність за портфелем залежить від уміння менеджера одержати доходи, вищі від середніх і пристосовані до ризику.

Показник α_p на основі стандартного відхилення розраховується визначенням очікуваної дохідності й такого рівняння:

$$\alpha_p = r_p - E(r_p)$$

Техніка визначення ефективності, розроблена Дженсеном та іншими аналітиками пов'язана, у першу чергу, з оцінкою загальної ефективності активів. Така техніка дає лише загальне уявлення про те, наскільки вдало менеджери вибрали їх для своїх портфелів. Але не було спроб визначити, наскільки успішно менеджери вибрали активи й диверсифікували портфелі.

Розглянемо приклад використання описаних вище методів в оцінюванні ефективності управління інвестиційним портфелем.

Приклад. Припустимо, що ви — керівник великої інвестиційної компанії, фонд якої розподіляється останні п'ять років між трьома інвестиційними менеджерами А, В, С. Вам необхідно вирішити, чи поновлювати ваші контракти з менеджерами з управління портфелем цінних паперів. Отже, щоб прийняти рішення, необхідно проаналізувати, як вони діяли. У вашому розпорядженні є такі дані.

За останні п'ять років середньозважена дохідність (враховуючи дивіденди) окупного ринкового портфеля (наприклад, індекс Standard and Poor 500) становила 11,9 %. Середня номінальна дохідність за державними казначейськими векселями — 6 %, стандартне відхилення S&P 500 — 20,6 %.

Щорічну дохідність портфелів цінних паперів та інші дані подано в таблиці

Таблиця 8.9

Інвестиційні менеджери та їх портфелі цінних паперів	Середньорічна дохідність, %	Р	Стандартне відхилення дохідності
А	15,1	1,58	32,6
В	13,9	1,12	23,1
С	12,3	0,7	14,4

Побудувати лінії ринку цінних паперів цього ринку і нанести на графіки характеристики портфелів А, В і С та ринкового портфеля. Зробити висновки про ефективність управління цими інвестиційними портфелями розрахувавши коефіцієнти Трейнора, Шарпа, Дженсона.

Інвестиційний портфель менеджера С має найнижчу премію за ризик на одиницю виміру загального ринкового ризику.

Коефіцієнти Дженсона:

$$DjKA = 0,151 - 0,06 - 1,58(0,119 - 0,06) = -0,002;$$

$$DjKB = 0,139 - 0,06 - 1,12(0,119 - 0,06) = 0,013;$$

$$DjKC = 0,123 - 0,06 - 0,7(0,119 - 0,06) = 0,022.$$

Отже, усі отримані за різними моделями коефіцієнти свідчать про найвищу професійність в управлінні інвестиційним портфелем у менеджера С.

Отримані результати мають відповідну наочність, якщо за ними побудувати лінії ринку цінних паперів та капітального ринку (рис. 11.2)

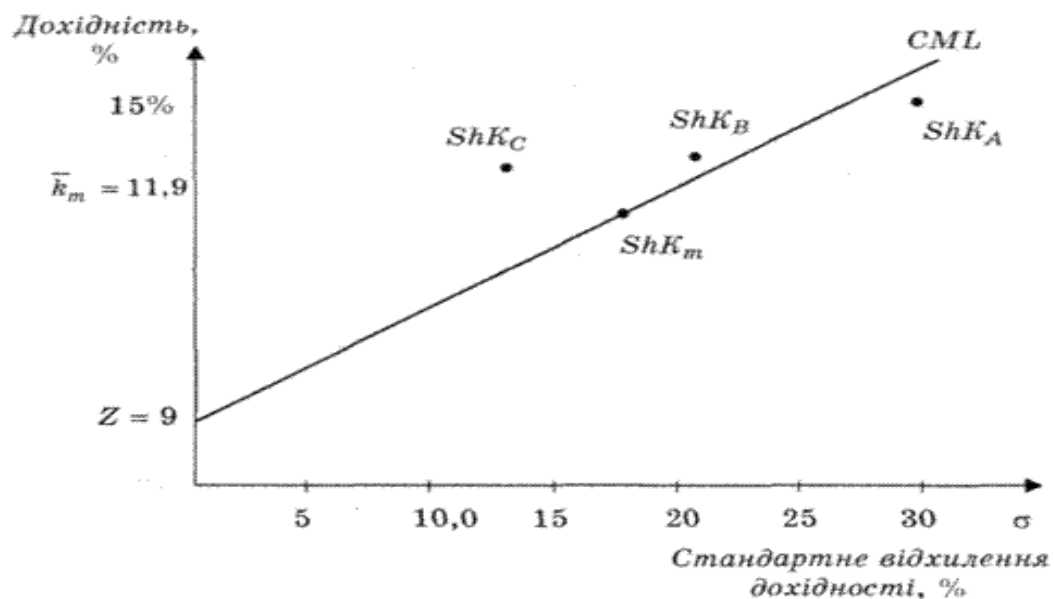


Рис. 8.10. Лінія ринку цінних паперів

Оскільки характеристики інвестиційного портфеля менеджера А знаходяться під лінією, то він має і найнижчу премію за ризик на одиницю виміру загального ризику. Відповідно портфелі менеджерів В і С, що знаходяться над лінією, є ефективнішими, ніж загальний ринок, причому портфель С ефективніший та краще пристосований до ризику, ніж портфель В (його відстань до лінії CML — більша).

Зазначимо, що методи Трейнора і Шарпа дають однакові результати для портфеля без диверсифікованого ризику (тобто для повністю урізноманітненого портфеля), оскільки загальний ринок такого портфеля (α_r) є водночас недиверсифікованим відхиленням. Таким чином, в аналізі ефективності управління інвестиційним портфелем слід використовувати обидва методи, оскільки вони доповнюють один одного.

Якщо ж інвестиційний портфель недостатньо урізноманітнений, то він, як відомо, буде піддаватися не лише ринковому, а й диверсифікованому ризику,

Отже, розглянуті вище методи визначення ефективності управління інвестиційним портфелем Трейнора, Шарпа і Дженсона дають нам загальне уявлення про те, наскільки професійно менеджери відбирали активи для своїх портфелів. Але, як відомо, вибираючи цінні папери, менеджери часто намагаються включити до портфеля недооцінені активи і, як наслідок, втрачають у диверсифікації, тому що не можуть включити всі альтернативні активи до своїх інвестиційних портфелів.

Тема 9. Рівновага на фінансових ринках

План

1. Фінансові ринки, їх характеристики, класифікація та функції.
2. Глобалізація фінансових ринків.
3. Попит та пропозиція на фінансові активи та фактори, які на них впливають
4. Рівновага на фінансовому ринку
5. Вторинний ринок фінансових активів. Похідні цінні папери.

1. Фінансові ринки, їх характеристики, класифікація та функції

В умовах ринкової економіки постійно відбуваються процеси акумуляції тимчасово вільних коштів різних суб'єктів ринку, їх подальший розподіл, перерозподіл та спрямування у вигляді позикового та інвестиційного капіталів у різні сфери економіки з метою її розвитку. Ці процеси здійснюються на фінансовому ринку, де відбувається рух грошей як капіталу.

Фінансовий ринок вважається невід'ємним атрибутом сучасної ринкової економіки. У політико-економічному значенні - це ринок, на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові ресурси. Це ринок, на якому є продавець і покупець, є товар, який продається та купується. Але цей товар особливий - гроші, надані у тимчасове або постійне користування.

Фінансовий ринок — особлива сфера фінансової системи, складова її інфраструктури, де здійснюється рух тимчасово вільного капіталу, формуються і функціонують обмінно-пере-розподільні відносини, пов'язані з процесами купівлі-продажу вільних фінансових ресурсів, їх трансформація в позиковий та інвестиційний капітал через фінансово-кредитні інститути на основі попиту та пропозиції, формується ціна на різноманітні фінансові інструменти.

Відносини обміну пов'язані з переданням одним суб'єктом іншому за відповідну плату (проценти, дивіденди тощо) права на тимчасове чи постійне використання фінансових ресурсів. Таке передання може здійснюватись прямо чи через фінансових посередників (комерційні банки, інвестиційні фонди та ін.). При безпосередніх взаємовідносинах операції з купівлі-продажу ресурсів відображають як відносини обміну (передання права використання), так і перерозподілу цих ресурсів між власником і користувачем. При участі у торгівлі фінансових посередників відносини з ними продавців і покупців ресурсів є відносинами обміну, а перехід ресурсів від власника до користувача — відносинами перерозподілу.

Призначення фінансового ринку — забезпечити підприємствам належні умови для залучення необхідних коштів і продажу тимчасово вільних ресурсів. Об'єктивною передумовою функціонування фінансового ринку є незбіг потреби у фінансових ресурсах з джерелами їх задоволення.

Головною передумовою існування фінансового ринку є неспівпадання потреб у фінансових ресурсах того чи іншого суб'єкта ринкових відносин із наявністю джерел задоволення таких потреб.

В економіці постійно відбувається кругообіг фінансових ресурсів, суб'єктами якого є домашні господарства, підприємства, держава і різні фінансові інститути — фінансові посередники. У процесі господарювання в одних суб'єктів виникає потреба в додаткових коштах з метою розширення діяльності, а в інших — нагромаджуються заощадження.

Фінансовий ринок допомагає зустрітися продавцям і покупцям особливого товару — фінансових зобов'язань, він займає важливе місце на ринку ресурсів, адже сприяє обміну грошей майбутніх на гроші нинішні.

Розглянемо взаємовідносини продавців та покупців вільних коштів на фінансовому ринку (рис.9.1).



Рис. 9.1. Взаємовідносини продавців та покупців на фінансовому ринку

Головними суб'єктами фінансового ринку є домашні господарства, в яких у більшості випадків доходи перевищують видатки на величину заощаджень. Через фінансові інститути (банки, страхові компанії, інвестиційні фонди та ін.) заощадження домашніх господарств перетворюються в інвестиції для підприємств, що дає їм змогу розширити діяльність (рис. 9.2).

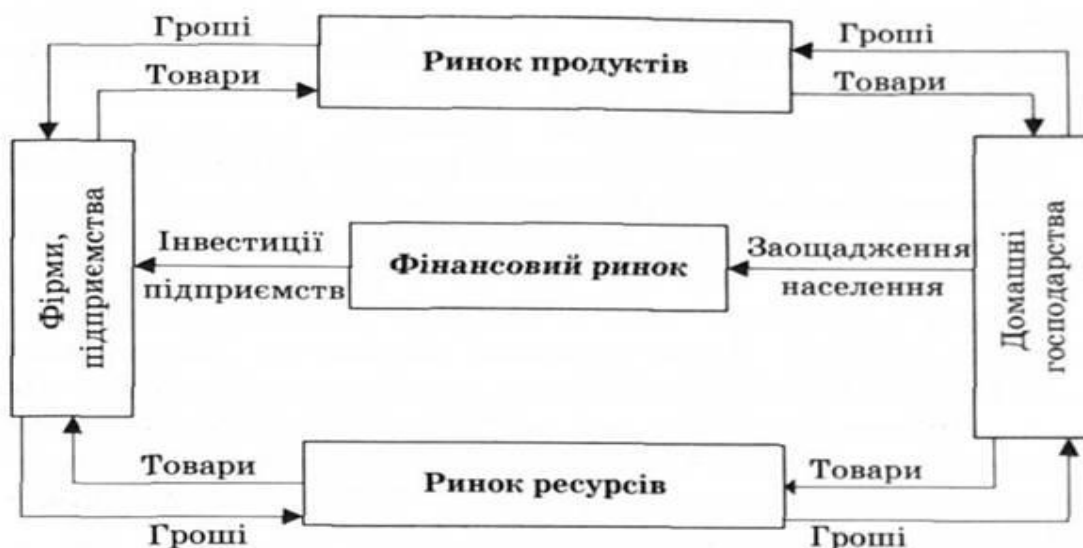


Рис. 9.2. Місце і роль фінансового ринку в системі ринкових відносин

Значення фінансового ринку в системі ринкових відносин полягає у можливості відкласти нинішнє споживання, нагромадити заощадження і спрямувати їх у сферу підприємництва.

Фінансовий ринок виконує такі функції:

- обслуговує товарний обіг за допомогою кредиту;
- акумулює грошові заощадження та нагромадження населення, підприємств, держави;
- трансформує акумульовані грошові кошти у позиковий та інвестиційний капітали;
- реалізовує вартість, втілену у фінансових активах, та організовує процес доведення фінансових активів до споживачів (покупців, вкладників);
- перерозподіляє на взаємовигідних умовах грошові кошти підприємств з метою їх ефективнішого використання;
- впливає на грошовий обіг та прискорення концентрації й централізації капіталу, обороту капіталу, що сприяє активізації економічних процесів;
- формує ринкові ціни на окремі види фінансових активів;
- здійснює страхову діяльність і створює умови з метою мінімізації фінансових та комерційних ризиків;
- кредитує уряд, місцеві органи самоврядування шляхом розміщення урядових і муніципальних цінних паперів;
- обслуговує населення під час кредитування споживчих видатків.

Економічна роль фінансового ринку полягає в його здатності об'єднати дрібні, розрізнені грошові кошти в інтересах усього суспільного нагромадження. Це дає змогу активно впливати на концентрацію та централізацію виробництва та капіталу, забезпечити рух фінансових потоків, перехід вільних фінансових фондів (заощаджень) в інвестиції.

Держава пов'язана з фінансовим ринком через економічні відносини, що виникають між державою й іншими суб'єктами ринку стосовно створення, розподілу, перерозподілу та використання вартості ВВП і національного доходу країни. При цьому утворюються централізовані та децентралізовані фонди фінансових ресурсів. Через державні позики на фінансовому ринку шляхом емісії та розміщення державних цінних паперів держава має змогу фінансувати дефіцит державного бюджету.

Систему взаємозв'язків на фінансовому ринку між різними економічними суб'єктами (державою, юридичними та фізичними особами) показано на рис. 9.3.

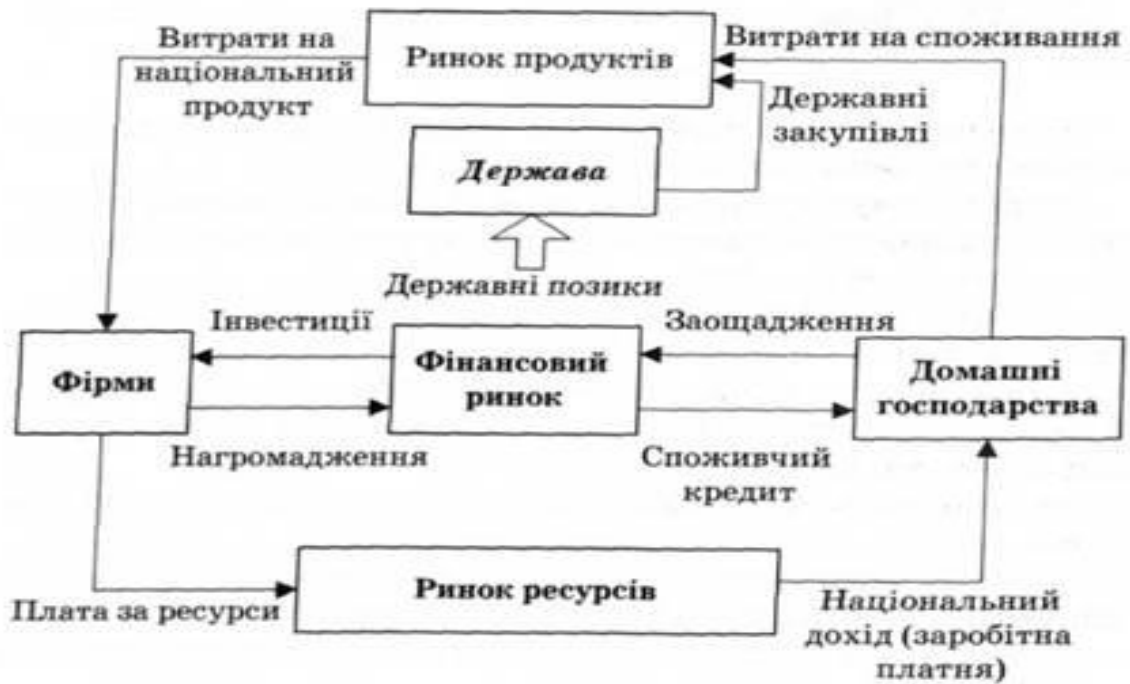


Рис. 9.3. Система взаємозв'язків між суб'єктами фінансового ринку

Принципи функціонування фінансового ринку:

- вільний доступ до ринкової інформації і ринкових інструментів для всіх учасників фінансового ринку;
- прозорість ринку і реальний захист інвесторів;
- конкурентність та ефективність;
- відповідність міжнародним стандартам.

Класифікація фінансового ринку

За видами фінансових активів поділяється на:

- кредитний ринок;
- ринок цінних паперів (фондовий ринок);
- валютний ринок (іноземна валюта і фінансові інструменти, що обслуговують її);
- страховий ринок (страховий захист);
- ринок золота (срібло, платина)
- ринок фінансових послуг (кредитні операції та ін.).

За періодом обертання фінансових активів:

- ринок грошей;
- ринок капіталів.

За регіональною ознакою:

- місцевий фінансовий ринок;
- регіональний фінансовий ринок;
- національний фінансовий ринок;
- світовий фінансовий ринок.

За швидкістю реалізації угод на фінансовому ринку розрізняють:

- ринок з терміною реалізацією угод (як правило, до 3 днів);
- ринок з реалізацією угод в майбутньому

2. Глобалізація фінансових ринків

Одним з найбільш розвинених елементів загального глобалізаційного процесу є економічна глобалізація. У структурі економічної глобалізації особливе місце посідає процес *глобалізації міжнародних фінансових ринків* (МФР), що пов'язане з радикальними змінами в їхній ролі в архітектурі світового господарства.

Раніше головним завданням міжнародного фінансового ринку було обслуговування реального сектору економіки. За останні десятиліття процес інтернаціоналізації фінансової сфери спричинив виникнення потужної інфраструктури світового фінансового ринку, яка охопила більшість країн світу. Важливим наслідком цього стала фактична незалежність світового фінансового ринку від політики окремих країн світу. Розвиток комунікаційних систем на фоні лібералізації міжнародних економічних і зокрема валютно-фінансових відносин привів до практично абсолютної мобільності капіталу. Ці фактори сприяли виникненню відносно незалежності міжнародного фінансового ринку від реального сектору. Саме тому темпи їхнього розвитку набагато перевищують темпи розвитку реального сектору світової економіки — більша частина операцій на них (до 90%) мають чисто спекулятивний характер. Крім того, все більшої сили набуває прояв зворотного впливу фінансової сфери на реальний сектор економіки. Така позиція світових фінансових ринків за умови загальної тенденції глобалізації світових економічних відносин сприяла тому, що процес їхньої глобалізації пройшов значно скоріше, ніж ринків товарів та послуг, інших факторів виробництва.

Глобалізація фінансових ринків полягає в посиленні їхньої ролі в процесі руху фінансових ресурсів між країнами, що супроводжується зростанням міжнародної мережі фінансових організацій та виникненням якісних змін в їхній структурі управління та філософії менеджменту.

Залежно від співвідношення процесів глобалізації фінансового і реального секторів економіки виділяють **чотири типи глобалізації фінансових ринків**:

1. **Відсутність глобалізації.** Як фінансовий, так і реальний сектор економіки в обох країнах ізольований в межах їхніх національних кордонів.

2. **Глобалізація переважно реального сектору.** В регіональних об'єднаннях країн ринки деяких видів товарів і послуг можуть бути повністю інтегровані, і виникає ситуація, за якої реальний сектор економіки переважає фінансову сферу за ступенем розвитку глобалізації.

3. **Глобалізація переважно фінансового сектору.** Оскільки мобільність фінансових активів є більшою за мобільність товарів та послуг, то в багатьох випадках розвиток глобалізації відбувається на фінансових ринках.

4. **Повна глобалізація.** Реальний і фінансовий сектори економіки обох країн перебувають у тісному взаємозв'язку.

За сучасних умов у світі переважає третій тип глобалізації, проте якщо досліджувати окремі регіони та країни, то можна виявити й інші типи.

Рушійними факторами глобалізації фінансових ринків є:

- наявність вільного руху капіталу між країнами;
- лібералізація і дерегулювання фінансових ринків;
- конкуренція за доступ до капіталу і пошук нових можливостей;

- мінливість і нестабільність ринків, особливо в країнах, що розвиваються;
- розвиток інформаційних технологій;
- стандартизація фінансових продуктів;
- фінансові інновації.

Учасники міжнародного ринку капіталу (банки, біржі, інвестори, урядові організації) є двигуном глобалізації. Перебуваючи в постійній взаємодії, вони впливають на майбутній розвиток факторів її розвитку.

Сьогодні глобалізація фінансових ринків включає в себе наступні тенденції:

➤ **Зростання конкуренції на міжнародних фінансових ринках між кредитором та позичальниками.** Це стало результатом дії двох факторів: 1) транснаціональні фінансові організації постійно знаходяться у пошуках вигідних напрямків вкладення капіталу, враховуючи те, що прибутковість операцій на фінансових ринках країн, що розвиваються, є значно вищою за прибутковість операцій на ринках розвинених країн, проте ризикованість таких операцій також значно вища. Операції в деяких країнах і регіонах забезпечують оптимальне співвідношення між рівнем дохідності і ступенем ризику, тому конкуренція на цих сегментах ринку капіталу дуже висока; споживачі фінансових ресурсів (уряди країн, транснаціональні і локальні компанії) потребують значних обсягів фінансування, причому потреба в коштах є більшою за їх пропозицію. Тому позичальники конкурують між собою за можливості використання джерел дешевого капіталу.

➤ **Інтеграція міжнародних ринків капіталу.** Поштовхом до цього процесу стала ліквідація багатьох бар'єрів для входження на національні ринки капіталу міжнародних кредиторів та позичальників, підвищення мобільності боргового капіталу, зниження трансакційних витрат, стрімкий розвиток інформаційних систем (баз даних, глобальних комп'ютерних мереж) тощо. Поява єдиної європейської валюти (євро) змінила роль європейських фінансових ринків у світовій валютно-фінансовій системі.

➤ **Конвергенція міжнародних фінансових ринків.** Цей процес є схожим на інтеграцію і полягає в поступовому зникненні меж між різними секторами міжнародних фінансових ринків. Це стало можливим за умов: послаблення законодавчого розподілу інвестиційного і комерційного банківського бізнесу; створення фінансових холдингів на базі фінансових організацій різної спеціалізації.

Універсальні комерційні банки внаслідок цього стали активними учасниками ринку цінних паперів, а інвестиційні банки почали освоювати новий для себе сегмент кредитування. Поступове знищення сегментації спостерігається і серед інституційних інвесторів, що інвестують кошти в нетрадиційні для них боргові інструменти шляхом використання деривативів і сек'юритизації. Злиття фінансових установ приводить до виникнення міжнародних фінансових холдингів, що об'єднують страхові компанії, пенсійні та взаємні фонди, інвестиційні й комерційні банки і охоплюють в своїй діяльності різноманітні сегменти фінансового ринку.

Концентрація міжнародних фінансових ринків — це процес злиття як організацій-кредиторів (банків, інвестиційних фондів, страхових компаній), так і організацій-позичальників (ТНК і т. д.). У результаті величезні обсяги фінансових

ресурсів концентруються в руках обмеженої кількості глобальних гравців, котрі не тільки здійснюють операції на багатьох сегментах ринку боргового капіталу, але й виступають «маркет-мейкерами» — визначають вартість фінансових ресурсів на ринку на базі їхньої пропозиції і попиту на них. Процеси концентрації торкнулися всіх розвинених країн світу.

Комп'ютеризація та інформатизація фінансових ринків полягає в широкому використанні учасниками міжнародних фінансових ринків новітніх інформаційних систем, глобальних баз даних та інтегрованих систем управління операціями (SWIFT, CEDEL, EUROCLEAR, NASDAQ, BLOOMBERG, DATA-STREAM, REUTER тощо). Дія інших факторів глобалізації безпосередньо залежить від розвитку інформаційних технологій. Так, комп'ютерні системи широко використовуються в світовій торгівлі борговими цінним паперами, управління ризиками і т. д. Деякі міжнародні банки інвестують суми до 25% своїх загальних щорічних операційних витрат тільки на розвиток своїх інформаційних технологій.

Міжнародні інвестори і позичальники висувають низку **вимог щодо глобалізованих фінансових ринків і їхніх учасників**. Як наслідок, ці вимоги є результатами фінансової глобалізації. Серед них слід назвати:

- високу якість продуктів та вигідну ціну на них;
- високий рівень диверсифікації та інтенсивну інноваційну діяльність;
- високу ліквідність фінансових продуктів;
- професійне управління ризиками;
- ефективний розподіл капіталу в світовому масштабі.

Проте існують і певні **недоліки** глобалізованих фінансових ринків:

➤ глобалізовані ринки є фактором впливу на політичні та економічні події в країнах світу — зміни на них через систему причинно-наслідкових зв'язків впливають на загальну ситуацію на планеті;

➤ глобалізація фінансових ринків приводить до виникнення відмінностей між глобальними і орієнтованими на внутрішній ринок учасниками. Проникнення глобальних учасників на національні фінансові ринки може мати неоднозначний вплив на них, наприклад, сприяти виникненню фінансових криз;

➤ ризики нецільового використання фінансових інструментів, фінансових махінацій з боку глобальних учасників та ін.

У сучасних умовах з ідеальної точки зору капітал має вільно переміщуватись із внутрішніх до світового фінансового ринку і навпаки. Він має спрямовуватись туди, де дохідність вища за той її рівень, що існує всередині країни. Тому традиційна точка зору на подальший розвиток міжнародного руху капіталу полягає в тому, що мобільність капіталу буде підвищуватись доти, доки світова економіка не розвиватиметься відносно рівномірно і ставки дохідності в різних країнах не стануть приблизно однаковими.

Щодо сучасної ситуації на світових фінансових ринках, то вона є досить неоднозначною. З одного боку, зростання міжнародної фінансової сфери за останні роки є очевидним. Воно має два головні елементи — зростання руху заощаджень, який покращує ефективність розміщення фінансових ресурсів, та зростання операцій, які мають за мету трансфер ризику.

Головними компонентами міжнародних фінансових потоків є *прямі і портфельні іноземні інвестиції*.

Аналіз динаміки цих двох складових дозволяє зробити такі висновки:

➤ до початку 2000-х років як прямі, так і портфельні інвестиції розвивались приблизно однаковими темпами, з 2005 року темпи зростання обсягів портфельних інвестицій значно підвищились. Це може пояснюватися розвитком фінансових інновацій та поширенням використання похідних фінансових інструментів внаслідок подальшої лібералізації фінансової сфери;

➤ у структурі прямих інвестицій до початку 2000-х років вхідні фінансові потоки переважали, а з 2005 року — почалось зростання вихідних потоків, яке відбувається й сьогодні;

➤ в структурі портфельних інвестицій протягом всього досліджуваного періоду перевага надавалась борговим цінним паперам, обсяги інвестицій з їхнім використанням набагато перевищують інвестиції в пайові цінні папери. Це пояснюється тим, що боргові цінні папери є більш придатними для спекулятивних операцій та зростання обсягів міжнародних фінансових операцій пояснюється насамперед зростанням цього їхнього компонента.

Зростання міжнародних фінансових операцій в останні роки пояснюється також швидким збільшенням частки операцій з трансферу ризику, до яких належать насамперед операції з деривативами. За період 2002-2014 рр. загальні обсяги операцій з похідними фінансовими інструментами збільшилися майже в 15 разів. Головними компонентами цих операцій є валютні і процентні свопи, а також процентні опціони.

У 2008 році загальний обсяг емітованих процентних свопів становив 36,2 трлн. дол. США, процентних опціонів — 8,0 трлн. дол. США, валютних свопів — 2,25 трлн. дол. США, аналогічні тенденції збереглися в 2009-2014 роках.

Розвиток саме цього типу операцій є певним доказом постійного зростання мобільності капіталу, оскільки за цієї умови саме операції, що застосовують процентний арбітраж, є найбільш ефективними.

Якщо порівняти обсяги операцій з деривативами з обсягами операцій, пов'язаних із прямим і портфельним інвестуванням, а також із рухом товарів та послуг, то можна виявити цікаву особливість розвитку глобального ринку на сучасному етапі — його *непропорційний розвиток на користь похідних фінансових інструментів*. Так, якщо щорічний обсяг експорту товарів на початку 2000-х років в середньому становив 5 трлн дол. США, обсяг експорту послуг — 1,2 трлн дол. США, прямі й портфельні інвестиції — 712 млрд. дол. США, то обсяги міжнародної торгівлі деривативами — 2 трлн дол. США щоденно.

Проте результати певних досліджень, що були присвячені проблемам глобальної фінансової системи, дозволяють сумніватися в реальному зростанні міжнародного руху капіталів під впливом глобалізації. Такий висновок можна зробити на базі трьох парадоксів розвитку глобального ринку: парадоксу «внутрішнього зрушення», парадоксу Фельдштейна-Хоріюки та спостережень, що показали досить низький рівень чистих міжнародних потоків капіталу.

Парадокс «внутрішнього зрушення» полягає в наступному. Відомо, що диверсифікація інвестиційного портфеля дозволяє підвищити прибутковість портфеля при збереженні рівня загального ризику. В цьому аспекті фінансова глобалізація пропонує майже безмежні можливості для формування високоприбуткових інвестиційних портфелів шляхом міжнародної диверсифікації ризику. Проте дослідження реальних портфелів інвесторів показують, що значна

частка фінансових ресурсів у них всупереч моделям оптимізації інвестиційного портфеля інвестована в національні, а не в іноземні активи. Так, результати аналізу міжнародних інвестиційних портфельів інвесторів з США, Великобританії та Японії показали, що, наприклад, у складі американських портфельів національні цінні папери складають 94 %, а японські інвестори тримають до 98 % своїх активів в японських цінних паперах. У той же час французькі, німецькі та канадські інвестори інвестували в японські і американські цінні папери не більше 1% своїх активів (табл. 9.1).

Таблиця 9.1

Частка інвесторів з Великобританії, Японії та США у структурі портфельних інвестицій в економіки провідних країн світу

Країна	США	Японія	Велика Британія
США	0,938	0,0131	0,059
Японія	0,031	0,9811	0,048
Велика Британія	0,011	0,0019	0,820
Франція	0,005	0,0013	0,032
Німеччина	0,005	0,0013	0,035
Канада	0,010	0,0012	0,006

Такий серйозний дисбаланс у розміщенні фінансових ресурсів суперечить концепції міжнародної диверсифікації портфельів. Проте навіть на початку 2000-х років, коли в США почали свою діяльність глобальні інвестиційні фонди, перерозподілу ресурсів на користь зарубіжних активів такі не відбулось.

Інший парадокс, що отримав назву **парадоксу Фельдштейна-Хоріоки**, стосується розподілу заощаджень та інвестицій у світовій економіці. Якщо взяти до уваги зростаючу інтеграцію фінансових ринків і відповідно всезростаючу мобільність капіталу, то розподіл інвестицій в світі має відбивати співвідношення ставок дохідності в різних країнах. При цьому прямого взаємозв'язку між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями в країні не повинно бути, оскільки додатковим джерелом інвестицій в даному разі виступає міжнародний ринок капіталу. Проте практика свідчить, що країни, які мають високу норму заощадження, мають одночасно і високу норму внутрішніх інвестицій, тобто існує тенденція внутрішнього поглинання заощаджень у країнах світу.

Щодо міжнародних потоків капіталу, то вони є одним із найважливіших індикаторів глобалізації фінансових ринків. У системі національних рахунків рахунок поточних операцій відповідає різниці між валовими національними заощадженнями та інвестиціями. Дефіцит даного рахунка відбиває нестачу внутрішніх заощаджень, що фінансується притоком чистих іноземних заощаджень. Така структура платіжного балансу дозволяє розглядати динаміку сальдо рахунку поточних операцій як міжнародну мобільність капіталу.

Згідно з проведеними дослідженнями, середній розмір чистих міжнародних потоків капіталу розвинених країн світу, виражений у процентному співвідношенні до номінального ВВП, напередодні Першої світової війни становив близько 3%. У деякі періоди цей показник досягав 4-5%, в 20-30-ті та

50-60-ті роки він знижувався. Після введення Ямайської валютної системи і переходу до плаваючих валютних курсів цей показник досяг 3% і залишається незмінним до сьогодні. Така динаміка пояснюється змінами орієнтації макроекономічної політики вказаних країн світу.

Як відомо, з трьох головних цілей макроекономічної політики (стабільність валютного курсу, внутрішня економічна стабільність або вільний рух капіталу) країна може досягти одночасно тільки двох з них. До 1914 р. індустріальні країни були орієнтовані на стабільність валютних курсів і вільний рух капіталу в умовах золотого стандарту. Тому за цей період міжнародні фінансові ринки показали досить високу мобільність. Під час функціонування Бреттон-Вудської системи міжнародна мобільність капіталу була дуже низькою, адже макроекономічна політика була спрямована насамперед на внутрішню стабільність і фіксовані курси валют. Після переходу на плаваючі валютні курси головними орієнтирами стали стабільність економіки і вільний рух капіталу, внаслідок чого мобільність фінансових ресурсів почала збільшуватись. Проте незмінність рівня мобільності капіталу на сучасному етапі суперечить концепції зростаючої фінансової глобалізації.

Пояснення вказаних парадоксів є досить суб'єктивними. Так, наприклад, парадокс внутрішнього зрушення частково пояснюється тим, що інвестори обмежують ступінь ризику, вкладаючи кошти переважно в іноземні боргові зобов'язання, аніж в пайові цінні папери. Парадокс Фельдштейна-Хоріоки пояснюють впливом економічної політики держави, яка спрямована на ліквідацію значного дисбалансу рахунка поточних операцій. У будь-якому разі виникнення цих явищ означає, що глобалізацію фінансових ринків стримують певні бар'єри на шляху міжнародних інвестицій. Ці бар'єри можуть бути порівняні зі своєрідними фільтрами. Операції, що відбиваються у платіжному балансі країни, як правило, пов'язані зі значними трансакційними витратами (їх існування обумовлене існуванням вказаних бар'єрів) та є менш привабливими для інвесторів, ніж позабалансові операції (операції з деривативами тощо), які пропонують аналогічний розмір доходу при нижчих витратах на їхнє здійснення (дія бар'єрів на них практично не розповсюджується). Саме тому спостерігається такий стрімкий розвиток світового ринку похідних фінансових інструментів, хоча об'єктивні тенденції взаємозближення економік різних країн та інтеграції як товарних ринків, так і ринків факторів виробництва дають серйозний поштовх до розвитку також і балансових операцій. Майбутнє глобалізаційних процесів в фінансовій сфері залежатиме від того, як буде змінюватись ризикованість міжнародних фінансових операцій.

Причини зменшення ризиковості міжнародних фінансових операцій:

➤ *Прогрес у технологіях управління ризиком та в телекомунікаційних системах*, які дозволяють мінімізувати ризик і скасувати частину витрат, пов'язаних безпосередньо з виконанням міжнародних операцій. Серед технологій управління ризиком слід окремо зупинитись на хеджуванні ризиків за допомогою похідних фінансових інструментів. Їх бурхливий розвиток в останні десятиліття сприяв ускладненню цих інструментів і розширенню спектру ризиків, що можуть ними покриватись. Так, в найближчому майбутньому можуть з'явитися деривативи, які дозволитимуть страхуватись від макроекономічних коливань.

➤ *Постійне поглиблення міжнародного поділу праці*, внаслідок чого розвиток фінансових ринків сприяє реорганізації фінансових центрів, поглибленню їх спеціалізації на певних видах операцій. В галузях банківських інвестицій страхування спостерігається розвиток міжнародної кооперації.

Спостерігається конгломерація міжнародних фінансових установ, що виявляється у збільшенні обсягів операцій з їх поглинання та купівлі. Ця тенденція має двоякий вплив на міжнародний фінансовий ринок: з одного боку, інтегровані міжнародні фінансові установи зможуть досягти максимальної ефективності операцій завдяки створенню ефективної структури управління фінансовими ресурсами та ризиком, з іншого — надмірне укрупнення фінансових установ призведе до втрати кожним із операторів міжнародного фінансового ринку свободи в прийнятті рішень і виборі партнерів, що негативно вплине на їхню мотивацію.

У будь-якому разі, ринок фінансових послуг стає все більш конкурентним, причому зростання конкуренції спостерігається на багатьох сегментах цього ринку, що сприяє поступовому зниженню вартості фінансових операцій.

Зниженню витрат сприяє зростаюча конвергенція інфраструктури фінансового ринку. Наприклад, 10 років тому для обміну платежами з деякими країнами було потрібно кілька днів або навіть тижнів. По мірі розвитку глобалізації міжнародні системи укладання угод та здійснення платежів були уніфіковані та прийняті до використання великою кількістю країн, а час, потрібний для здійснення операцій, значно скоротився. Іншим кроком стало прийняття єдиних стандартів бухгалтерського обліку фінансових операцій та відображення їхніх результатів в фінансових документах фірм. Це має велике значення, оскільки за цими стандартами досягнення фірми в сфері оптимізації інвестицій та фінансування мають бути відображені безпосередньо в фінансовій звітності фірми, що є важливим для зовнішніх користувачів цією інформацією.

Фінансова глобалізація приводить до переміщення фінансових потоків з сегментів ринку з високим ступенем ризику до сегментів, де рівень ризику є більш низьким і в довгостроковій перспективі вона позитивно вплине на стабільність світової фінансової системи. З іншого боку, в короткостроковому періоді вона може зробити її більш вразливою і нестабільною.

Специфічним наслідком глобалізації міжнародних фінансових ринків є світові фінансові кризи, передумовою виникнення яких є в більшості випадків невідповідність між економічними реаліями в країні та економічною політикою її уряду, а фінансова глобалізація є механізмом, який не тільки перетворює цю невідповідність на кризу в окремо взятій країні, а й сприяє її розповсюдженню на інші країни світу. Несприятливе економічне середовище в певній країні спонукає іноземних інвесторів масово виходити з її фінансових ринків, що спричиняє глибоку кризу її фінансової системи. Значна загроза збитків також сприяє поширенню паніки на фінансові ринки інших країн зі схожими макроекономічними характеристиками. Так, азієцька фінансова криза 1997 року мала наслідком значне зменшення портфельних інвестицій на ринках країн, що розвиваються; паніку на провідних фондових біржах світу та величезні збитки багатьох компаній; уповільнення темпів економічного зростання в світі внаслідок скорочення обсягів міжнародної торгівлі.

Світова фінансова система в її сучасному вигляді є нездатною ефективно запобігати кризам і швидко ліквідувати їхні наслідки, тому необхідність її реформування стає нагальною проблемою сучасності.

3. Попит та пропозиція на фінансові активи та фактори, які на них впливають

Фінансові активи є специфічними неречовими активами, які являють собою законні вимоги власників цих активів на отримання певного, як правило, грошового доходу в майбутньому. За допомогою фінансових активів здійснюється передавання фінансових ресурсів від тих, хто має їх надлишок, тобто від інвесторів, до тих, хто потребує інвестицій. Ціна на будь-який фінансовий актив встановлюється на рівні, що характеризує зрівноваження попиту й пропозиції на цей актив.

Фінансові активи — це частина активів підприємства, яка являє собою фінансові ресурси (грошові кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу.) Фінансові активи включають в себе готівку каси, депозити в банках, вклади, чеки, страхові поліси, вклади в цінні папери, зобов'язання інших підприємств і організацій з виплати коштів за відвантажену продукцію (комерційний кредит), портфельні інвестиції в акції інших підприємств, пакети акцій інших підприємств, які надають право контролю, паї.

Фінансові активи створюються шляхом здійснення фінансових операцій за рахунок власних та залучених коштів. У структурі фінансових інструментів фінансовим активам належить найбільша питома вага, а в структурі фінансових активів – банківським кредитам.

За методологією МВФ фінансові активи поділяють на:

1) *двосторонні активи* – готівка та депозити; позичка, цінні папери (крім акцій); похідні фінансові інструменти; акції та інші інструменти участі в капіталі; комерційні кредити; інші рахунки дебіторів і кредиторів:

2) *активи без паралельних зобов'язань* – монетарне золото, СПЗ;

3) *умовні фінансові активи* – угоди про подальший викуп, фінансовий лізинг;

4) *позабіржові похідні фінансові активи* – більшість свопів і угод про майбутню процентну ставку; похідні фінансові активи, які мають ринкову вартість.

Фінансові активи є специфічними неречовими активами, які являють собою законні вимоги власників цих активів на отримання певного, як правило, грошового доходу в майбутньому.

За допомогою фінансових активів здійснюється передавання фінансових ресурсів від тих, хто має їх надлишок, тобто від інвесторів, до тих, хто потребує інвестицій. Ціна на будь-який фінансовий актив встановлюється на рівні, що характеризує зрівноваження попиту й пропозиції на цей актив.

Попит на фінансові активи представляють власників фінансових активів, яких називають називають інвесторами.

Власниками фінансових активів виступають суб'єкти фінансового ринку:

1) держава в особі центральних, місцевих органів влади та управління;

- 2) юридичні особи;
- 3) фізичні особи.

Фактори, які впливають на попит на фінансові активи:

- дохід;
- рівень цін;
- альтернативна вартість зберігання фінансових активів.

Основним чинником формування попиту на фінансові активи вважається дохід. Це підтверджується відповідними розрахунками: еластичність попиту на них за доходом у розвинутих країнах становить 0,7.

Зміна рівня цін пропорційно впливає на попит номінальних грошових залишків, залишаючи без змін попит на реальні грошові залишки.

Альтернативна вартість зберігання грошей у сучасних змішаних економіках має дедалі більший вплив. Розвиток ринку цінних паперів створює альтернативу до зберігання грошей і також забезпечує процентний дохід або дохід у формі дивідендів. Як відомо, у випадку зберігання доходу у вигляді грошей індивіди несуть втрати, пов'язані з недотриманням процентного доходу. Тому зростання альтернативної вартості зберігання грошей зменшує як реальний, так і номінальний попит на гроші. Відтак крива попиту на гроші як на активи має спадний характер.

Закон попиту на фінансовому ринку має певні відмінності від товарного ринку. У випадку підвищення ціни, наприклад, на телевізор або пакет програмного забезпечення, попит на них, як правило, падає. Якщо ж підвищується ціна на фінансовий актив, попит на нього зростає. Чим пояснити цю різницю? Причина в тому, що товари і послуги купують з певною метою. Попит на них залежить від моди або бажання покупця продемонструвати свій статус. Але ці потенційні якості є невід'ємною частиною самих товарів: спортивного автомобіля, дизайнерських сонячних окулярів, вбудованою кухні. Ці товари можуть бути засобом досягнення мети. Фінансові ж активи приваблюють покупців з однієї простої причини: вони здатні збільшити або зберегти їх багатство. Ніщо так різко не змінює ставлення до знайомого, як поява у нього грошей. Існує маса прикладів: один власник продав свій будинок за мільйон, а інший накопичив статки, купуючи акції компаній-доткомів.

Якщо ціна на товар починає рости, виробники збільшують число виготовлених товарів. Те ж діє і відносно фінансових активів, тим більше що для створення нових акцій не потрібно багато часу чи коштів. Але якщо базова вартість компанії не змінюється, випуск нових акцій просто пожирає стан існуючих інвесторів. У результаті буму доткомів кошти пенсійних фондів виявилися вкладені в акції 20 з невеликим компаній Кремнієвої долини. Якщо зростання цін викликає ейфорію, то при їх зниженні все впадає в параліч. Торговий оборот ринку падає, якщо інвестори не хочуть реалізовувати збитки і укладати вигідні угоди. Іншими словами, ставлення інвесторів до фондового ринку дуже відрізняється від їх ставлення до магазинів. Вони не побіжать за покупками при вигляді розпродажі.

Пропозицію на фінансові активи представляють ті, хто від свого імені випускає (емітує) фінансові активи і зобов'язується виконувати обов'язки, що впливають з умов їх випуску. Їх називають *емітентами фінансових активів*.

При цьому емітентами одних активів можуть бути тільки певні, визначені законом суб'єкти ринку, емітентом інших фінансових активів може виступати досить широке коло суб'єктів ринку. Наприклад, емітентами облігацій можуть виступати як держава, так і широке коло юридичних осіб, емітентом акцій може бути лише акціонерне товариство. Той чи інший суб'єкт фінансового ринку може виступати одночасно емітентом одних фінансових активів і власником інших. Так, комерційний банк, що емітував і розмістив на ринку власні акції, стає інвестором, придбавши облігації внутрішньої державної позики.

Стосовно зобов'язань емітентів щодо задоволення фінансових вимог інвесторів, то вважається, що найбільш надійним емітентом є держава, оскільки завжди може виконати свої фінансові зобов'язання перед інвесторами, навіть у випадках, коли результатом такого виконання буде підвищення рівня інфляції або інші негативні явища в економіці країни.

Розглянемо докладніше, як впливають на рівноважну ціну фінансового ринку зміни попиту та пропозиції. Припустимо, що обсяг пропозиції грошового капіталу залишається постійним. У випадку підвищення попиту (D_1) за інших незмінних умов зростає ціна та збільшується обсяг грошового капіталу, що знайшов збут. При зниженні попиту (D_2) ціна та обсяг продажів скорочуються.

При умові, що попит на фінансові активи є деякий час незмінним, збільшення пропозиції (S_1) обумовлює зниження ціни і одночасне зростання обсягу продажів. Якщо пропозиція зменшується (S_2), то рівень цін на фінансові активи підвищується, а обсяг проданого грошового капіталу скорочується.

Можливі також складні ситуації зміни ціни на фінансові активи при одночасному коливанні попиту і пропозиції. Коли попит і пропозиція змінюються в протилежних напрямках, можливі два випадки.

По-перше, при одночасному зростанні пропозиції та скороченні попиту спостерігається подвійний ефект зниження ціни, тобто спад ціни буде більшим, ніж якби він був наслідком кожного з цих факторів окремо. Зміни в обсязі продажів грошового капіталу будуть залежати від відносних параметрів зміни попиту та пропозиції. Адже збільшення пропозиції веде до зростання обсягу продажів, а падіння попиту - до їхнього скорочення.

По-друге, при скороченні пропозиції та зростанні попиту на фінансові активи спостерігається подвійний ефект зростання ціни. Обсяг продажів як і в першому випадку залежить від відносних параметрів зміни попиту та пропозиції.

Розглянемо також два випадки зміни ціни при коливанні попиту і пропозиції на фінансові активи в одному напрямку.

Якщо попит і пропозиція одночасно зростають, то обсяг продажів збільшиться з подвійним ефектом. Ціна буде змінюватись в залежності від відносних параметрів попиту і пропозиції. Під впливом зростання пропозиції ціна падає, але підвищується під тиском зростання попиту. Якщо зростання пропозиції більше, ніж зростання попиту, то ціна на фінансовий актив спаде. Якщо відбувається протилежне, ціна підвищиться.

Якщо попит і пропозиція одночасно зменшуються, то обсяг продажів грошового капіталу скоротиться з подвійною силою. Ціна зросте, якщо пропозиція зменшується значніше, ніж попит. У протилежному випадку ціна буде падати.

4. Рівновага на фінансовому ринку

Співвідношення попиту і пропозиції на фінансові активи, а також рівня цін на фінансові інструменти постійно змінюється як на фінансовому ринку в цілому, так і на його окремих сегментах. Така динаміка елементів даного ринку представляє собою складне економічне явище, оскільки воно формується під впливом різноманітних макроекономічних та внутрішньоринкових чинників.

Функціонування фінансового ринку підлегле дії певного економічного механізму, основу якої складає взаємозв'язок його елементів. Основними з цих елементів, які визначають стан і розвиток як фінансового ринку в цілому, так і окремих його видів, є попит, пропозиція і ціна.

Механізм функціонування фінансового ринку направлений на забезпечення його рівноваги, яка досягається шляхом взаємодії окремих його елементів. В основному ця рівновага в умовах економіки ринкового типу досягається за рахунок саморегуляції фінансового ринку і частково - за рахунок державного регулювання. Проте в реальній практиці абсолютна рівновага фінансового ринку, тобто повна збалансованість окремих його елементів, досягається у край рідко, а якщо досягається, то на дуже нетривалий період.

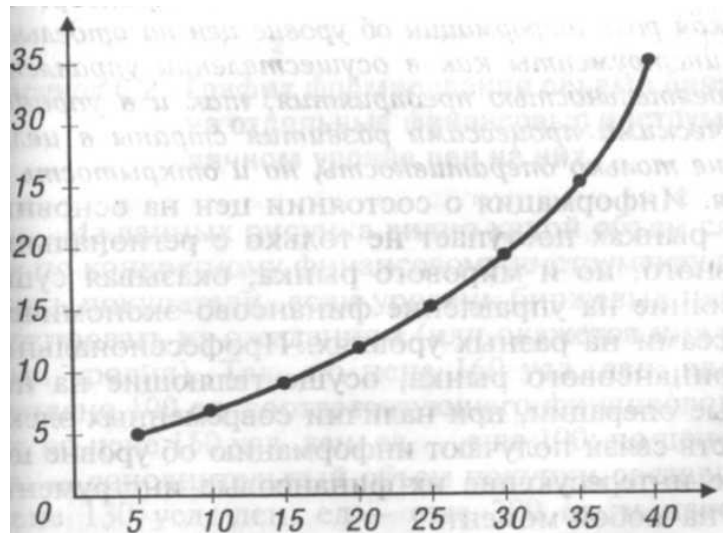
Кожному виду фінансових ринків властиві свої особливості формування механізму забезпечення взаємозв'язку окремих елементів ринку, проте принципові основи механізму функціонування цих ринків мають загальний характер. Тому в першу чергу розглянемо загальні принципи формування механізму функціонування фінансового ринку в цілому.

Ці принципові положення зводяться до наступних основних моментів:

1. Основну роль в системі основних елементів фінансового ринку грає ціна на окремі фінансові активи. Саме цей елемент відображає збалансованість попиту і пропозиції на ринку, стан його рівноваги, ступінь задоволення економічних інтересів всіх його учасників. Пріоритетна роль ціни в системі елементів фінансового ринку, що забезпечують його рівновагу, визначає особливу роль ціноутворення в механізмі його функціонування.

2. Ціни на фінансовому ринку визначаються перш за все рівнем прибутковості окремих фінансових активів, в основі якого лежить середній рівень процентної ставки (або середня норма прибутковості на вкладений капітал). Рівень процентної ставки служить не тільки критерієм вибору альтернативних напрямів здійснення фінансових операцій, але в значній мірі визначає об'єм цих операцій або ділову активність окремих господарюючих суб'єктів на фінансовому ринку. Залежність між рівнем процентної ставки і рівнем цін на фінансовому ринку ілюструється схемою, представленою на рис. 9.3.

Рівень цін, у.о.



Рівень процентної ставки, %

Рис. 9.3. Характер залежності між рівнем процентної ставки і рівнем цін на фінансові активи

3. Особливістю формування цін на фінансовому ринку є істотна дія на цей процес що звертається на ньому спекулятивного капіталу. Це породжує не тільки реальний попит на окремі фінансові інструменти із сторони господарюючих суб'єктів, але і попит спекулятивний, не пов'язаний з реальними потребами розвитку економіки. Високий рівень спекулятивної складової для фінансового ринку є нормальним явищем, цей рівень постійно зростає у міру збільшення об'єму накопичуваного капіталу підприємствами і фізичними особами. Під впливом спекулятивного капіталу рівень цін на фінансовому ринку значною мірою залежить не тільки від реального попиту, але і від очікуваних змін цього рівня, на які учасники ринку намагаються впливати виходячи з своїх спекулятивних інтересів ("граючи на підвищення або пониження" ринкових цін на окремі фінансові активи).

4. Ціни на фінансовому ринку дуже динамічні, піддаються впливу багатьох об'єктивних чинників, що виявляються як на макро-, так і на мікрорівні, тому їх рівень міняється практично щодня. Такий високий рівень динаміки цін є характерною особливістю фінансового ринку порівняно з ринком товарним, де чинники ціноутворення носять більш стабільний характер.

5. Висока роль інформації про рівень цін на окремі фінансові інструменти як в здійсненні управління фінансовою діяльністю підприємства, так і в управлінні економічними процесами розвитку країни в цілому визначають не тільки оперативність, але і відвертість їх встановлення. Інформація про стан цін на основних фінансових ринках поступає не тільки з регіональних і національного, але і світового ринку, роблячи істотний вплив на управління фінансово-економічними процесами на різних рівнях. Професійні учасники фінансового ринку, що здійснюють на ньому спекулятивні операції, за наявності сучасних електронних засобів зв'язку, одержують інформацію про рівень цін на окремі фінансові активи, які їх цікавлять, практично на будь-який момент.

6. Публічне становлення рівня цін на основні фінансові активи здійснюється в процесі їх біржового котирування залежно від співвідношення

об'єму попиту, що складається, на них і їх пропозиції. Біржове котирування цін здійснюється на основі заявок клієнтів брокерам на покупку або продаж окремих фінансових активів. Заявки клієнтів на покупку фінансових активів формують об'єм попиту на них на біржі по певних рівнях цін (їх називають *цінами попиту*). Відповідно заявки клієнтів на продаж фінансових активів формують об'єм пропозиції їх на біржі по певних рівнях цін (їх називають *цінами пропозиції*). На основі заявок клієнтів на покупку і продаж конкретних фінансових активів на біржі формується рівень цін, що забезпечують рівновагу заявленого попиту і пропозиції.

7. Однією з особливостей формування цін на фінансовому ринку є висока залежність рівня цих цін, що складаються на національному ринку, від відповідного його рівня на світовому ринку. Ця залежність характерна не тільки для валютного ринку (де вона виявляється найбільшою мірою), але і для інших видів фінансових ринків. У міру інтегрованості в світовий фінансовий ринок ця залежність посилюватиметься, формуючи як позитивні, так і негативні наслідки в економічному розвитку країни.

8. Високий ступінь впливу динаміки цін на фінансовому ринку на економічні процеси в країні визначає активні форми здійснення державного регулювання цих цін за допомогою відповідних механізмів. Такими механізмами є встановлення рівня облікової ставки, нормування резервів комерційних банків, регулювання грошового обороту шляхом емісії грошей, регулювання об'єму емісії і прибутковості державних цінних паперів (в першу чергу, - облігацій) і інші. Механізм такого регулювання здійснюється у всіх країнах з розвинутою ринковою економікою.

9. Об'єктивність формування цін на фінансовому ринку визначає не тільки необхідність обліку в процесі ціноутворення всіх необхідних чинників, що впливають на їх рівень, але і інформованість учасників цього ринку про основні з цих чинників. Така інформаційна забезпеченість учасників фінансового ринку (в першу чергу, ринку капіталу) характеризується поняттям "ефективність ринку".

Ефективним вважається фінансовий ринок, на якому рівень цін на окремі фінансові активи швидко реагує на зовнішню інформацію при повному доступі до неї всіх учасників цього ринку.

Відповідно до концепції ефективності ринку (яка є важливим теоретичним положенням, що визначає механізм його функціонування), виділяють **три рівні ефективності фінансового ринку**:

1. *Перший рівень*, що характеризує слабкий ступінь ефективності ринку, відображає ситуацію, коли ціноутворення на основні фінансові інструменти базується в основному на їх динаміці в попередньому періоді.

2. *Другий рівень*, що характеризує середній ступінь ефективності ринку, відображає ситуацію, коли ціноутворення на основні фінансові активи окрім інформації про їх динаміку в попередньому періоді відображає й іншу опубліковану загальнодоступну інформацію.

3. *Третій рівень*, що характеризує сильний ступінь ефективності ринку, відображає ситуацію, коли процес ціноутворення базується не тільки на загальнодоступній, але і неопублікованій інформації, а також на результатах її фундаментального аналізу. В цьому випадку рівень цін на окремі фінансові активи завжди відобразатиме рівень їх прибутковості, відповідний рівню їх

ризик. Тобто, сильний ступінь ефективності ринку характеризує стан ціноутворення на основні фінансові активи, що відображає всю наявну інформацію про них.

Розглянуті принципові положення характеризують механізм ціноутворення на фінансовому ринку в цілому і окремих його видів.

Разом з тим, механізм ціноутворення на окремих видах фінансових ринків має специфічні *особливості*:

- визначувані показниками ціни (ринкової вартості) фінансових активів;
- чинники, що впливають на формування конкретного рівня цін (ринкової вартості) фінансових активів;
- методи котирування (формування) цін учасниками ринку і т.п.

У зв'язку з цим представляє інтерес розгляд *основних особливостей ціноутворення на кожному з видів фінансового ринку*.

1. Особливості механізму ціноутворення **на кредитному ринку** полягають перш за все в тому, що він базується на специфічних початкових елементах цього ринку - попиті на кредитні ресурси і їх пропозиції. Проте головною особливістю цього ринку є те, що період в днях по відношенню до дати отримання інформації ціною на ньому виступає ставка відсотка за кредит. На відміну від цін на реальні товари ставу відсотка за кредит формується виходячи із споживацької вартості, а не реальності вартості.

Залежно від форм обігу грошових активів на кредитному ринку ставку відсотка за кредит може набувати різного виду - кредитний відсоток, депозитний відсоток, міжбанківський відсоток, обліковий відсоток та т. і. Проте серед цих різновидів пріоритетну роль грає облікова ставка центрального банку, динаміка якої визначає рух інших носіїв ціни на грошові активи, пропоновані до продажу.

Облікова ставка центрального банку є регульованою державою показником. Це регулювання здійснюється виходячи з макроекономічних чинників відповідно до фінансової політики держави.

2. Особливості механізму ціноутворення **на ринку цінних паперів** полягають в тому, що попит на ньому формують інвестори, а пропозицію - емітенти різних фондів інструментів. Відповідно рівень цін на цьому ринку визначають котировані ринкові ціни на окремі види цінних паперів.

В основі попиту інвесторів лежить потреба в отриманні доходу на вкладений в цінні папери капітал (у формі відсотків і дивідендів, а також приросту курсової їх вартості). Рівень цього доходу не може бути нижчим за рівень норми прибутку на капітал при безризикових інвестиціях. Будь-які інші форми інвестиційного вибору відповідно до концепції ефективності ринку повинні приносити однаковий рівень доходу при однаковому рівні ризику. Відповідно більш висока норма прибутковості по відношенню до рівня ризику по конкретному фондовому інструменту формуватиме більш високий об'єм попиту на нього і навпаки.

В основі пропозиції емітентів лежать, як правило, потреби в забезпеченні розвитку реального виробництва (операційної діяльності) необхідними фінансовими ресурсами, об'єм яких не може бути сформований за рахунок внутрішніх джерел. При цьому емісія цінних паперів для господарюючих суб'єктів (або держави) є лише однією з альтернативних форм залучення фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел. Якщо вартість залучення

кредитних ресурсів буде нижчою, ніж залучення засобів на ринку цінних паперів, їх емісія може не відбутися (за інших рівних умов).

Таким чином, ціна попиту і ціна пропозиції на ринку цінних паперів визначається різними економічними інтересами інвесторів і емітентів, а відповідно і різними специфічними чинниками, що враховують умови формування цих інтересів. Реальний процес здійснення операцій на ринку цінних паперів, а відповідно і процес реального ціноутворення, відбувається тільки в тому випадку, якщо економічні інтереси інвесторів і емітентів співпадають. При цьому певний вплив на процес ціноутворення на цьому ринку надає і спекулятивний капітал.

З урахуванням чинників, що формують попит і пропозицію цінних паперів, а також спекулятивних ціноутворюючих чинників, встановлюються конкретні ціни на окремі фондові інструменти на біржовому і позабіржовому ринках.

3. Особливості механізму ціноутворення **на валютному ринку** полягають в тому, що ціною основного об'єкту продажу на ньому виступає *валютний курс* (за умови покупки-продажу іноземної валюти за національну) або *крос-курс* (за умови покупки-продажу однієї іноземної валюти за іншу іноземну валюту).

Валютний курс є ціною грошової одиниці будь-якої країни, вираженою в грошовій одиниці даної держави на певну дату. Він показує, скільки одиниць національної валюти потрібно для купівлі однієї одиниці іноземної валюти. Валютний курс представлений, як правило, двома показниками - ціною покупки і ціною продажу валюти. Різниця між цими двома курсами формує *маржу* (премію) валютних дилерів або операторів, що здійснюють обмін валют.

Крос-курс характеризує співвідношення між двома валютами, виходячи з їх курсів по відношенню до третьої валюти.

Якщо рівень валютного курсу, виражений в національній валюті, певної мірою залежить від обсягів попиту і пропозиції іноземної валюти на національному валютному ринку, то на крос-курс іноземних валют ці показники не впливають.

Котирування валют здійснюється на валютних біржах шляхом встановлення валютних (в національних одиницях) і крос-курсів, а також шляхом процедури "фіксингу" на конкретних торгах на основі зіставлення об'єму попиту і пропозиції по окремих видах валют.

4. Особливості механізму ціноутворення **на страховому ринку** полягають в тому, що попит на окремі види страхових послуг формують страхувальники, а пропозицію - страховики. При цьому ціною страхових послуг з окремих видів страхових продуктів виступає сумарна "премія (внесок страховки) страхування", яку страховик виплачує страхувальнику за прийнятий на себе ризик.

Формування цін пропозиції на окремі страхові послуги здійснюється шляхом актуарних розрахунків. Методи здійснення актуарних розрахунків диференціюються залежно від виду страхування, широти інформаційної бази, що використовується, і інших умов. Результати актуарних розрахунків ціни страхових послуг отримують своє віддзеркалення в системі тарифних ставок, запропонованих страхувальником по окремих видах страхових послуг.

5. Особливості механізму ціноутворення **на ринку золота (і інших дорогоцінних металів)** полягають в тому, що характер ціноутворення на ньому

найбільшою мірою відображає специфіку механізму формування і котирування цін на товарному ринку.

Знання механізму ціноутворення та формування ринкової рівноваги на окремих видах фінансових ринків дозволяє підприємству більш ефективно здійснювати операції по залученню фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, формуванню портфеля фінансових інвестицій, страхуванню фінансових ризиків і іншим аспектам фінансової діяльності.

5. Вторинний ринок фінансових активів. Похідні цінні папери

Залежно від того, чи нові фінансові активи пропонуються для продажу, чи емітовані раніше, фінансовий ринок поділяють на первинний та вторинний.

Первинний ринок є ринком перших та повторних емісій, на якому здійснюється початкове розміщення фінансових активів серед інвесторів та початкове вкладення капіталу в різні галузі економіки. Обов'язковими учасниками первинного ринку є емітенти цінних паперів і інвестори.

На вторинному ринку в обігу перебувають емітовані раніше фінансові активи. Операції на вторинному ринку не збільшують загальної кількості фінансових активів і загального обсягу інвестицій в економіку.

Вторинний ринок фінансових активів — це ринок, на якому вже не акумулюються нові фінансові активи для емітента, а перерозподіляються між його учасниками.

Важливі риси вторинного ринку: ліквідність, можливість поглинати значні обсяги фінансових активів у короткий час при незначних витратах на проведення операцій. Основну частину операцій на вторинному ринку становлять операції, пов'язані з перерозподілом сфер впливу на ринку, та спекулятивні операції. Як правило, вторинний ринок визначає ціни на первинному ринку.

Функції вторинного ринку:

- впливає на мобілізацію капіталу (інвестор, який приймає рішення, керується вартістю, встановленою на вторинному ринку);
- уможливорює трансформацію капіталу - обмін однієї форми капіталу на іншу (наприклад акції на облигації, деривативи);
- впливає на управління розміщенням капіталу (інвестор має можливість спостереження для прийняття рішень про наступні інвестиції);
- оцінка капіталу - дозволяє встановлення відношення між емісійною і ринковою цінами.

Вторинний ринок для деяких типів фінансових активів є досить обмеженим, для інших — практично відсутнім. Для таких фінансових активів, як акції, ф'ючерси та опціони, характерним є не тільки розвинений вторинний ринок, а й наявність спеціалізованих бірж для торгівлі цими активами. Вторинного ринку кредитів в Україні практично немає. У країнах з розвинутою ринковою економікою вторинний ринок кредитів розвивається за рахунок впровадження фінансовими посередниками інновацій на ринку інструментів позики, а саме внаслідок використання процедури сек'юритизації активів.

Обсяг укладених угод на вторинному ринку цінних паперів в країнах з розвинутою ринковою економікою значно вище, ніж на первинному ринку.

Наприклад, у США він становить близько 2/3 від загального обсягу операцій з цінними паперами. Адже саме на вторинному ринку за купівлі-продажу фінансового активу визначається його дійсна ринкова вартість (котирування).

Дохідність/збитковість операцій на вторинному ринку виникає внаслідок курсової різниці цих паперів (у часі або на різних біржах). Ця різниця має не лише суто спекулятивний ігровий характер або відображає глобальні світові події і тенденції, але й економічний фундамент: приміром, капітал мігрує з галузей, які мають характерний надлишок інвестицій, в галузі і компанії, де їх бракує.

Механізм руху інвестиційного ресурсу на вторинному ринку фінансових активів виглядає так:

1. Збільшується попит на певні товари і послуги (закономірне збільшення ініційовано споживачами, а спекулятивне — зазвичай учасниками фондового ринку).

2. Піднімається ринкова вартість таких товарів і послуг.

3. Збільшуються показники прибутковості компаній, які їх пропонують.

4. Відбувається приплив фінансового активу в ці компанії (він вилучається з обігу тих компаній, попит на продукцію та послуги яких знизився).

Учасниками вторинного ринку фінансових активів є:

➤ **брокери** (діють за дорученням і за рахунок іншого суб'єкта);

➤ **дилери** (діють від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу фінансових активів).

Форми організації вторинного ринку фінансових активів в Україні (в залежності від їх емітентів):

➤ *Фізичних осіб*: векселі;

➤ *Акціонерних товариств*: акції, ф'ючерсні контракти, облігації, векселі, опціони ;

➤ *Організацій інших форм власності*: ф'ючерсні контракти, облігації, векселі, опціони;

➤ *Інвестиційних фондів і компаній*: акції, ф'ючерсні контракти, опціони;

➤ *Банків*: акції, ф'ючерсні контракти, ощадні та депозитні сертифікати, векселі, опціони;

➤ *Державні*: облігації внутрішньої і зовнішньої державної позики, облігації місцевих позик органів місцевої влади, приватизаційні цінні папери, опціони.

При цьому ощадних сертифікатів та іменні акції, які поширюють серед працівників закритих акціонерних товариств, немає на вторинному ринку цінних паперів. Їх продають шляхом ререєстрації прав власності в депозитаріях, комерційних банках або в акціонерних товариствах.

Цінними паперами, що найчастіше продають і купують на вторинному ринку, є облігації внутрішніх державних позик, облігації підприємств і акції.

Операції купівлі-продажу цінних паперів можуть здійснюватися у **позабіржовому і біржовому обігу**. Позабіржовий обіг, як правило, охоплює лише розміщення облігацій торговельно-промислових корпорацій. На біржі, навпаки, котируються старі випуски цінних паперів і зазвичай акції торговельно-промислових корпорацій.

Позабіржовий обіг виникає як альтернатива біржовому. Багато компаній не можуть вийти на біржу, оскільки їхні показники не відповідають вимогам, що висувають для реєстрації на ній. У позабіржовому обігу ходять акції невеликих

фірм, що діють у традиційних галузях, акції великих компаній нової економіки, потенційно здатних перетворитися в найбільші корпорації, цінні папери кредитних інститутів, державні та муніципальні цінні папери.

Поточний стан вторинного ринку ЦП можна назвати таким, який вичікує. Порівняно з тим же періодом минулого року обсяги угод знизилися в два рази. Основними причинами такої песимістичною статистики є падіння інтересу нерезидентів до нашого ринку на тлі світової кризи і обмеженість ресурсів, яку мають деякі банки в останні місяці.

Похідні цінні папери (деривативи) – це цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом та/або зобов'язанням на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного контрактом, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

Розрізняють валютні, товарні та фондові деривативи.

Валютні деривативи – опціони, ф'ючерси, форварди, предметом (базовим активом) яких є валютні ресурси.

Товарні деривативи – опціони, ф'ючерси, форварди, предметом (базовим активом) яких є товарні ресурси.

Фондові деривативи – опціони, ф'ючерси, форварди, предметом (базовим активом) яких є цінні папери, а також відокремлені права на одержання та передплату акцій.

До фондових деривативів належать:

- опціони;
- ф'ючерси (ф'ючерсні контракти);
- фондові варанти;
- депозитарні свідоцтва (розписки).

Опціон – це стандартизований терміновий біржовий контракт, що засвідчує право однієї особи придбати у іншої особи чи продати іншій особі визначену кількість цінних паперів у визначений в контракті строк у майбутньому з фіксацією ціни під час укладання контракту.

Продавець опціону несе безумовне і безвідкличне зобов'язання щодо продажу (придбання) цінного паперу протягом строку дії опціону. Покупець опціону має право на відмову від придбання (продажу) цінного паперу. Опціон може бути проданий без обмежень іншим особам протягом строку його дії.

Ф'ючерс (ф'ючерсний контракт) – це стандартизований терміновий біржовий контракт, що засвідчує зобов'язання щодо придбання (продажу) визначеної кількості цінних паперів у визначений в контракті час у майбутньому з фіксацією ціни під час укладання контракту.

Покупець (продавець) ф'ючерсу має право на відмову від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони.

Ф'ючерс не може вільно обертатися поза біржею.

Форвард (форвардний контракт) – це стандартизований терміновий позабіржовий контракт, що засвідчує зобов'язання щодо придбання (продажу) визначеної в контракті кількості цінних паперів у визначений в контракті час у майбутньому з фіксацією ціни під час укладання контракту.

Покупець (продавець) форварду має право на відмову від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони.

Організація обігу форвардів на вторинному ринку здійснюється на фондових біржах шляхом відкритої пропозиції до продажу цих контрактів.

Фондовий варант – це різновид опціону, який випускається емітентом щодо власних цінних паперів і дає його власникам право на придбання акцій чи боргових цінних паперів цього емітента у визначений строк за певною ціною.

Порядок емісії та обігу фондових варантів визначається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Контроль за обігом фондових варантів здійснюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Особам, які не зареєстрували жодного випуску своїх акцій чи боргових цінних паперів, здійснювати емісію фондових варантів забороняється. Фондові варанти випускаються у документарній формі.

Депозитарне свідоцтво (розписка) є похідним цінним папером, випущеним учасником Національної депозитарної системи України, що встановив кореспондентські відносини з іноземною фінансовою установою, який свідчить про право власності інвестора – резидента України на певну кількість депонованих в цій іноземній фінансовій установі акцій чи облігацій емітента, що не є резидентом України.

Додаткові вимоги щодо емісії та обігу депозитарних свідоцтв (розписок) можуть встановлюватися нормативними актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку на підставі відповідних правил, визначених міжнародними договорами за участю України та чинним законодавством.