

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ

Підручник

За науковою редакцією
О. Г. Шевченко та Т. В. Майорової

*Затверджено
Міністерством освіти і науки України*



УДК 330.322.2
ББК 65.263.12
П 60

Колектив авторів

**О. Г. ШЕВЧЕНКО, Т. В. МАЙОРОВА, О. М. ЮРКЕВИЧ,
С. В. УРВАНЦЕВА, О. А. ОСТРОВСЬКА, О. М. ДИБА, С. А. ПОЛЩУК**

Рецензенти

Л. М. Алексеєнко, д-р екон. наук, проф.
(Тернопільський національний економічний університет)

І. О. Лютий, д-р екон. наук, проф.
(Київський національний університет імені Тараса Шевченка)

Д. А. Леонов, канд. екон. наук
(Український інститут розвитку фондового ринку)

Редакційна колегія кредитно-економічного факультету

Голова редакційної колегії М. І. Диба, д-р екон. наук, проф.

Відп. секретар редакційної колегії І. Б. Івасів, д-р екон. наук, доц.

Члени редакційної колегії: В. Х. Арутюнов, канд. філос. наук, доц.; А. М. Герасимович, д-р екон. наук, проф.; Т. В. Майорова, канд. екон. наук, доц.; А. М. Мороз, д-р екон. наук, проф.; Л. О. Примостка, д-р екон. наук, проф.; В. М. Свінцицький, д-р філос. наук, проф.; М. І. Савлук, д-р екон. наук, проф.; С. І. Ходакевич, канд. екон. наук, доц.; І. В. Шамова, канд. екон. наук, доц.

*Затверджено Міністерством освіти і науки України
Лист № 1/11-4319 від 25.05.2010*

Портфельне інвестування : підручник / О. Г. Шевченко, Т. В. Майорова, О. М. Юркевич, С. В. Урванцева [та ін.] ; за наук. ред. О. Г. Шевченко, Т. В. Майорової. — К.: КНЕУ, 2010. — 407, [1] с.
ISBN 978-966-483-380-3

У підручнику висвітлено науково-практичні аспекти організації процесу портфельного інвестування. Розглянуто сутність та теоретичні засади портфельного інвестування, види фінансових інструментів та методи оцінювання їх, новітні підходи до вибору фінансових активів, формування, реструктуризації та оцінювання ефективності управління портфелем цінних паперів, діяльність інституційних інвесторів, вітчизняний та зарубіжний досвід нормативно-правового забезпечення процесу портфельного інвестування, функціонування ринку цінних паперів.

Рекомендовано для студентів, аспірантів, викладачів ВНЗ, наукових працівників, широкого кола фахівців фінансових установ та підприємств.

**УДК 330.322.2
ББК 65.263.12**

*Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

© О. Г. Шевченко, Т. В. Майорова,
О. М. Юркевич, С. В. Урванцева та ін., 2010
© КНЕУ, 2010

ISBN 978-966-483-380-3

Ринкові реформи докорінно змінили в Україні діяльність інститутів фінансово-кредитної сфери. Сьогодні майже всі банки, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, а також потужні підприємства здійснюють широкий спектр операцій із цінними паперами, мають власні диверсифіковані портфелі цінних паперів. Для представників великого бізнесу інвестування у цінні папери (портфельне інвестування) стало необхідним і престижним напрямом діяльності.

Розвиток фінансового ринку посилив зацікавленість власників великого бізнесу, портфельних менеджерів та інших працівників фінансових та виробничих установ щодо опанування інструментарію технічного та фундаментального аналізу й засад сучасної портфельної теорії та її подальшого поглиблення. Практики-аналітики ринку цінних паперів та менеджери портфелів цінних паперів різних установ можуть досягти успіху за сучасних умов лише спираючись на потужний арсенал новітніх наукових підходів і специфічних практичних методів портфельного інвестування. Отже, сьогодні портфельне інвестування є водночас і галуззю важливих наукових досліджень, і сферою застосування їх у практичній діяльності.

Саме тому у Державному вищому навчальному закладі «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» портфельне інвестування є однією із провідних навчальних дисциплін професійної підготовки магістрів за спеціальністю «Банківська справа» за програмами «Фінансування інвестиційних проектів» та «Фінансова аналітика та інжиніринг у банку». Метою вивчення цієї дисципліни є набуття теоретичних і методологічних знань та практичних навичок з портфельного інвестування для розв'язання конкретних завдань формування й ефективного управління портфелем цінних паперів з метою отримання максимального доходу за мінімізації ризику.

Предметом зазначеної навчальної дисципліни є портфельне інвестування як вид інвестиційної діяльності, його особливості, умови здійснення і оцінювання результатів. Завдання дисципліни «Портфельне інвестування» полягають у вивченні вітчизняного та закордонного досвіду здійснення портфельних інвестицій, методології аналізу і прогнозування з метою прийняття інвестиційних рішень, розроблення стратегії формування й управління портфелем цінних паперів та оцінювання його ефективності, а також вивченні законодавчих і нормативних актів, які прямо чи опосередковано регулюють портфельне інвестування в Україні.

З моменту започаткування в університеті принципово нової навчальної дисципліни «Портфельне інвестування» минуло понад 10 років. Упродовж цього доволі тривалого часу викладачі кафедри банківських інвестицій дістали змогу здійснити моніторинг ставлення студентів до цієї дисципліни (від деякого скептицизму щодо її доцільності до визнання й усвідомлення необхідності її вивчення) і встановити неухильне зростання інтересу й прагнення студентства набуття теоретичних знань і методичних навичок з портфельного інвестування. Зважаючи на ці обставини, автори навчального посібника «Портфельне інвестування», що вийшов друком 2004 року під керівництвом доктора

економічних наук, професора А. А. Пересади, визнали за потрібне і своєчасне підготувати підручник з портфельного інвестування, який би з огляду на сучасні умови поновив і певною мірою поглибив викладені в зазначеному посібнику матеріали.

Відповідно до поновленої робочої програми дисципліни матеріали підручника «Портфельне інвестування» зорієнтовані на засвоєння сучасних методів формування й управління портфелем цінних паперів. У підручнику висвітлено широке коло питань діяльності з портфельного інвестування з метою реалізації обраної інвестиційної стратегії (моделі) і формування ефективного портфеля цінних паперів, зокрема на засадах сучасної портфельної теорії та моделі оцінювання капітальних активів, особливості і методи цієї діяльності, а також оцінювання її результатів у фінансових інвестиційних проєктах і портфелі цінних паперів загалом.

Від часу опублікування навчального посібника з портфельного інвестування умови здійснення інвестиційної діяльності суттєво змінилися. Так, варто наголосити настання епохи онлайнової й Internet-торгівлі цінними паперами, торгівлі за допомогою електронних комунікаційних мереж, швидкий розвиток ринків похідних цінних паперів, посилення глобалізації ринків цінних паперів. Значно оновилося законодавче поле, яке регламентує здійснення операцій з цінними паперами в Україні, розширилося коло учасників фондового ринку, посилилася зацікавленість індивідуальних інвесторів. Зміни на фінансових ринках вплинули на зміст підручника. Разом із тим, головним завданням підручника залишається розкриття базових принципів портфельного інвестування.

Однією із засадових теорій портфельного інвестування, яка детально досліджується в підручнику, є сучасна портфельна теорія (Modern Portfolio Theory) та її подальший розвиток, відповідно до якої на засадах статистичних методів здійснюють якомога вигідніший розподіл ризику портфеля цінних паперів і отримання доходу. Складовими елементами її є оцінювання активів (security valuation); прийняття інвестиційних рішень (asset allocation decision); оптимізація портфеля (portfolio optimization); оцінювання результатів (performance measurement).

Навіть з огляду на високий рівень абстракції та нехтування такими доволі суттєвими, на перший погляд, практичними аспектами, як урахування податків й операційних витрат, припущення щодо нескінченної подільності фінансових активів, а також збіг очікувань майбутнього через однаковий рівень поінформованості інвесторів стосовно ринкової дохідності й ризикованості фінансових інструментів, розроблення сучасної портфельної теорії та подальший розвиток її у моделі оцінювання капітальних активів і арбітражній теорії ціноутворення мають велике практичне значення.

Для читачів підручника зазначене передбачає необхідність опануванню математичним апаратом портфельного інвестування. Проте дане видання не переобтяжене математичними доведеннями, розгляд важливих математичних аспектів портфельного інвестування не потребуватиме особливої суто математичної підготовки, бо певною мірою раціонально адаптоване до рівня знань елементарної та вищої математики, теорії імовірності і математичної статистики, набутого у ВНЗ економічного профілю відповідно до навчальних програм зазначених дисциплін

Згідно з комплексом питань, що розкривають зміст, особливості і методичні аспекти сучасного портфельного інвестування, матеріали даного підручника згруповано за такими напрямками:

- з'ясування сутності портфельного інвестування як напряму інвестиційної діяльності, його мотивації, інструментів і суб'єктів;
- ознайомлення із засадовими теоріями портфельного інвестування і застосуванням інструментарію технічного і фундаментального аналізу з метою обґрунтування інвестиційних рішень;
- поглиблення знань з організації й функціонування ринку цінних паперів та системи оформлення прав власності на цінні папери як інфраструктури портфельного інвестування;

- вивчення особливостей (форм і моделей) правового регулювання портфельного інвестування, законодавчих і нормативних актів, які регулюють портфельне інвестування в Україні;
- висвітлення сучасних підходів щодо оцінювання ризиків і вибору інструментів портфельного інвестування;
- використання сучасної портфельної теорії й моделі оцінювання капітальних активів при формуванні ефективного портфеля цінних паперів;
- висвітлення підходів щодо вибору й реалізації ефективної стратегії управління портфелем цінних паперів, оцінювання ефективності запланованих і реалізованих інвестиційних рішень за різними критеріями.

Зміст і послідовність викладення в підручнику окремих тем навчальної дисципліни підпорядковані меті формування і закріплення професійних компетенцій з портфельного інвестування. Розділи підручника згруповано за напрямками, а відтак, у два модулі: «Теоретичні та методологічні засади портфельного інвестування», «Інфраструктура портфельного інвестування». Для перевірки рівня засвоєння наданого матеріалу наприкінці окремих розділів підручника запропоновано контрольні запитання, тести, типові задачі і завдання для індивідуальної роботи. Надано літературу для поглибленого вивчення програмного матеріалу. Підручник розрахований передусім на студентів магістерського рівня підготовки, аспірантів та портфельних інвесторів і менеджерів-практиків, які потребують додаткових теоретичних знань, щоб в оптимальних передумовах здійснювати формування і подальше ефективне управління портфелем цінних паперів (реструктуризацію).

Опанування магістрами засадових знань з портфельного інвестування сприятиме формуванню їхніх професійних інтересів, підвищенню конкурентоспроможності їх на ринку праці відповідно до світових вимог професійної підготовки сучасних компетентних спеціалістів. Саме володіння сучасними методами аналізу фондового ринку, новітніми підходами до управління портфелем цінних паперів сьогодні розглядають як відмітну особливість компетентного конкурентоспроможного на ринку праці фахівця фінансово-кредитної сфери. Автори сподіваються, що це видання зацікавить і надасть корисну інформацію викладачам і науковцям з портфельного інвестування та фахівцям суміжних напрямів викладацької, наукової і практичної діяльності. Воно може стати в пригоді й пересічному читачеві, який розпочинає ознайомлення з ринком цінних паперів, щоби, приймаючи рішення стосовно вкладання власних коштів у цінні папери, інвестор робив це професійно з усвідомленням усіх особливостей і наслідків портфельного інвестування.

Ми доклали максимум зусиль, щоб урахувати зауваження і побажання фахівців різного профілю щодо вдосконалення змісту і структури підручника і звести до мінімуму похибки роботи. Висловлюємо щирю подяку всім, хто надав підтримку цьому проекту, сприяв підготовці до видання цього підручника.

Авторами розділів підручника є: канд. екон. наук, доцент О. Г. Шевченко (передмова, розділи 1, 5, 6, 7 (підп. 7.4), канд. екон. наук; доцент Т. В. Майорова (розділи 2, 4 (підп. 4.3), 7 (підп. 7.3); канд. екон. наук О. М. Юркевич (розділи 3 (підп. 3.1, 3.2, 3.4), 7 (підп. 7.1, 7.2); ст. викладач С. В. Урванцева (розділи 3 (підп. 3.3), 8, 9, 10 (підп. 10.1, 10.2); канд. екон. наук, доцент О. А. Островська (розділ 5 (підп. 5.4); канд. екон. наук, доцент О. М. Діба (розділ 10 (підп. 10.3); канд. екон. наук, ст. викладач Є. А. Поліщук (розділ 4 (підп. 4.1, 4.2). Керівник авторського колективу — канд. екон. наук, доцент кафедри банківських інвестицій КНЕУ імені Вадима Гетьмана О. Г. Шевченко.

*Печатний план вивчення дисципліни
(«Портфельне інвестування»)*

Назва теми	Кількість годин												
	Денна форма навчання				Вечірня форма навчання				Заочна форма навчання				
	Л	П	ІКР	СРС	Л	П	ІКР	СРС	Л	П	ІКР	СРС	
Портфельне інвестування — важливий напрям інвестиційної діяльності	1	—	1	5	1	2	1	5	1	2	1	4	
Інструменти портфельного інвестування	1	—	1	6	1		1	6	2		2	5	
Правове регулювання процесу портфельного інвестування в Україні	2	—	2	6	1		1	5	1		2	5	
Організація і функціонування ринку цінних паперів	—	—	2	6	—		1	5	—		2	5	
Суб'єкти портфельного інвестування	2	—	1	6	1		2	2	5		2	2	5
Система оформлення прав власності на цінні папери	—	—	1	6	—		1	5	—		1	4	
Засадові теорії портфельного інвестування	2	—	2	6	1	2	1	6	3	2	3	6	
Аналіз у процесі прийняття інвестиційних рішень	4	—	4	12	4		4	10	4		4	10	
Стратегія портфельного інвестування	4	—	4	12	4	3	4	10	4	2	4	10	
Похідні інструменти (деривативи) в процесі портфельного інвестування	2	—	2	6	1	2	1	5	1		1	5	
Разом годин	18	—	20	70	14	12	17	62	18	6	22	59	
Підсумковий контроль	—				3				3				
Усього годин	108				108				108				

Примітка: Л — лекції, П — практичні заняття, ІКР — індивідуально-консультативна робота, СРС — самостійна робота студентів

Модуль I

ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Розділ I

ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ — ВАЖЛИВИЙ НАПРЯМ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

- 1.1. Портфельне інвестування: поняття, сутність, мотивація
- 1.2. Інвестиційний портфель і портфель цінних паперів: поняття і типи
- 1.3. Портфельний підхід і принципи формування інвестиційного портфеля

◆ Вивчивши матеріали розділу, ви будете ЗНАТИ:

- сутність портфельного інвестування;
- види і типи інвестиційних портфелів і портфелів цінних паперів;
- сутність портфельного підходу та процес і принципи формування портфеля цінних паперів,

◆ а також УМІТИ:

- здійснювати ранжування цілей і визначати пріоритети портфельного інвестування;
- класифікувати портфельні інвестиції за різними ознаками;
- обґрунтовувати необхідність формування певного типу портфеля;
- формувати позицію інвестора щодо процесу формування і реструктуризації портфеля.

1.1. ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ: ПОНЯТТЯ, СУТНІСТЬ, МОТИВАЦІЯ

Основними спонукальними мотивами (мотивацією) портфельного інвестування, як і інвестування загалом, є формування надлишку певних ресурсів у суб'єктів господарювання чи приватних осіб, які вони прагнуть вдало розмістити для отримання найбільшого доходу, та привабливий і достатньо обґрунтований

у плані можливості реалізації задум, практичне втілення якого обіцяє відповідну вигоду, а життєздатність і реальність певною мірою доведено. Для виникнення одного заохочувального мотиву потрібна принадна інвестиційна ідея, для іншого необхідні інвестиційні ресурси. Особливість сучасного життя є такою, що інвестиційними ресурсами володіє будь-яка людина навіть з невеликими, за ринковими оцінками, грошима, адже грошовий поріг входження в процес інвестування як вкладання грошових коштів на тривалий термін у різні активи з метою отримання доходу і/або збільшення капіталу стає значно нижчим. Реалізація інвестиційної ідеї у такому разі можлива, зокрема, через формування й управління інвестиційним портфелем (його реструктуризацію).

Попит на інвестиції створюється державою та суб'єктами господарської діяльності, яким бракує власних ресурсів для втілення інвестиційних проектів. Держава та бізнесові структури виступають на ринку інвестицій у ролі позичальників, а кредитором (інвестором) є населення, в якого з різних причин доходи перевищують суму витрат і з'являється надлишок коштів. Наміри інвестування формуються у приватних осіб (населення) за умови, що вони досягли достатнього рівня особистих заощаджень — коштів, якими потрібно раціонально управляти, тобто тримати у формі капіталу (активів, що приносять дохід). Інвестори здійснюють вкладення заощаджених коштів у формі інвестицій, передбачаючи цільове використання їх в інвестиційних проектах.

Сьогодні інвестиційна активність індивідуальних (фізичних осіб), корпоративних та інституційних інвесторів (юридичних осіб) передбачає вкладення надлишкових (тимчасово вільних) грошових коштів не в один, а у велику кількість різноманітних інвестиційних об'єктів, утворюючи таким чином певну диверсифіковану (врізноманітнену) сукупність їх, якою управляють як особливим єдиним інвестиційним об'єктом. Для означення такої множини реальних інвестиційних об'єктів (реальних активів) і/або фінансових активів окремого вкладника (як фізичної, так і юридичної особи) використовують термін **інвестиційний портфель**, під яким розуміють **сукупність зібраних разом різних інвестиційних цінностей, що слугують сукупним інструментом досягнення конкретної інвестиційної мети**.

Сформована в такому разі інвестором сукупність об'єктів інвестування — інвестиційний портфель — набуває особливих властивостей, які не є притаманними складовим, якщо їх розглядати окремо, і досяжні лише за умови їх комбінації. **Інвестиційний портфель — це принципово нова інвестиційна якість, завдяки якій суттєво поліпшуються результати інвестування і яка управляється інвестором як цілісний інвестиційний об'єкт**.

За формування інвестиційного портфеля — вельми поширеної у практиці специфічної форми здійснення інвестицій — об'єктом операцій є реальні інвестиційні проекти та фінансові активи, переважно цінні папери. У разі, коли об'єктом портфельного інвестування виступають різні цінні папери, його основними та інфраструктурними суб'єктами сукупно є банки, інституційні, корпоративні та індивідуальні інвестори (населення), емітенти, депозитарії, реєстратори власників іменних цінних паперів, зберігачі цінних паперів, банки, організатори торгівлі цінними паперами, торговці цінними паперами тощо.

Підхід щодо здійснення інвестицій у цінні папери шляхом інтуїтивного чи науково обґрунтованого розподілу їх за різноманітними, але об'єднаними в єдину сукупність об'єктами інвестування з метою отримання доходу і зменшення ризиків, дістав назву «портфельне інвестування». Основним завданням за такої умови є зменшення ризиків унаслідок використання набору (сукупності) інструментів ринку цінних паперів для захисту власників активів від несприятливих для них змін ринкових цін і/або дохідності цих активів. Відповідно навчальна дисципліна «портфельне інвестування» має на меті формування у майбутніх фахівців з інвестування (або пересічних приватних інвесторів) теоретичних і методологічних знань та практичних навичок з портфельного інвестування для розв'язання конкретних завдань формування й ефективного управління портфелем цінних паперів з метою отримання максимального доходу за мінімізації ризику.

Глибока обізнаність інвесторів з портфельного інвестування, як свідчить досвід, дає високі результати. До трійки найбагатших людей світу, за версією журналу *Forbes*, стабільно входить відомий інвестор і менеджер Воррен Едвард Баффет зі статком \$ 43 млрд. Акції його інвестиційної компанії Berkshire Hathaway принесли йому у 2009 році до \$ 6 млрд. Які ж складові його виняткового успіху у портфельному інвестуванні? Які виграшні стратегії і тактичні прийоми забезпечили Баффету такий результат? Філософію свого успіху Воррен Баффет виклав так: «Купляти треба не акції, а бізнес, який стоїть за ними. А якщо купувати, то всерйоз і надовго».

Ці вислови «Оракула з Омахи» (так прозвали Воррена Баффета за супердохідні інвестиції) означають для широкого кола інвесторів необхідність всебічного вивчення при інвестуванні об'єкта вкладень (діяльності компанії-емітента), глибоких попередніх міркувань щодо прийняття інвестиційного рішення й остаточних дій лише за абсолютної впевненості у високій результативності їх. Купувати акції тих компаній, чий бізнес тобі зрозумілий, — це один із постулатів його успіху. Але за нестандартних ситуацій, як засвідчує досвід Баффета, іноді варто йти на ризик: найудаліші інвестиційні проекти він завбачливо здійснив під час (чи одразу після) біржових криз, коли інвестори традиційно недооцінюють внутрішніх можливостей багатьох компаній. Відшукати недооцінені компанії й купити їх дешево — це теж засадовий принцип ведення бізнесу Баффетом.

Для прийняття рішень Баффет вдається до копітких розмірковувань, математичних розрахунків і обґрунтувань, які поєднуються з його тривалим досвідом інвестування й природною інтуїцією, що зрештою теж є підсвідомою аналітичною роботою тренованого мозку. Отже: досвід, терпіння і найретельніший аналіз, а за особливих обставин і здатність своєчасно ризикнути є, на думку Баффета, головними складовими успішної діяльності портфельного інвестора.

Різні організаційні структури залежно від особливостей завдань, що їх вони вирішують, формують специфічні сукупності активів, серед яких виокремлюють *кредитний портфель, портфель реальних інвестиційних проектів і портфель цінних паперів*. Виробнича спрямованість діяльності суб'єктів господарювання визнає переважне здійснення реальних інвестицій як пріоритетний напрям інвестування. Основним джерелом внутрішніх інвестицій фірм є

власний нерозподілений прибуток, що реінвестується. До внутрішніх джерел відносять також кошти амортизаційного фонду та початкові вкладення власних коштів засновників проекту. Такий метод, що є найпростішим і найдешевшим, дістав назву *самофінансування*. Його використання обмежене фінансовими можливостями внутрішнього інвестування.

Стосовно структури зовнішнього фінансування реальних інвестиційних проектів слід зазначити, що у багатьох розвинених країнах — Франції, Німеччині, Італії та Австрії переважає *банківське кредитування*. Сьогодні у розвинених країнах об'єми надання позик практично не лімітовані, але позика потребує повернення і витрат на обслуговування боргу. Тому в багатьох країнах, серед яких США, Велика Британія, Канада і Голландія, через емісію акцій фінансується до 20—25 % інвестицій в основний капітал фірм. Ці країни зорієнтовані на фондовий ринок як провідне джерело залучення інвестицій, тому в них здійснюється значна частина первинних публічних розміщень акцій компаній — Initial Public Offering (IPO). У країнах континентальної Європи, що здебільшого зорієнтовані на банківське кредитування, ця частка не перевищує 5—10 %. Схема на рис. 1.1 унаочнює сутність і послідовність використання різних методів і джерел фінансування при створенні нового підприємства на прикладі США. Як видно зі схеми, у США зазвичай застосовують змішане фінансування, проте перевагу віддають акціонуванню.



Рис. 1.1. Методи фінансування підприємства, що утворюється, на прикладі США

Багато компаній на початковій стадії створення вдаються до залучення венчурного капіталу акціонуванням. *Акціонування* як метод фінансування також поширений на початкових стадіях реалізації крупномасштабних проектів.

Слід зазначити, що додатковим джерелом залучення капіталу для багатьох компаній є ринок облігацій. Як суттєве джерело додаткових ресурсів розглядають також доходи від здійснених раніше фінансових вкладень, наприклад постійних доходів у вигляді дивідендів і курсової різниці пайових цінних паперів і

тих боргових зобов'язань, термін погашення яких завершується в поточному періоді. Загалом роль фондового ринку, за даними спостережень, є доволі значною у формуванні капіталу західних корпорацій разом з іншими джерелами інвестиційних ресурсів.

Форми і методи фінансування реальних інвестиційних проектів вирізняються розмаїттям. Але в методологічному сенсі, досліджуючи фінансову форму інвестицій, не слід ототожнювати фінансові інвестиції з методами фінансування інвестиційних проектів (самофінансуванням, акціонуванням, кредитним фінансуванням, лізингом).

Диверсифікація напрямів інвестування передбачає здійснення **фінансової форми інвестицій**. На деяких етапах розвитку фірм фінансова форма інвестицій для багатьох із них стає не лише доцільною, а й необхідною. Інтерес до фінансової форми інвестицій виникає, наприклад, у разі необхідності ефективного використання інвестиційних ресурсів, що формуються за реальними інвестиційними проектами на етапі процесу розгорненого інвестування. Перевагою фінансового інвестування є, зокрема, надання можливості раціонального використання тимчасово вільних грошових коштів підприємствам, що працюють за сезонним графіком виробництва.

До переваг фінансових інвестицій відносять і те, що вони на фондових ринках нерідко вможливають значно вищий рівень дохідності на вкладений капітал порівняно з невизначеними результатами діяльності на доволі млявих товарних ринках. Вони стають важливим інструментом стратегічного інвестора в поглинанні інших підприємств, придбанні контрольного пакета акцій, а також вкладенні капіталу в статутні фонди інших суб'єктів виробничої діяльності з метою галузевої, товарної і/або регіональної диверсифікації власної діяльності. Спрямованість фінансових інвестицій багатьох підприємств останнім часом дедалі більше орієнтується на ринок цінних паперів. Різні інструменти цього ринку (цінні папери) в розвинених країнах становлять сьогодні близько 85—90 % загального обсягу фінансових інвестицій підприємств.

Корпоративні та інституційні інвестори групують фінансові інвестиції за такими стратегічними напрямками, як інвестиційні операції із традиційними інструментами, придбання похідних фінансових інструментів (деривативів), депозитні операції підприємств та пайова участь у спільних підприємствах. Пайова участь у спільних підприємствах багато в чому подібна до реального інвестування, проте вирізняється меншою капіталомісткістю і більшою оперативністю. Зазвичай інвестор, використовуючи таку форму фінансового інвестування, ставить за визначальну мету не так отримання високого доходу, як прямий вплив на господарську діяльність підприємства.

Інститути спільного інвестування, страхові компанії та недержавні пенсійні фонди вдаються до фінансових інвестицій для формування інвестиційного портфеля. Індивідуальні (приватні) інвестори шляхом фінансового інвестування прагнуть збільшити свої заощадження.

Поняття **фінансових, прямих та портфельних інвестицій** в Україні визначено на законодавчому рівні. Відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» **фінансова інвестиція** — це господарська операція з

придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів та інших фінансових інструментів.

Із таким спрощеним визначенням фінансової інвестиції як звичайної господарської операції погодитися не можна, адже в ньому не з'ясовано **економічної суті фінансових інвестицій**, яка полягає у тому, що вони здійснюються заради конкретної мети, — це насамперед вкладання коштів у фінансові активи, які, на сподівання інвестора, в майбутньому принесуть йому очікувані доходи і/або забезпечать контроль над діяльністю підприємства. Інвестування вільних коштів у фінансові інструменти передбачає різні цілі, головними з яких є: отримання в майбутньому доходу, перетворення вільних заощаджень на високоліквідні цінні папери, контроль над підприємством-емітентом тощо.

Для підприємств-інвесторів **фінансові інвестиції** — це активна форма ефективного використання вільного капіталу, особливості якої полягають у тому, що вона здійснюється за умов розгорненого інвестування і/або на стадії активного функціонування підприємства (в експлуатаційній фазі), коли його потреби в реальних інвестиціях уже задоволені, є специфічним видом господарської діяльності для підприємств реального сектору економіки, оскільки стратегічних цілей їхнього розвитку можна досягти лише шляхом вкладання капіталу в статутні фонди інших підприємств і/або придбання контрольних пакетів акцій, а також забезпечують можливість здійснювати як внутрішнє інвестування в країні, так і зовнішнє (поза її межами).

Перевагами фінансових інвестицій є те, що вони потребують незначного витрат часу для прийняття управлінських рішень порівняно з реальними інвестиціями (проектами), вможливають вкладання підприємством грошових коштів у мало-ризикові й спекулятивні інструменти і реалізацію в такий спосіб власної інвестиційної політики як консервативного, так і агресивного інвестора. Фінансова форма інвестицій вимагає постійного моніторингу й оперативності ухвалення рішень щодо здійснення фінансових інвестицій через мінливість ринкової кон'юнктури.

Залежно від мети інвестування відповідно до зазначеного законодавства фінансові інвестиції поділяють на прямі та портфельні. Портфельні інвестиції хибно вважати противагою прямим, вони доповнюють їх, однак між прямими і портфельними інвестиціями є принципові відмінності.

Відповідно до чинного законодавства України, **прямі інвестиції** — це господарські операції, які передбачають внесення коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. Нагадаємо, що корпоративні права — це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включно з правами на управління, отримання частини прибутку, а також частини активів у разі ліквідації згідно із законодавством. Тож у цьому формулюванні втрачене головне — не визначено, якою має бути ця частка у капіталі (статутному фонді) юридичної особи, адже **прямі інвестиції передусім передбачають отримання контролю над діяльністю підприємства**.

Портфельні інвестиції за законодавством — це господарські операції, які передбачають придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому ринку (за винятком операцій із купівлі активів як

безпосередньо платником податку, так і пов'язаними з ним особами, в обсягах, що перевищують 50 % загальної суми акцій, емітованих іншою юридичною особою, які належать до прямих інвестицій). Зазначимо, що це законодавче визначення має те ж спрощення, що й законодавче визначення фінансових і прямих інвестицій.

Стосовно **портфельних інвестицій** суттєвим буде тлумачення їх як вкладень грошових коштів у фінансові активи, які не мають на меті отримання контролю над діяльністю фірми і здійснюються інвестором винятково заради майбутніх доходів (дивідендів, процентів і/або зростання капіталу). **Мета портфельних інвестицій** — отримання доходу від стабільних грошових потоків за зменшення ризиків шляхом урізноманітнення фінансових активів.

Розглянемо детальніше **відмінності прямих і портфельних інвестицій**. Мета прямих інвестицій — встановлення контролю за діяльністю підприємства та отримання прибутку від його господарської діяльності. Прямі інвестиції ще називають стратегічними, їх здійснюють стратегічні інвестори.

За законодавством України пряма інвестиція становить понад половину ринкової вартості бізнесу (50 % плюс одна акція). Для спільних підприємств прямою інвестицією є 10 % їхнього статутного капіталу у вільноконвертованій валюті.

У розвинених країнах загальним критерієм віднесення інвестицій до прямих є 10 % частка в статутному капіталі об'єкта інвестування. Інвестиція може вважатися прямою і з меншою часткою участі, однак вона має забезпечувати реальний вплив на господарську діяльність об'єкта інвестування. Якщо ж частка участі становить понад 10 %, але реальний контроль за об'єктом інвестування відсутній, така інвестиція не вважається прямою.

Портфельні інвестиції передбачають отримання стабільного поточного доходу у вигляді відсотків чи дивідендів і додаткового доходу у вигляді різниці між ціною придбання і реалізації активу (курсової різниці). Вони є більш ліквідними, ніж прямі, і через цю особливість за умов розвинутого ринку цінних паперів дають можливість інвесторові заробити «гарячі гроші», а в разі форс-мажорних ринкових ситуацій допомагають уникнути великих втрат.

Отже, з огляду на інвестиційні наміри й особливості діяльності інвесторів фінансові інвестиції можна розділити на прямі (стратегічні) і портфельні, а самих інвесторів на ринку цінних паперів можна виокремити у два типи: стратегічних і портфельних. Саме таку *типізацію інвесторів* на ринку цінних прийнято в розвинених країнах.

У процесі портфельного інвестування беруть участь, з одного боку, внутрішні та зовнішні інструменти портфельного інвестування, з іншого — провідними суб'єктами портфельного інвестування, виконуючи різноманітні функції, виступають фізичні особи, корпорації, держава (уряд), внутрішні та міжнародні фінансові інституції. Інвесторами в цінні папери є фізичні та юридичні особи (резиденти і нерезиденти), які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів і/або відповідних прав, що надаються власникові цінних паперів відповідно до законодавства.

Метою стратегічного інвестора є отримання можливості впливу на функціонування компанії, а не лише поточного доходу від володіння акціями. Рівень цього впливу залежить від кількості акцій, якими володіє стратегічний інвестор. Стратегічний інвестор зацікавлений у придбанні достатньо великого пакета акцій (не менше 25 %), щоби суттєво впливати на стратегічно важливі рішення компанії, зокрема щодо змін її статуту. Отже, визначальним завданням інвестування стратегічного інвестора є отримання повного контролю над компанією, аж до її цілковитого поглинання, а якщо цю мету досягнуто, з'являються інші, які сприяють реалізації тих намірів, заради яких здійснювалися такі (стратегічні) інвестиції, які за своєю суттю є прямими інвестиціями. Зрештою вони передбачають стале й тривале отримання високих доходів. Помилковим буде вважати інвестора стратегічним лише через те, що він здійснює вкладання в стратегічні галузі.

Захистити бізнес від стратегічного інвестора можна публічним розміщенням акцій серед багатьох власників, тобто широкого кола портфельних інвесторів. Розпорошення акцій на публічному ринку знижує ризик захоплення компанії стратегічним інвестором. *Портфельного інвестора* цікавлять лише можливості отримання дивідендів або відсотків і зростання курсової вартості цінних паперів, у нього відсутній інтерес до непрямих доходів і наміри довгострокового володіння цінними паперами. Та невелика частка акцій, якою він володіє, не забезпечує йому можливості суттєво впливати на діяльність акціонерного товариства.

Зазвичай портфельні інвестори дуже прискіпливо відстежують причини, за якими компанії здійснюють продаж акцій на вторинному ринку. Вони певні, що інсайтери краще за інших обізнані про стан і перспективи компанії-емітента, тому раптовий продаж цінних паперів певного емітента у значних обсягах (їх скуповування) у деяких випадках викликає у них підозру.

На Заході відпрацьований механізм портфельного інвестування сприяє підвищенню активності населення як реального власника активів. В Україні недостатньо кваліфіковані й мало поінформовані індивідуальні інвестори дотепер не почуваються впевнено в портфельному інвестуванні, як це спостерігається у розвинених країнах. Як наслідок, недостатньо рішучі, вони ухвалюють інвестиційні рішення, переважно покладаючись на професійні знання й авторитет банків та фінансових посередників (спеціалізованих інституцій парабанківської системи), які акумулюють заощадження. Саме на посередників зрештою покладається сприяння подоланню суперечностей відносно невеликими розмірами заощаджень індивідуальних інвесторів і об'єктивною потребою виробників у великих інвестиціях.

За таких специфічних обставин портфельне інвестування зазвичай опосередковують банки, інститути спільного інвестування, страхові компанії та пенсійні фонди, які виступають провідними інституційними інвесторами. Акумуляування грошових коштів багатьох інвесторів дає змогу інституційним інвесторам формувати значні за вартістю портфелі фінансових активів, розширюючи власні інвестиційні можливості, проте водночас це ускладнює процес портфельного управління.

Інституційні інвестори формують диверсифіковані портфелі цінних паперів, здійснюючи на практиці об'єднання і перерозподіл ризиків. Далі, прогнозуючи

зміни ринкової вартості портфельних інструментів у довгостроковому і короткостроковому горизонтах, вони реструктуризують портфель залежно від фактичного стану і прогнозів змін кон'юнктури ринку та результатів фундаментального аналізу фінансового стану емітентів.

Проблема подальшого зростання зацікавленості й довіри населення до портфельного інвестування висуває на передній план питання висвітлення інформації про результати господарської діяльності і фінансовий стан емітента та інформації стосовно чинності повноважень професійних учасників фондового ринку. В Україні відповідно до чинного законодавства **відкритою є річна інформація** про емітента, що підлягає оприлюдненню шляхом опублікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (ДКЦПФР) і розміщення в загальнодоступній інформаційній базі даних ДКЦПФР відомості про ринок цінних паперів. Примірник офіційного друкованого видання, в якому опубліковано річну інформацію про емітента, він (емітент) надсилає до ДКЦПФР.

Для підвищення рівня поінформованості інвесторів важливо, щоб емітенти не уникали повного розкриття інформації щодо конкурентного середовища, ризик-менеджменту, проблем у менеджменті, не приховували фактів, які висвітлюють проблеми в управлінні, інші негативні аспекти діяльності: участь у судових процесах, сплату штрафів, причини зростання тієї або іншої статті витрат.

Для формування й реалізації інвестиційної політики та розв'язання завдань портфельного інвестування, зокрема оцінювання портфельних інвестицій, слід зважати на їхні класифікаційні ознаки. Узагальнену класифікацію портфельних інвестицій наведено у табл. 1.1.

Таблиця 1.1

КЛАСИФІКАЦІЯ ПОРТФЕЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ ЗА РІЗНИМИ ОЗНАКАМИ

Класифікаційна ознака	Тип портфельних інвестицій
Форма власності на інвестиційні ресурси	<ul style="list-style-type: none"> • державні • приватні
Форма власності на об'єкти інвестування	<ul style="list-style-type: none"> • державні • корпоративні
Термін інвестування	<ul style="list-style-type: none"> • короткострокові • довгострокові
Регіональна ознака	<ul style="list-style-type: none"> • внутрішні • зовнішні • іноземні
Форма вкладення коштів	<ul style="list-style-type: none"> • пайові • боргові
Участь інвестора в процесі інвестування	<ul style="list-style-type: none"> • прями • непрямі (опосередковані)
Інноваційна форма	<ul style="list-style-type: none"> • венчурні

Портфельні інвестиції можна *класифікувати* так.

1. За формами власності

1.1 — на інвестиційні ресурси:

- державні портфельні інвестиції — вкладення, здійснювані органами влади та управління України, Автономної Республіки Крим, місцевих рад народних депутатів за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів і позикових коштів, а також державними підприємствами й установами за рахунок власних і позикових коштів;

- приватні портфельні інвестиції — вкладення, здійснювані громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, спілками і товариствами, а також громадськими та релігійними організаціями, іншими юридичними особами, що діють на засадах колективної власності.

Іноземні портфельні інвестиції не слід виділяти в окрему категорію за формою власності, оскільки вони є вкладеннями, здійснюваними іноземними громадянами, юридичними особами та іншими державами, тобто можуть бути як державними, так і приватними. Стосовно спільних портфельних інвестицій, які за визначенням є вкладеннями, здійснюваними громадянами та юридичними особами України й інших держав, то вони теж можуть мати різні форми власності й не підпадають під зазначену класифікацію;

1.2 — на об'єкт інвестування:

- державні, якщо об'єкт інвестування (його емітент) перебуває в державній власності;

- корпоративні, якщо об'єкт інвестування (його емітент) перебуває в недержавній власності.

Зазначимо, коли на практиці йдеться про розподіл інвестицій за формами власності, частіше мають на увазі перший варіант: форму власності на інвестиційні ресурси. Якщо йдеться про форми власності на об'єкт інвестування, це зазвичай потребує додаткового уточнення.

2. За періодом інвестування:

- короткострокові портфельні інструменти — вкладення коштів на термін, який не перевищує один рік (наприклад, короткотермінові ощадні сертифікати, короткотермінові векселі, короткотермінові державні цінні папери тощо). Їх відносять до інструментів грошового ринку. Зазвичай вони мають за мету використання тимчасово вільних грошових коштів для відносно швидкого отримання доходу;

- довгострокові портфельні інструменти — вкладення коштів у статутні капітали інших організацій (придбання акцій), придбання казначейських зобов'язань та облігацій із терміном погашення понад один рік. Ці інструменти відносять до активів фондового ринку.

3. За регіональною ознакою:

- з точки зору як емітента, так і інвестора: *внутрішні портфельні інвестиції* (у межах держави) — вкладення в об'єкти інвестування, розміщені на території держави, резидентами якої є як емітент, так і інвестор;

- з точки зору емітента: *зовнішні портфельні інвестиції* — вкладення в об'єкти інвестування, розміщені на території держави, резидентом якої є інвестор, а емітент — нерезидентом (облігації державних зовнішніх позик);

• з точки зору інвестора: *іноземні портфельні інвестиції* — вкладення в об'єкти інвестування емітента-нерезидента на території держави, резидентом якої є інвестор (акцій іноземних компаній, облігацій державних позик інших держав тощо). До цієї категорії відносять також інструменти євrorинку, які поширюються серед інвесторів, для яких вони є закордонними.

4. Залежно від характеру участі інвестора в інвестиційному процесі:

- *прямі*, здійснення яких передбачає винятково самостійне вкладення інвестором інвестиційних ресурсів безпосередньо в об'єкти інвестування;
- *непрямі* (опосередковані), здійснення яких передбачає наявність в інвестиційному процесі крім інвестора ще й фінансових посередників.

5. Залежно від форми вкладення коштів портфельні інвестиції поділяють на *пайові та боргові*.

Пайові портфельні інвестиції як інструменти власності:

- засвідчують право власності інвестора на частку в статутному капіталі емітента корпоративних прав;
- виступають у вигляді пайових цінних паперів (акцій) або внесків до статутного капіталу інших підприємств;
- мають необмежений термін обігу;
- слугують отриманню інвестором доходів за рахунок дивідендів або перепродажу чи отриманню доходів за рахунок зростання ринкової вартості інвестицій.

Боргові портфельні інвестиції як інструменти позики не надають права власності. До них належать інвестиції, які мають такі ознаки:

- виступають як боргові цінні папери (наприклад, облігації);
- мають боргове походження;
- мають визначений термін обігу;
- утримуються інвестором до погашення їх з метою отримання доходів у вигляді відсотків або перепродажу й отримання доходів за рахунок зростання ринкової вартості інвестицій.

6. Особливий вид ризикових портфельних інвестицій (їхню інноваційну форму) становлять *венчурні портфельні інвестиції*, тобто вкладення у фінансові активи (цінні папери) венчурних фондів та різноманітних науково-дослідних закладів і фірм, що здійснюють розроблення та промислове освоєння нововведень (венчурне підприємництво). Якщо розглянути тлумачення поняття «венчурний бізнес» у західній школі, побачимо, що воно походить від англійського слова «venture», що перекладається як «ризикове підприємство». Венчурне інвестування, здійснюване в тому числі шляхом акціонування, розвинене за кордоном і зрозуміле іноземним інвесторам. Зараз до основних ринків венчурного капіталу відносять ринки США, Канади і Західної Європи (Франції, Великої Британії та ін.), на яких здійснюється залучення капіталу для розроблення і запровадження новітніх наукоємних технологій.

В економічній теорії розвинених країн поняття фінансування та інвестування мають різні тлумачення й чітко розмежовані за послідовністю: *фінансування передуює інвестуванню*. Фінансуванню у широкому сенсі у західній науковій школі вважають процес визначення (пошуку) джерел і надання грошових кош-

тів для інвестування. Тобто процес переміщення коштів з цих джерел від фізичних і/або юридичних осіб безпосередньо до позичальників, називають власно фінансуванням. Під інвестуванням розуміють процес використання грошових коштів як вкладень у різноманітні інвестиційні проекти. Зазначимо, що подібно до того, як реальні інвестиції у великих масштабах не можна здійснити без фінансових інвестицій, пряме фінансування в багатьох випадках потребує непрямого (опосередкованого) інвестування.

Виокремлюють два типи фінансування портфельних інвестицій:

- **пряме фінансування (прямий трансфер)** — це сукупність каналів переміщення грошових коштів безпосередньо від їхнього власника (інвестора) до емітента. Пряме фінансування поділяють на капітальне та боргове фінансування. Перший тип — це надання грошових коштів в обмін на право пайової участі у власності емітента (основна форма такого фінансування — випуск акцій). Другий тип — надання грошових коштів в обмін на зобов'язання емітента повернення їх із відсотками через обумовлений термін (випуск облігацій, казначейських зобов'язань тощо);

- **непряме (опосередковане) фінансування** — фінансування інвестиційного процесу за участі фінансових посередників. Це сукупність каналів переміщення грошових коштів від їхнього власника (інвестора) до фінансового посередника і від нього до емітента. У цьому разі грошові кошти залучають через посередників, якими виступають банки, страхові компанії, пенсійні фонди, інститути спільного інвестування. Саме вони акумулюють грошові кошти інвесторів з метою подальшого вкладення їх у конкретні об'єкти інвестування.

Таким двом типам фінансування відповідає наведений у класифікації портфельних інвестицій розподіл на прямі та непрямі портфельні інвестиції.

1.2. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПОРТФЕЛЬ І ПОРТФЕЛЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОНЯТТЯ І ТИПИ

Усі інвестори, як фізичні, так і юридичні особи, мають можливість на власний розсуд розподілити наявні ресурси — грошові кошти серед множини об'єктів інвестування, тобто сформувати свій інвестиційний портфель (набір об'єктів вкладень). Наведемо найпоширеніше тлумачення поняття «інвестиційний портфель».

Інвестиційний портфель — цілеспрямовано сформована сукупність об'єктів фінансового та/або реального інвестування, призначена для реалізації попередньо розробленої стратегії, що визначає інвестиційну мету.

Деякі фахівці, вживаючи це поняття (інвестиційний портфель), мають на увазі, що всі вкладення — фінансові й реальні інвестиції з різними цілями можна включати до одного портфеля і, відповідно, здійснювати управління одними й тими самими методами. Але це не так.

У широкому сенсі **інвестиційний портфель** — це агреговане поняття, що поєднує два типи портфелів — портфель реальних проектів і порт-

фель фінансових активів. Вузький підхід дозволяє тлумачити як інвестиційний портфель кожен із зазначених складових і, зокрема, портфель цінних паперів. Кожна зі складових має певні особливості як щодо формування, так і щодо управління нею. І це ставить під сумнів доцільність ідентифікувати їх сукупно як єдиний агрегований інвестиційний портфель. Утім, на практиці це відбувається саме так.

Фахівцями визначено низку ознак, за якими здійснюють типізацію інвестиційних портфель. Деякі з них є взаємовиключними або суперечливими. В узагальненому вигляді інвестиційні портфелі можна класифікувати за пріоритетністю цілей інвестора під час формування портфеля (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Класифікація (типізація) інвестиційних портфель

До портфеля фінансових активів як складової агрегованого інвестиційного портфеля відповідно до цілей інвестування включають фінансові інструменти, вкладання коштів у які має різну мету і формування яких зазнає впливу багатьох суб'єктивних та об'єктивних чинників, зокрема фінансові можливості інвестора (внутрішнє джерело фінансування), можливості залучення зовнішніх джерел фінансування з метою інвестування (вітчизняних та іноземних), особливості інвестиційного клімату в державі, кон'юнктура інвестиційного ринку та особисті якості інвестора (агресивність інвестиційної стратегії, схильність інвестора до ризику, здатність ефективно управляти портфелем, здатність миттєво реагувати на зміни й ухвалювати відповідні інвестиційні рішення тощо). З'ясування й аналіз таких чинників дає інвесторові підстави обрати одну або кілька цілей, згідно з якими формують інвестиційний портфель. Віднесення сформованого портфеля до конкретного типу визначає конкретність методів управління та нагляду за ним.

Портфель фінансових активів, що представлений сукупністю винятково цінних паперів, дістав назву *портфеля цінних паперів*. Він формується зазвичай після визначення інвестиційної політики компанії і після формування портфеля реальних інвестиційних проектів, якщо такі інвестиції передбачені інвестором.

Різні види організаційних структур формують притаманні їм різні за функціональною ознакою види портфель (рис. 1.3).

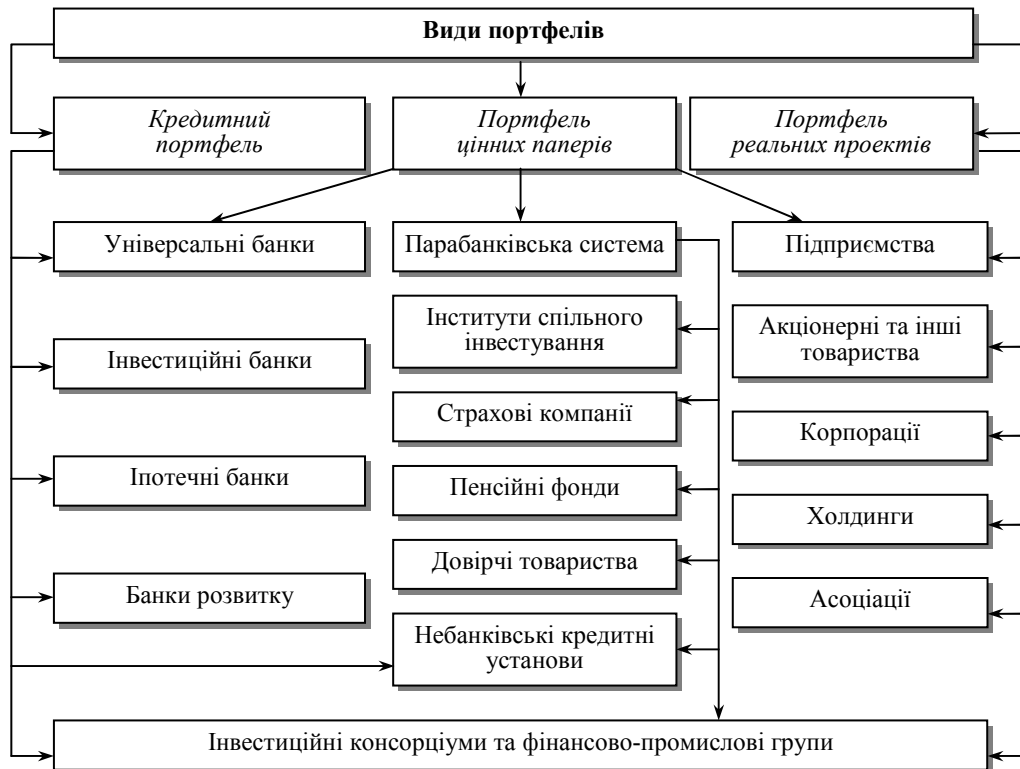


Рис. 1.3. Види портфельів за видами організаційних структур

Формування *кредитного портфеля* здійснюється переважно банківськими установами, в багатьох країнах ця діяльність дозволена також інститутам парабанківської системи. Кредитним операціям притаманні такі недоліки, як висока ризикованість, низька ліквідність (надані кредити не можуть бути швидко повернені, якщо банк має потребу у грошових коштах), оподаткування доходів за кредитними операціями, обмеженість географічної диверсифікації. Ці недоліки відповідно впливають на якість кредитного портфеля.

Банки, здійснюючи активні інвестиційні операції, формують також інвестиційний портфель (портфель цінних паперів). Інвестиційний портфель банку є сукупністю придбаних банком різних цінних паперів, право на володіння, користування і розпорядження якими належить банку і якими він управляє відповідно до визначених напрямів інвестиційної стратегії. Він складається з чотирьох різних за призначенням портфельів цінних паперів.

Надаючи кредити, банки використовують, в основному, довгострокові ресурси, але акцентування уваги лише на цьому напрямку діяльності збільшує ризик непогашення кредитів. Тому банківські установи вкладають частину своїх ресурсів у цінні папери з метою урізноманітнення активних операцій, зменшення ризику та залучення додаткових джерел отримання доходу і водночас ство-

рюють своєрідний «буфер» між відносно низькоризикованими інструментами вторинного резерву та високоризикованими кредитами.

Вкладення коштів у цінні папери має певні відмінності порівняно з кредитною діяльністю, що насамперед зумовлено неможливістю активно впливати на діяльність фірми-емітента, за винятком володіння контрольним пакетом акцій. При кредитуванні, навпаки, відбувається активна взаємодія позичальника та кредитної установи, за якої кредитор має можливість контролювати ефективність використання позичених коштів. Разом із тим інвестиційні операції мають низку суттєвих позитивних рис. Це зменшення ризиків банківської установи за рахунок розширення спектра операцій, диверсифікація джерел формування доходів, збільшення клієнтської бази банку. Суттєвою перевагою інвестиційних операцій порівняно з кредитними операціями є й те, що їм притаманна вища ліквідність.

Додамо, що цінні папери інвестиційно привабливі для банків через можливість використання їх як застави, до того ж вони розглядаються в якості забезпечення гнучкості портфеля активів, позаяк наявність цінних паперів уможливує швидко реструктуризацію балансу банку. Отже, банки виявляють дедалі більший інтерес до інвестиційних операцій — активних операцій, які є вкладеннями ресурсів банку в цінні папери з метою утримання їх в інвестиційному портфелі.

Окреслимо основні функції інвестиційного портфеля банку, до яких, зокрема, П. С. Роуз відносить такі:

- стабілізацію доходів банку незалежно від фаз ділового циклу (коли доходи за позиками знижуються, доходи за цінними паперами можуть зростати);
- компенсацію кредитного ризику по кредитному портфелю;
- забезпечення географічної диверсифікації, адже цінні папери часто пов'язані з регіонами більше, ніж об'єкти кредитування, що сприяє ефективному врізноманітненню банківських доходів;
- підтримку ліквідності, бо цінні папери в разі потреби можуть бути переведені до портфеля на продаж, тощо.

Вкладення банку в цінні папери групують за портфелями різної функціональної спрямованості: торговий портфель цінних паперів, портфель цінних паперів на продаж, портфель цінних паперів до погашення та інвестиції в асоційовані й дочірні компанії.

Торговий портфель цінних паперів — це сукупність цінних паперів, придбаних банком для перепродажу та переважно з метою отримання прибутку від короткотермінових коливань їхньої ціни. До торгового портфеля цінних паперів можна віднести лише високоліквідні фінансові активи.

Портфель цінних паперів на продаж — це сукупність цінних паперів, до яких не належать цінні папери у торговому портфелі та цінні папери, що утримуються до погашення.

Портфель цінних паперів до погашення — це сукупність боргових цінних паперів, щодо яких є намір і здатність банку утримувати їх до терміну погашення.

До **інвестицій в асоційовані та дочірні компанії** належать пайові цінні папери емітентів, які відповідають визначенням асоційованої чи дочірньої компа-

нії. Інвестиції в асоційовані та дочірні компанії обліковують за методом участі в капіталі на останній день місяця, в якому об'єкт інвестування відповідає критеріям асоційованої чи дочірньої компанії.

Зазначимо, що *асоційована компанія* — це компанія, в якій інвестор має *суттєвий вплив* і яка не є ані дочірньою компанією, ані спільним підприємством інвестора. *Суттєвий вплив* передбачає, що інвестор прямо або через дочірні компанії володіє 20 % чи більше голосів об'єкта інвестування. Суттєвий вплив є, якщо інвестор прямо або через дочірню компанію володіє менш ніж 20 % голосів об'єкта інвестування, але виконується щонайменше дві з таких умов: інвестор має представників у раді директорів, інвестор бере участь у визначенні стратегій та операцій компанії, здійснюється обмін управлінським персоналом між інвестором та компанією.

Дочірньою є компанія, що контролюється іншою компанією. Контроль передбачає, що материнська компанія прямо або через дочірні компанії володіє більш як 50 % капіталу об'єкта інвестування. Контроль також має місце, якщо материнська компанія (банк) прямо або через дочірні компанії володіє часткою капіталу компанії менше 50 %, але при цьому має:

- частку управлінських голосів у компанії, що перевищує 50 % завдяки угодам з іншими інвесторами;
- право визначати фінансову та операційну політику підприємства згідно із статутом або угодою;
- право призначити або звільнити більшість членів ради директорів;
- право вирішального голосу в раді.

Порядок віднесення цінного папера до певного портфеля регламентовано нормативними документами НБУ: Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні, Інструкцією з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України і Положенням про порядок визначення справедливої вартості та зменшення корисності цінних паперів.

Кредитні портфелі та портфелі цінних паперів банків мають багато спільного. Передусім це найважливіші види банківської діяльності, спрямовані на випуск в обіг відповідних фінансових інструментів з метою отримання доходу. Головним критерієм при формуванні та подальшому функціонуванні обох видів портфелів є їхня дохідність, а оскільки позикові й інвестиційні операції є найприбутковішими в банківській діяльності, вони мають найбільшу питому вагу у складі активів банку.

Джозеф Ф. Сінкі побудував лінійну модель управління активами, яка вказує на те, що банк у практичній діяльності стоїть перед альтернативою стосовно структури активів (яким із них надати перевагу, кредитам чи цінним паперам?), і віддає перевагу певному фінансовому інструменту залежно від обмежень на використання таких інструментів та їхньої дохідності.

У США банківські холдинги в деякі періоди приділяли роботі з інвестиціями більше уваги, ніж інвестиційні банки діяльності на кредитному ринку. Це дозволило банківським холдингам почуватися на фінансовому ринку більш упевнено порівняно з інвестиційними банками.

За умов економічного спаду банківські холдинги США, вдаючись до сек'юритизації активів, переміщують інтереси до фондового ринку у формі пе-

реведення більшої частини активів у цінні папери. Вони вважають, що сек'юритизація активів збільшує їхню ліквідність і зменшує проблемність позик деяких категорій. Як свідчить практика, сек'юритизація активів сприяє також позитивним змінам структури майбутніх витрат банків.

Належність окремих активів банку до різних за функціональною ознакою портфелів — кредитного та цінних паперів — відтворює сутність відмінностей між ними. *Позика* — це вкладення коштів на відносно стислий термін за умови повернення її або її еквівалента в сумі, що перевищує початкову на суму відсотків. *Інвестування в цінні папери*, на відміну від позики, — це використання власних і залучених коштів банку шляхом обігу на ринку цінних паперів з метою отримання доходу впродовж відносно тривалого часу.

Формування й управління кредитним та інвестиційним портфелями тісно взаємопов'язані. Оскільки позикові й інвестиційні операції є для банку найприбутковішими, зазвичай саме вони істотним чином визначають рівень ризику банківської діяльності. Тож банки зобов'язані підтримувати оптимальну структуру своїх активів і відповідно до економічної ситуації змінювати її або на користь позик, або на користь інвестицій.

За певних умов банк може відчутти гостру потребу в ресурсах унаслідок вилучення клієнтами своїх внесків, різкого підвищення відсоткової ставки за кредитами або отримання великої кількості заявок на кредити. Якщо потреба в коштах значно перевищує наявні ресурси, банк може зменшити розмір інвестиційного портфеля шляхом реалізації частки цінних паперів.

В окремих випадках, на підставі результатів дослідження фінансового стану позичальника, банк приймає рішення не поновлювати кредит і здійснює конвертацію виданої позики в акції підприємства-боржника. При цьому відбувається переміщення активів із позикового до інвестиційного портфеля. Таким чином, особливістю формування інвестиційного портфеля банку є включення до нього цінних паперів двох рівнів, якими є:

- первинні резерви, призначені для отримання доходу;
- вторинні резерви, які можна реалізувати з метою підтримання ліквідності.

З метою мобілізації ресурсів і забезпечення ліквідності передовсім реалізують цінні папери вторинного резерву, а якщо цього недостатньо — реалізують частку первинних резервів. За цих умов активи переміщують з інвестиційного до кредитного портфеля. Отже, інвестиційна політика банку має враховувати необхідність дотримання певної пропорційності між первинним і вторинним резервами цінних паперів і, відповідно, між інвестиційним та кредитним портфелями. Найдоступнішими, з огляду на чинні законодавчі обмеження, є операції із цінними паперами. Придбання їх дозволене всім, як приватним індивідуальним інвесторам, так і потужним організаційним структурам.

Формування інвестиційного портфеля банку можна здійснювати за допомогою широкого спектра фінансових інструментів, головними з яких є державні та муніципальні облігації, облігації підприємств (корпоративні облігації), акції відкритих акціонерних товариств, казначейські зобов'язання, комерційні папери (векселі), ощадні сертифікати, депозитні сертифікати, похідні фінансові інструменти тощо. Обираючи цінні папери до портфеля, банк приділяє увагу, поряд з

оцінюванням фінансового стану, також ринковому і конкурентному середовищу емітента, особливо основним ринковим показникам, тенденціям, ключовим чинникам створення вартості, вирішальним чинникам конкуренції на ринку, наслідкам минулого впливу зовнішнього середовища, джерелам конкурентоспроможності, якості роботи, джерелам ризику (галузевим та специфічним) тощо.

Поряд із дефініціями «інвестиційний портфель» та «портфель цінних паперів» в економічній літературі застосовують поняття «портфель інвестиційних проектів», «портфель реальних інвестиційних проектів», «портфель реальних інвестицій». Зазвичай це тотожні поняття, якими ідентифікують портфелі реальних інвестиційних проектів. Портфель реальних інвестиційних проектів можна розглядати як певний вид інвестиційного портфеля, який формують окремі суб'єкти інвестиційної діяльності: корпорації, інститути спільного інвестування тощо. Портфелі реальних інвестиційних проектів, що мають забезпечувати розвиток компанії, створення нових робочих місць, за певних обставин дотує держава. Відмітними рисами таких проектів є невисока дохідність, низька ліквідність, високий рівень ризику через велику капіталомісткість і тривалі терміни реалізації. Сукупно до такого портфеля як його частину фахівці дедалі частіше відносять нерухомість, що надається в оренду або призначена на продаж (так звані «інвестиційні квартири»), дорогоцінні метали (золото, срібло, платина, палладій), у деяких випадках коштовності, твори живопису, раритети тощо.

Формування таких портфелів вимагає багато часу, що зумовлено потребою виконання значного обсягу робіт, пов'язаних із техніко-економічним обґрунтуванням і наглядом за проектами. Техніко-економічне обґрунтування потребує ретельного вивчення всіх можливих альтернативних напрямів вкладення коштів для інвестування. Такий варіантний підхід щодо обґрунтування реальних проектів як імовірних складових портфеля зумовлює переважно залучення до портфеля реальних проектів більш дохідних і ліквідних короткострокових комерційних проектів на противагу довготерміновим капіталомістким проектам.

З огляду на це компанія має формувати окремий портфель реальних інвестиційних проектів, зорієнтований на отримання доходів у майбутньому і керований відповідними методами. В Україні така потреба пов'язана з порівняно тривалішими термінами освоєння інвестицій, ніж у країнах із розвинутою ринковою економікою. У вітчизняній практиці термін реалізації інвестиційного проекту (від наукової ідеї до випуску готової продукції), наприклад, в обробній галузі, становить близько 10—15 років, що втричі довше, ніж у США та інших розвинених країнах.

За умов спаду і стагнації виробництва, скорочення довготермінових інвестицій і відсутності бюджетного фінансування такі портфелі позбавлені нових надходжень, а також можливостей регулювання та управління ними. За умов стабілізації економіки, зниження відсоткових ставок за кредитами спостерігається активізація інвестиційної діяльності: відбувається приплив нових інвестицій у реальні проекти, що сприяє прискоренню формування таких портфелів згідно з цілями компанії. Наприклад, державне, приватне або спільне підприємство намагається максимізувати дохід від реалізації проекту. Проте стосовно розподілу отриманих доходів цілі учасників проекту можуть бути різними. Одні мають

намір реінвестувати їх у межах портфеля, що функціонує, інші можуть шукати власні шляхи їх застосування.

Інвестуючи кошти, інвестор розподіляє їх між різними видами цінних паперів, тобто формує портфель цінних паперів. Отже, **портфель цінних паперів являє собою цілеспрямовано сформовану сукупність об'єктів фінансового інвестування у формі цінних паперів різних видів, призначених для здійснення інвестиційної діяльності в певному періоді згідно з розробленою інвестиційною стратегією інвестора.** Тобто вкладення інвестора в цінні папери, які управляються ним як єдине ціле, тлумачать як портфель цінних паперів. Зазначимо, що не кожен грошовий документ може мати статус цінного папера. Головним критерієм є законодавче закріплення цього статусу. У більшості країн є нормативно-правові переліки цінних паперів, які можуть бути вичерпними (Японія) або відкритими (США).

Відмінність пріоритетних цілей щодо портфелів цінних паперів, які формуються інвесторами; видів цінних паперів, які включаються згідно з цими цілями; інвесторів за відношенням до ризику, а також інших умов визначає різноманітність варіантів спрямованості та складу цих портфелів. Таке багатоманіття портфелів цінних паперів у практиці інвестиційної діяльності певним чином типізується. Наприклад, вирізняють портфель зростання і портфель доходу, збалансований і незбалансований (розбалансований) портфелі та інші основні типи портфелів цінних паперів, які інвестори формують для реалізації своїх інвестиційних намірів.

Відповідно до суттєвих ознак кожен портфель цінних паперів належить до певного типу. Поєднання (комбінація) типів портфелів за кожним із критеріїв характеризується створенням узагальнених типів портфелів цінних паперів. Так, банком або іншим портфельним інвестором може формуватися портфель зростання, який одночасно буде також дохідним, а за іншими ознаками — інституційним, агресивним, збалансованим і гнучким. Кожен тип портфеля цінних паперів має особливі принципи формування, оцінювання та управління.

Портфель зростання становлять фінансові інструменти, які забезпечують високі темпи збільшення капіталу. До цих активів можуть належати акції підприємств, які велику частку прибутку реінвестують у свою діяльність, внаслідок чого покращуються їхні фінансові показники й зростають курсові вартості акцій; акції успішних компаній; акції перспективних підприємств та венчурних (ризикових) компаній (за наявності, звісно певної імовірності зростання їхніх курсових вартостей); довготермінові облігації з купонною ставкою, яка може забезпечити зростання ринкової ціни облігації в майбутньому за наявності ймовірності зниження відсоткових ставок; акції недооцінених ринком компаній; похідні фінансові інструменти за наявності ймовірності руху біржових цін на активи, що сприятиме зростанню капіталу, та інші цінні папери.

Портфель доходу формується за пріоритетністю забезпечення високого рівня поточного доходу за незначного зростання капіталу. До складу фінансових інструментів такого портфеля насамперед входять прості та привілейовані акції підприємств-емітентів, у яких на прибуток, що розподіляється у вигляді дивідендів, тривалий час спрямовують вагому частину чистого прибутку, та облігації,

депозитні й ощадні сертифікати із вищими відсотковими ставками порівняно із середньоринковим рівнем. Хоча зрештою інвестор формує портфель зростання чи портфель доходу задля зростання свого початкового капіталу, але на практиці висока очікувана віддача їх може суттєво знижуватися чи то через підвищення ринкових цін на фінансові активи сьогодні, чи то в майбутньому через високі ризики цих активів.

Також можна вирізнити проміжний тип портфеля — **портфель подвійного призначення**, спрямований одночасно на отримання дивідендів (відсотків) і зростання курсової вартості цінних паперів (портфель зростання і доходу). До складу цього портфеля включають папери, що обіцяють його власнику високу дохідність при зростанні вкладеного капіталу. Формування такого типу портфеля здійснюють з метою уникнення можливих втрат як від падіння курсової вартості цінних паперів, так і/або від низьких дивідендних чи відсоткових виплат.

До складу такого портфеля інвестори часто залучають цінні папери інвестиційних фондів подвійного призначення, які випускають власні акції двох типів, причому перші мають високу дохідність, другі забезпечують зростання капіталу. Отже, одна частина фінансових активів приносить портфельному інвесторові зростання капітального доходу, а інша — дивідендного і/або відсоткового доходу. Втрати вигоди в одній частині можуть компенсуватися зростанням в іншій.

Залежно від типу інвестора розрізняють **інституційний, корпоративний та індивідуальний портфелі цінних паперів**, які формують відповідно інституційні інвестори та корпорації (фірми) — юридичні особи та інвестори — фізичні особи. До юридичних осіб, які інвестують кошти в цінні папери, належать банки, інститути спільного інвестування, страхові компанії, пенсійні фонди, фінансові компанії, підприємства та інші суб'єкти господарювання. Індивідуальні портфелі цінних паперів формують громадяни для отримання доходу від своїх заощаджень, вкладених у цінні папери.

Типізація портфелів цінних паперів за досягнутою відповідністю цілям інвестування пов'язана передусім із процесом реалізації цілей їх формування.

Збалансований портфель характеризується повною реалізацією цілей його формування шляхом відбору фінансових інструментів, які найповніше відповідають даним цілям. **Незбалансований портфель** характеризується невідповідністю складу своїх фінансових інструментів цілям його формування. Різновидом незбалансованого портфеля є **розбалансований портфель**, який раніше був збалансованим, але через істотні зміни умов інвестиційної діяльності або її цілей уже не задовольняє інвестора, тобто не відповідає нинішнім цілям формування портфеля.

За рівнем ризику портфелі цінних паперів можна поділити на авантюрні, агресивні, середньоризикові, консервативні та безсистемні. В основі формування цих видів портфелів лежить різне співвідношення показників дохідності (в різних її формах — приросту дивідендів чи приросту курсової вартості) та ризику більшості цінних паперів, які належать до певного портфеля. Адже дохідність портфеля та його ризик перебувають у прямих залежності. Наприклад, **авантюр-**

ний портфель складається з високоризикових цінних паперів, що обіцяють у щасливому випадку надвисокі доходи. **Агресивний портфель** складається з високодохідних цінних паперів, але й сукупний ризик цього портфеля вищий порівняно з іншими видами портфелів. Відповідно мінімізація ризику під час формування **консервативного портфеля** зумовлює зниження його доходності. Найоптимальнішим щодо поєднання доходності та ризику є **середньоризиковий портфель** цінних паперів.

Зазначені типи портфелів формують так звані раціональні інвестори, які мають вельми чіткі уявлення щодо рівня ризикованості (складу) власного портфеля і співвідношення доходності та ризику. Для нераціональних (ірраціональних) інвесторів характерним є випадково сформований **безсистемний** портфель.

У разі, коли сукупність складається з певної кількості цінних паперів лише одного виду, вона є недиверсифікованою. Така сукупність не може тлумачитися як портфель, адже її склад суперечить поняттю портфеля, який обов'язково є набором різних видів цінних паперів і може бути лише **диверсифікованим (слабо-, середньо- та широкодиверсифікованим)**. Зазначимо, що чітких критеріїв щодо визначення рівня диверсифікованості портфеля, а відтак, віднесення його до конкретного типу за рівнем диверсифікації дотепер немає, тож це здійснюється певною мірою довільно на розсуд кожного аналітика.

При подальшій типізації портфелів цінних паперів структуротвірною ознакою ще може виступати ліквідність. Чітких критеріїв щодо ліквідності портфеля як сукупності фінансових активів теж не визначено, проте в цьому разі аналітики враховують його склад, зокрема, в якому співвідношенні до портфеля входять **швидко-, високо-, середньо- та слоболіквідні** активи. Відповідно до цього ідентифікують безпосередньо тип портфеля.

Також портфелі цінних паперів залежно від методів управління ними можуть класифікуватися як **фіксовані (пасивні)** та **гнучкі (активні, керовані)** портфелі. Так, фіксований портфель являє собою сукупність цінних паперів, яка залишається незмінною на весь період існування портфеля. Як правило, цей портфель складається з державних цінних паперів.

Термін існування фіксованого портфеля визначають останні дати погашення за цінними паперами портфеля. Цей вид портфеля може гарантувати відносно високу безпеку вкладання коштів у цінні папери для інвестора, але не здатен забезпечити високих доходів. На відміну від фіксованого портфеля, формування інвестором гнучкого портфеля передбачає активне управління даним портфелем (ребалансування, реструктуризацію) упродовж усього періоду його існування згідно з інвестиційними цілями інвестора.

Залежно від набору фінансових інструментів, які входять до складу портфеля цінних паперів, вирізняють **комбінований** та **спеціалізований портфелі**. Склад спеціалізованого портфеля урізноманітнений у межах одного обраного виду фінансових інструментів, тобто спеціалізований портфель може бути сформований як портфель акцій, портфель облігацій або портфель фінансових активів певної галузі (регіону) тощо. Комбінований портфель включає певну широкорізноманітнену сукупність видів цінних паперів. Він може поєднувати акції, облігації та інші види цінних паперів.

Метою вкладання інвестором коштів у цінні папери можуть бути основні вигоди, які він прагне отримати. Це — дохід від цінних паперів і/або контроль над підприємствами-емітентами. Виходячи з цього, портфелі цінних паперів поділяють на **дохідні та спеціальні портфелі**. Проте слід мати на увазі, що *інвестиції не вважають портфельними* у разі формування спеціального портфеля з метою отримання контролю над підприємствами-емітентами. Отже, формування спеціального портфеля здійснюють стратегічні інвестори за рахунок прямих інвестицій.

Відповідно до кількості поставлених інвестором цілей виокремлюють **моноцільові і багатоцільові портфелі**. У першому випадку фінансові активи відбирають до портфеля за критерієм розв'язання однієї пріоритетної задачі, забезпечуючи тим самим вузьку спрямованість портфеля (за одним критерієм). Особливістю багатоцільового (багатокритеріального) портфеля є те, що він зорієнтований на одночасне досягнення кількох важливих для інвестора цілей, найчастіше максимізації доходу за мінімізації ризиків.

Якщо цілей кілька, їх зазвичай ранжують за пріоритетами. На практиці альтернативність цілей при формуванні моноцільового портфеля і можливості комбінування їх при створенні багатоцільового портфеля та різноманітні шляхи і методи досягнення цілей зумовлюють розмаїття типів портфелів цінних паперів за різними ознаками і конкретних методик управління ними відповідно до «портфельних» міркувань інвестора.

Портфелі зазначених типів інвестори формують у своїй практичній діяльності. Умовний **ринковий портфель** визначають і використовують винятково в аналізі та наукових дослідженнях щодо портфельного інвестування або в разі практичного застосування сучасної портфельної теорії та її подальших розроблень.

Ринковий (теоретично сформований, уявний) портфель об'єднує всі цінні папери, які обертаються на ринку (ринкову капіталізацію). Частка кожного виду цінних паперів у ринковому портфелі дорівнює частці ринкової капіталізації цього цінного папера в загальному обсязі ринкової капіталізації. Багато методичних питань стосовно оцінювання ринкового портфеля мають здебільшого гіпотетичний характер і досьогодні остаточно не з'ясовані. Проте на аналітичні уявлення щодо його складу, структури, дохідності та інших кількісних і якісних характеристик спираються важливі наукові висновки і практичні рекомендації.

1.3. ПОРТФЕЛЬНИЙ ПІДХІД І ПРИНЦИПИ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ

Процес інвестування пов'язаний з багатоваріантністю, альтернативністю та ризиком. Він розпочинається тоді, коли стикаються інтереси приватних осіб або певних суб'єктів господарювання, які мають чіткі наміри вкласти власні, позикові або залучені кошти чи інші матеріальні цінності або нематеріальні активи в об'єкти інвестування для збагачення ініціаторів інвестиційного проекту (реального чи фінансового), які для його реалізації мають гостру потребу саме в таких

цінностях. Обидві сторони за такої умови будуть зацікавлені в якомога ефективнішому завершенні проекту.

Інвестори, які вклали свої кошти в інвестиційний проект, через низький рівень довіри до його ініціаторів (або менеджерів) постійно переймаються оцінюванням ризику та перспектив інвестицій загалом, гарантіями повернення основної суми вкладення й отриманням очікуваного доходу. Самостійне оцінювання ними ризикованості інвестування здебільшого супроводжується додатковими небажаними трудовими, фінансовими або часовими витратами. Тому інвестори рідко вдаються до пов'язаних із підвищеним ризиком вкладень цінностей лише в один вид активів (реальний або фінансовий). Переважна більшість інвесторів заради безпеки зазвичай інвестують кілька об'єктів реального і/або фінансового інвестування, формуючи сукупність активів (інвестиційний портфель).

Основний зміст діяльності інвестора, особливо інституційного, можна визначити введенням поняття інвестиційний процес. **Цілеспрямований підбір об'єктів інвестування для формування їх сукупності фахівці розглядають як процес формування інвестиційного портфеля.** У такому разі деякі цілі інвестування вважають пріоритетними, базовими для реалізації інвестиційної програми, інші — другорядними. Встановлення пріоритетності цілей формування портфеля (їх ранжування) залежить від типу, схильності до ризику та інвестиційних переваг і намірів інвестора.

Загалом портфельний підхід на практиці реалізується насамперед з метою максимізації віддачі від комбінації активів, тобто зростання їхньої дохідності за умови диверсифікації для зниження інвестиційних ризиків. Зниження ризиків шляхом урізноманітнення активів реалізує принцип, який відповідає відомому прислів'ю: «не неси всі яйця в одному кошику» (адже ймовірність упустити обидва кошики і розбити одночасно всі яйця значно менша, ніж ймовірність втратити ці яйця, якщо вони перебувають в одному кошику).

Визначення доцільного складу портфеля можна здійснити як з точки зору його наукового обґрунтування, так і на підставі суто практичних спостережень. У багатьох випадках випадкове (інтуїтивне) урізноманітнення портфеля дає кращі результати за аналітично обґрунтоване. На підставі тривалого досвіду багато портфельних менеджерів-практиків вважають, що в портфельному інвестуванні найдоцільніше зосередження від 10 до 15 різних видів активів. У такий спосіб за умови формування портфеля значною мірою досягають компромісу таких на перший погляд альтернативних цілей, як максимізація дохідності і мінімізація ризику інвестицій. Але це не стосується великих портфелів потужних фірм.

Інвестиційний портфель формують за принципами, що впливають із особливостей інвестиційної стратегії компанії. Основними вважають такі **принципи**:

- відповідність складу і структури портфеля інвестиційній стратегії компанії;
- оцінювання всіх можливих варіантів за кожним проектом;
- обмеженість інвестиційних проектів ресурсними можливостями;
- забезпечення за рахунок диверсифікації прийнятних для компанії співвідношень між дохідністю і ризиком та дохідністю і ліквідністю;
- колегіальність (для компанії) у прийнятті рішень щодо складу і структури портфеля;

- забезпечення управління портфелем як сукупності активів відповідно до обраної стратегії (моделі);
- здійснення систематичного відстежування змін на інвестиційному ринку для своєчасного зіставлення цих змін зі змістом портфеля (моніторинг) з метою усунення невідповідностей інвестиційним цілям;
- реінвестування грошових коштів на випадок розбалансування і необхідності реструктуризації (ребалансування) інвестиційного портфеля.

Провідна мета формування портфеля — поліпшити результати інвестування, надати сукупності активів такої інвестиційної якості, яка можлива лише за умови комбінації їх. На практиці немає ідеальної узагальненої програми формування ефективного портфеля, але визначено засадові цілі й стратегії успішного вкладання капіталу для формування сукупності фінансових активів.

Портфель цінних паперів формують, як правило, після визначення інвестиційної політики компанії, а також після формування портфеля реальних інвестиційних проєктів. Загалом формування і управління великим інституційним портфелем цінних паперів зрештою зводиться до послідовної реалізації таких основних завдань:

- вибір типу портфеля (агресивний, консервативний, комбінований, спеціалізований, зорієнтований на високу дохідність і/або зростання капіталу тощо) та визначення його початкового складу з урахуванням кон'юнктури ринку цінних паперів;
- встановлення початкових показників необхідного рівня дохідності і допустимого рівня ризику з урахуванням концепції взаємозв'язку дохідності і ризику;
- оцінювання спроможності у разі необхідності швидкої трансформації певної частини фінансових активів у готівку;
- визначення напрямів і методів та оперативне планування реструктуризації портфеля у близькій перспективі у межах заданих цілей;
- розроблення й реалізація тактичних рішень щодо зміни складу і структури портфеля.

Процес формування і управління портфелем цінних паперів здебільшого є безперервним і послідовним, його здійснюють поетапно. Якщо ринкові зміни роблять портфель цінних паперів неадекватним його інвестиційним цілям, портфель потрібно змінювати. Далі зазвичай спостерігається зміна інвестиційних переваг і відповідно намірів інвестора, які призводять до змін у складі портфеля. Як показано на рис. 1.4, всі перелічені етапи разом утворюють замкнений, циклічний процес, у якому оцінка ефективності, яка не задовольняє інвестора, може призвести до коригування цілей, політики, стратегії й структури портфеля. У такому разі процес повторюється. Процес повторення циклу в середовищі фахівців з портфельного інвестування дістав назву *реструктуризації портфеля*.

Розглянемо зміст окремих етапів загального процесу формування портфеля цінних паперів відповідно до схеми на рис. 1.4. Етап формулювання інвестиційних цілей залежить від завдань портфельного інвестора. Пріоритети формування портфеля цінних паперів значною мірою є альтернативними. Так, забезпечення високих темпів зростання капіталу певною мірою досягають за рахунок зниження рівня по-

точної дохідності. Високі доходи зазвичай супроводжуються високим рівнем ризику. Забезпечення достатньої ліквідності може обмежити наявність у портфелі високодохідних фінансових активів (особливо довготермінових).

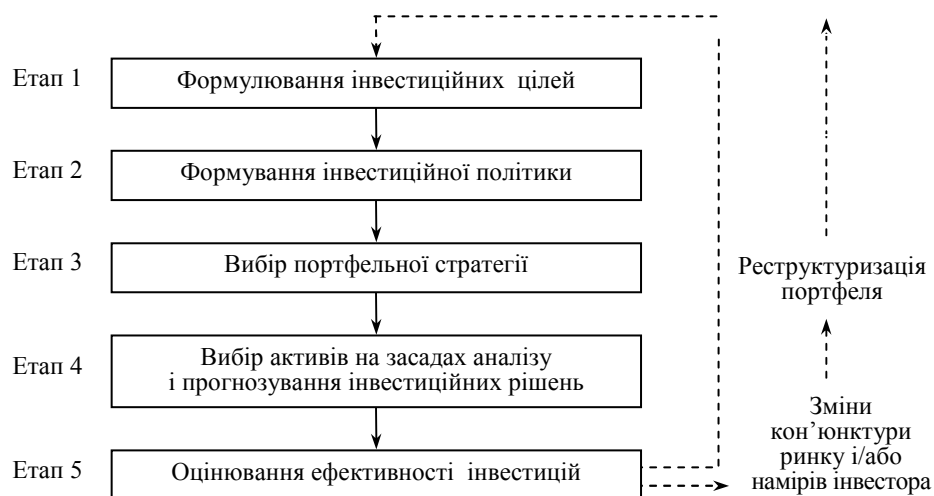


Рис. 1.4. Циклічний процес формування і реструктуризації портфеля цінних паперів

Усвідомлюючи альтернативність цілей формування портфеля цінних паперів, кожен інвестор має сам визначити пріоритети на певному етапі портфельного інвестування, враховуючи їх у відповідних критеріальних показниках.

Портфельний інвестор встановлює прийнятні значення мінімальних темпів зростання капіталу, мінімального рівня дохідності, верхнього рівня інвестиційного ризику, мінімальну частку високоліквідних фінансових активів.

Формування й коригування інституційного портфеля цінних паперів передбачає застосування певних підходів і методів, які забезпечують збереження інвестованих коштів, досягнення максимального рівня дохідності та передбачувану інвестиційну спрямованість портфеля. Далі виникає проблема кількісної відповідності між дохідністю й ризиком, яку слід оперативно розв'язувати задля постійного вдосконалення структури вже сформованих портфелів. Зазначимо, що ця проблема належить до числа тих, для оцінювання яких зазвичай доволі швидко вдається знайти загальний підхід, але які не завжди вирішуються остаточно. Щоб ефективно комбінувати різні види фінансових інструментів відповідно до власних ставлень, насамперед до співвідношення дохідності і ризику, інвестору потрібне чітке уявлення щодо визначальної ідеї створення портфеля.

З урахуванням зазначеного можна сформулювати систему конкретних інвестиційних преференцій портфельного інвестора щодо формування портфеля цінних паперів, яка спрямована на забезпечення *високого рівня дохідності*; високих темпів *приросту капіталу*; *мінімального ризику* та *необхідної ліквідності* портфеля.

Важливим питанням формування і реструктуризації портфеля є також *термін зберігання* портфеля загалом і його окремих складових (*час погашення*). За деяких умов загальна система конкретних цілей портфельного інвестування може включати також намір інвестора *зменшити податкові виплати* (рис. 1.5). Крім того, інвестор може додатково прагнути мати доступ до дефіцитної продукції або майнових прав, розширення сфер впливу, поглинання компаній тощо.



Рис. 1.5. Система намірів інвестора при формуванні портфеля цінних паперів

Не можна забезпечити за портфельного інвестування досягнення одночасно всіх зазначених цілей. Цілі альтернативні і пріоритети (їх ранг) визначає власник портфеля. Необхідність, доцільність і можливість компромісу теж визначає інвестор. Якщо портфельний інвестор дійде такого висновку, що однією (високоліквідною) складовою портфеля мають бути готівкові кошти, тоді сукупний портфель поєднуватиме фінансові інструменти, які матимуть форму як доходних фінансових активів, так і готівкових грошей.

Очікуваний дохід від інвестування оцінюється у грошовому еквіваленті. Але купівельна спроможність однієї грошової одиниці з плином часу змінюється внаслідок змін цін на товари і послуги. Ризик зміни купівельної спроможності грошей визначається головними чином темпами інфляції в країні. Інфляційний ризик негативно впливає на обсяги заощаджень населення, які зберігаються на депозитних вкладах у банках чи вдома, а також на ринкову ціну цінних паперів із фіксованим доходом. Отже, інвестор зацікавлений не просто в отриманні номінальної кількості грошей, а принаймні в збереженні, а краще й реальному прирості обсягу власного багатства. Відповідно до зазначеного визначальною метою портфельного інвестування може бути гарантоване забезпечення мінімальної дохідності, яка певною мірою перевищуватиме реальне інфляційне знецінення державної грошової одиниці.

Цілі та пріоритети інституційного інвестора у розвинених країнах зазвичай відображаються у спеціальному документі, який дістав назву *інвестиційної декларації*. Інвестиційна декларація індексного інвестиційного фонду, наприклад,

містить зобов'язання з перевищення дохідності ринкового портфеля, прийнятого за еталон. Саме за рахунок цього пенсійні фонди висувають зобов'язання в майбутньому виплачувати своїм учасникам пенсійного віку пенсію. Обов'язково декларується часовий горизонт, на який передбачають виконання наданих зобов'язань, і періодичність звітності перед інвесторами-учасниками пенсійного фонду. Якщо передбачаються багатоцільові зобов'язання, здійснюють ранжування цілей за їх пріоритетами.

У розвинених країнах інвестиційна декларація як документ (*investment policy statement*) для пенсійного фонду висвітлює, зокрема, таку низку питань, як цілі й завдання організації, часовий горизонт зобов'язань, зміст портфеля і обмеження інвестиційної діяльності, прогноз (очікування) дохідності фінансових активів на різних сегментах ринку, звітність перед інвесторами, терміни та розмір виплати доходів у формі пенсій. Першочерговою інвестиційною метою в цьому разі може бути умова, за якої майбутні грошові надходження, генеровані інвестиційним портфелем, достатньою мірою забезпечуватимуть виконання зобов'язань фонду (пенсійних виплат вкладникам-учасникам фонду по досягненні ними пенсійного віку).

Інвестиційною метою страхової компанії буде виконання всіх зобов'язань за проданими страховими полісами й отримання доходу. Інституційні інвестори, прагнучи забезпечити довіру до себе, декларують результати своєї діяльності, спираючись на копіткий розрахунок власних можливостей, а не на привабливі недосяжні гасла.

Банківські установи за рахунок емісії власних ощадних (депозитних) сертифікатів акумулюють кошти, які потім інвестують в ринкові цінні папери або спрямовують на кредитування. Інвестиційною метою в цьому разі є умова, що дохідність цих інвестицій має перевищувати вартість залучених за результатами власної емісії ресурсів.

Наступним етапом процесу формування портфеля є визначення основних напрямків інвестиційної політики для досягнення обраних цілей. Цей етап розпочинається із прийняття рішення щодо приросту активів, тобто інвестор має визначити, яким чином розподілити свої кошти між основними класами активів. Під час формування інвестиційної політики слід брати до уваги обмеження, що їх накладають органи державного регулювання на розміщення коштів.

Вибір портфельної стратегії ґрунтується на обраній інвестиційній політиці. Активні портфельні стратегії спираються на пошук й аналіз особливої інформації про ринок і його фінансові інструменти для визначення недооцінених ринком цінних паперів та специфічні методи прогнозування для забезпечення перевищення ефективності інвестицій порівняно з їхньою простою диверсифікацією. Найістотнішим для всіх активних стратегій є прогнозування змін прояву низки чинників, здатних вплинути на інвестиційні характеристики певного класу активів. Наприклад, активні стратегії під час формування і реструктуризації портфелів простих акцій передбачають прогнозування майбутніх доходів від інвестування, розміру дивідендів або показника «ціна—дохід» — відношення ціни до доходу в розрахунку на одну акцію як характеристики справедливої (внутрішньої) вартості фінансового активу.

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

Формуючи мінливий портфель на кошти інвестора, портфельний менеджер постійно здійснює операції із фінансовими інструментами, спираючись на обрану стратегію, аналіз ринку та власну інтуїцію. Комісійну винагороду менеджера визначають на підставі відсотка від отриманого доходу за портфелем. Такі послуги називають «*Investment portfolio management treaty*» (угодою стосовно управління інвестиційним портфелем).

Пасивна стратегія управління портфелем цінних паперів також передбачає надання коштів спеціалізованій (переважно банківській) установі з метою інвестування їх від імені й за дорученням інвестора в різні фінансові інструменти для отримання доходу за всією сукупністю активів. У світовій практиці такі операції передбачають комісійну винагороду і мають назву «*Private banking*» (довірчі банківські операції).

Визначившись із портфельною стратегією, треба відшукати активи, які будуть включені до портфеля. За активної стратегії завданням портфельного менеджера є пошук недооцінених активів. Він прагне сформувавши ефективний портфель, який має або найбільшу очікувану дохідність за заданого рівня ризику, або найменший ризик за заданої очікуваної дохідності. Це питання детальніше розглядатиметься далі.

Оцінювання ефективності інвестицій здійснюють на засадах порівняльного аналізу. Цей етап вважають завершальним у процесі формування портфеля цінних паперів. На цьому етапі відбувається обчислення реалізованої дохідності портфеля і зіставлення отриманого результату з обраним базисним показником, дається оцінка стабільності (варіабельності) показника дохідності упродовж терміну управління портфелем. Далі за необхідності здійснюють реструктуризацію портфеля. І процес багаторазово повторюється.

Резюме за змістом розділу

Держава та бізнесові структури виступають на ринку інвестицій у ролі позичальників, а кредитором (інвестором) є населення, в якого з різних причин доходи перевищують суму витрат і з'являється надлишок коштів. Інвестиційна активність інвесторів передбачає вкладення надлишкових грошових коштів не в один, а в сукупність різноманітних інвестиційних цінностей, якою управляють як єдиним інвестиційним об'єктом. Для означення такої множини реальних активів і/або фінансових активів, що слугує сукупним інструментом для досягнення конкретної інвестиційної цілі окремого вкладника, використовують термін *інвестиційний портфель*.

Різні організаційні структури відповідно до особливостей тих завдань, що їх вони вирішують, формують специфічні сукупності активів, серед яких виокремлюють кредитний портфель, портфель реальних інвестиційних проектів і портфель цінних паперів. Підхід щодо здійснення інвестицій у цінні папери шляхом інтуїтивного чи науково обґрунтованого розподілу їх за різноманітними, але об'єднаними в єдину сукупність об'єктами інвестування з метою отримання доходу і зменшення ризиків, дістав назву «портфельне інвестування».

Стосовно портфельних інвестицій суттєвим буде тлумачення їх як вкладень грошових коштів у фінансові активи, які не мають на меті отримання контролю над діяльністю фірми і здійснюються інвестором винятково заради майбутніх доходів у вигляді дивідендів і/або відсотків. Їхня мета — отримання доходу від стабільних грошових потоків при зменшенні ризиків за рахунок урізноманітнення фінансових активів. Фахівцями визначено низку ознак, за якими здійснюють типізацію і класифікацію портфельних інвестицій і портфелів цінних паперів.

Окремі етапи процесу формування портфеля цінних паперів разом утворюють замкнений, циклічний процес, у якому кінцеве оцінювання ефективності може призвести до коригування цілей, політики, стратегії і зрештою структури портфеля, тобто до його реструктуризації.

Система інвестиційних преференцій інвестора щодо формування і реструктуризації портфеля цінних паперів спрямована на забезпечення високого рівня доходності; високих темпів приросту капіталу; мінімального ризику; необхідної ліквідності портфеля; заданого терміну зберігання та зменшення податків.



Терміни та поняття

інвестиційний портфель, портфель цінних паперів, портфельний підхід, портфельні інвестиції, корпоративні права, процес формування інвестиційного портфеля, інвестиційна декларація, реструктуризація портфеля



Запитання для перевірки знань

1. Схарактеризуйте мотивацію інвестування.
2. У чому полягає принципова різниця між фінансуванням і інвестуванням?
3. Розкрийте сутність портфельного інвестування.
4. Які методи фінансування інвестиційних проектів Вам відомі?
5. За якими ознаками класифікують фінансові інвестиції?
6. У чому полягає принципова різниця між прямими і портфельними інвестиціями?
7. Схарактеризуйте відмінність між стратегічним і портфельним інвестором.
8. Що таке венчурні портфельні інвестиції?
9. Схарактеризуйте ознаки типізації інвестиційних портфелів.

10. Що являє собою портфель цінних паперів?
11. Які типи портфельів цінних паперів Вам відомі?
12. Які види портфельів цінних паперів формує комерційний банк?
13. Розкрийте сутність портфельного підходу при інвестуванні.
14. З яких послідовних етапів складається циклічний процес управління реструктурованим портфелем цінних паперів?
15. Що являють собою корпоративні права?
16. Схарактеризуйте методи фінансування реального проекту створення нового підприємства.
17. Що являє собою інвестиційна декларація?



Тестові завдання

Тест 1. Знайти відповідність:

1.1. Типи портфельних інвесторів:

1.2. Типи портфельів цінних паперів:

- | | |
|------------------|-----------------------|
| 1) арбітражні; | 2) агресивні; |
| 3) стратегічні; | 4) недиверсифіковані; |
| 5) збалансовані; | 6) ірраціональні; |
| 7) безсистемні; | 8) консервативні. |

Тест 2. Знайти відповідність:

1.1. Етапи процесу формування портфеля цінних паперів:

1.2. Методи фінансування інвестиційних проектів:

- | | |
|--|----------------------|
| 1) банківське кредитування; | 2) акціонування; |
| 3) вибір портфельної стратегії; | 4) самофінансування. |
| 5) оцінювання ефективності інвестицій. | |

Тест 3. Знайти відповідність:

1.1. Види портфельних інвестицій:

1.2. Ризикові інвестиції:

- | | | |
|--------------|----------------|--------------------|
| 1) пайові; | 2) венчурні; | 3) боргові; |
| 4) іноземні; | 5) арбітражні; | 6) опосередковані. |



Завдання для індивідуальної роботи

1. Залучивши додаткові літературні джерела, схарактеризувати 10 заповідей портфельного інвестора, за В. Баффетом.
2. Залучивши додаткові літературні джерела, проаналізувати думки різних авторів (І. Бланка, А. Мертенса, Ф. Фабоцці та ін.) щодо етапів

процесу формування й управління інвестиційним портфелем (портфелем цінних паперів).

3. Використовуючи рис. 1.4, схарактеризувати наміри портфельного інвестора.



Рекомендована література

1. *Баффет У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
2. *Мертенс А.* Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киев. инвест. агентство, 1997.
3. *Роуз П. С.* Банковский менеджмент : Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1995.
4. *Хагстрем Р. Г.* Путь Уоррена Баффета. Стратегии инвестиций величайшего в мире инвестора: Пер. с англ. — М.: Лори, 2000.
5. *Харрисон М.* Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально: Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2008.
6. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями : Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.



- 2.1. Теорії ціноутворення на ринку цінних паперів: технократична, фундаменталістська, «ходіння навмання»
- 2.2. Гіпотеза ефективних фінансових ринків
- 2.3. Класичні, неокласичні й сучасні концепції фінансових ризиків
- 2.4. Теорія часової вартості грошей
- 2.5. Теорії часової структури відсоткових ставок

- ◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**
 - сутність і особливості засадових теорій ціноутворення на ринку цінних паперів;
 - зміст гіпотези ефективних ринків;
 - сутність інформаційної ефективності фінансових ринків;
 - види і концепції фінансових ризиків;
 - сутність теорії часової вартості грошей;
 - чинники, що впливають на відмінності в структурі відсоткових ставок у часі;
- ◆ **а також УМІТИ:**
 - формувати позицію інвестора щодо механізму ціноутворення на ринку цінних паперів;
 - формувати позицію інвестора щодо підходу до аналізу чинників, які впливають на рівень їхньої ринкової ціни;
 - визначати й аналізувати премію за ризик фінансового активу;
 - визначати теперішню і майбутню вартість фінансового активу;
 - будувати криву дохідності і використовувати її в аналізі часових відмінностей у структурі відсоткових ставок.

2.1. ТЕОРІЇ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ТЕХНОКРАТИЧНА, ФУНДАМЕНТАЛІСТСЬКА, «ХОДІННЯ НАВМАННЯ»

Для з'ясування теоретичного підґрунтя портфельного інвестування необхідно насамперед розглянути теорії, які надають різні тлумачення механізмів ціноутворення на цінні папери. Висунуто багато різноманітних теорій стосовно ціноутворення на ринку цінних паперів і поведінки інвесторів. Особливий інтерес викликають, зокрема, технократична, фундаменталістська та теорія «ходіння навмання» (теорія «випадкового кроку»). Розглянемо їх.

Визначальна ідея **технократичної теорії**, або теорії ринкового аналізу (*Market Analysis Theory*) полягає в тому, що **справедлива вартість** (синоніми: *внутрішня, дійсна або справжня вартість*), або поточна ціна цінного папера, який котирується, визначається лише ринковою кон'юнктурою, а відтак, акумулює в собі всю інформацію щодо фінансового активу й не потребує додаткової, тобто поточна ціна цінного папера може прогнозуватися за результатами трендового аналізу динаміки цін. Відповідно до цієї теорії раціональні інвестори у своїх рішеннях щодо купівлі та продажу акцій керуються переважно дослідженнями ретроспективної динаміки цін на них, вивчають ринкові тенденції, будують цінові тренди, екстраполюють їх з метою прогнозування змін кон'юнктури ринку. Теорію ринкового аналізу загалом можна визначити як теоретичне обґрунтування підходу до прогнозування ціни, ґрунтованого на статистичних, а не на економічних показниках.

Прихильники технократичної теорії — *технократи* досліджують ринок цінних паперів загалом або ринки окремих цінних паперів ізольовано, окремо від впливу неринкових умов і чинників, залишаючи поза увагою зовнішні чинники, які, наприклад, визначають попит і пропозицію на продукцію, яка виробляється компаніями-емітентами, або на послуги, що ними надаються. Такі дослідники переконані, що суб'єкти, які формують ринки, мало відрізняються за мотивацією і поведінкою, і за аналогічних умов діятимуть однаково. Технократи впевнені, що вивчення статистичної інформації стосовно ринкових трансакцій є підставою для ефективного прогнозування напрямку руху цін, оскільки на ринок сукупно впливає достатня кількість невідчужуваних і передбачуваних чинників, що зумовлює доцільність такого вивчення. Через суб'єктивність оцінювання ринкових процесів різні фахівці-технократи в одному динамічному ряді цін убагають різні (навіть протилежні) тенденції.

Технократи зосереджені переважно на короткотерміновому інвестуванні. Їхній головний і часто єдиний намір полягає в забезпеченні приросту капіталу, незалежно від того, за який проміжок часу він його реалізує. До уваги беруть переважно (або навіть винятково) *узагальнені*, так звані «*технічні*» чинники коливань цін. Такі чинники генеруються самим ринком цінних паперів на відміну від фундаментальних умов, які значною мірою (або цілком) формуються за межами ринку. Технічні умови виникають переважно як наслідок ринкової діяльності та зіткнення інтересів професіоналів ринку цінних паперів і інвесторів. Практика свідчить, що технократичний підхід щодо дослідження ринкової кон'юнктури не завжди виправдовує себе через суб'єктивну точку зору дослідника, утім, нерідко дає позитивні результати.

Значно поширенішою є **фундаменталістська** (фундаментальна) **теорія** (*Fundamental Analysis Theory*), відповідно до якої до рівня **справедливої вартості** фінансового активу як наслідок об'єктивних ринкових процесів обов'язково наблизатиметься його ринкова ціна. Уперше розмежування між справедливою вартістю і поточною ринковою ціною фінансового активу як основний постулат фундаменталістської теорії здійснив викладач Колумбійського університету, професійний інвестор Бенджамін Грехем, якого завдяки цьому вважають її засновником. Виданий у 1934 році Бенджаміном Грехемом (Гре-

мом) за участю його асистента Давида Додда підручник «Security Analysis» (Аналіз цінних паперів) і нині є настільною книгою для інвесторів усього світу. Це, по суті, — генезис фундаментального аналізу.

Виокремлюють засадові положення фундаменталістської теорії, що становлять її теоретичне підґрунтя. Наведемо їхні формулювання. По-перше, на розвиненому ринку ціна акції надзвичайно чутлива до фундаментальних чинників, пов'язаних із фірмою (емітентом). По-друге, поточні коливання цін — це лише певний природний «шум», на якому можна взагалі не зосереджуватися. По-третє, ринкові котирування цін акції — це пасивне відображення справедливої вартості акції, яка становить їхню основу і певною мірою відповідає тим активам, що стоять за нею.

Справедливу вартість (ціну) *недооціненої чи переоціненої* акції за фундаменталістською теорією можна визначити, застосовуючи суто формалізований підхід (тобто на підставі розрахунків), зважаючи на вплив багатьох, переважно позаринкових, чинників.

Проте поки єдина узагальнена концепція щодо визначення справедливої вартості цінного папера відсутня. Але дослідники дотримуються такої спільної думки, що *недооціненим* вважають той цінний папір, ринкова ціна якого нижча за його справедливу вартість, котру визначають на підставі різних формалізованих підходів. Відповідно *переоціненим* вважають цінний папір, ринкова ціна якого перевищує справедливу вартість. Конкретні критерії її оцінювання, підходи і методи розрахунків аналітики встановлюють, виходячи зі з'ясування суті ринкових процесів та встановлення кола суттєвих позаринкових чинників і низки тих показників стосовно емітента, що, ймовірно, на думку дослідника, впливатимуть на попит та пропозицію певного цінного папера.

Зазвичай цілі фундаменталістів обмежені наміром сформулювати диверсифіковані портфелі цінних паперів із прийнятним рівнем ризику, коли очікується зростання ринкових цін. Якщо прогнозується доволі тривалий і глибокий спад кон'юнктури ринку, фундаменталісти нерідко навіть розглядають доцільність розпродажу фінансових активів і можливість повного припинення портфельного інвестування.

Інші фундаменталісти зосереджені на можливостях збільшення доходів шляхом визначення відносних інвестиційних якостей цінних паперів окремих компаній і галузей, і встановлення на цій підставі їхньої справедливої вартості. Фундаменталісти переконані, що за будь-яких умов сьогодні існує невідома, але конче важлива для багатьох суб'єктів ринку інформація, яка ще не дістала відображення в поточних ринкових цінах, але таку інформацію про ринок, галузь або діяльність окремих емітентів можна отримати й кількісно оцінити і завдяки цьому забезпечити собі реальні можливості отримання додаткового доходу.

Вони впевнені, що акції можуть продаватися за цінами, значно завищеними або заниженими порівняно з фактичним рівнем, оскільки ринок цінних паперів загалом не встигає своєчасно поглинути й достатньо повно врахувати ту інформацію стосовно фінансових активів, яку використовує у своїх розрахунках фундаменталіст-аналітик. Зазвичай фундаменталісти зосереджені на сукупному до-

ході на акцію за відносно тривалий проміжок часу, ретельно аналізують дивідендний дохід і очікуване підвищення ринкової ціни.

Один із класичних законів фінансового ринку такий: у ринкову ціну фінансового активу (цінного папера) закладають не стільки поточні оцінки суб'єктів ринку, скільки очікування ними майбутнього, їхні інтуїтивні прогностичні оцінки. Тому прихильники фундаменталістської теорії ринкового ціноутворення на цінні папери зосереджуються переважно на мінливості ринку загалом, яка визначається фундаментальними (економічними й політичними) позаринковими умовами, а також діяльністю конкретних суб'єктів господарювання сьогодні, щоби передбачити ймовірні майбутні ринкові оцінки (більшістю інвесторів) фінансового активу. В деяких аспектах (наприклад, стосовно джерел фінансування капіталу і вартості корпорації) фундаменталістська теорія стикається з теорією корпоративних фінансів.

Технократи загалом теж усвідомлюють вплив на ринкові ціни фундаментальних чинників і залучають їх до своїх прогнозів. Прихильники фундаменталістського напрямку також нерідко враховують рух ринкових цін і обсягів торгівлі на ринку цінних паперів, динаміку їхніх коливань і зважають на це у розрахунках. Незалежно від концептуальних засад як технічний, так і фундаментальний підходи щодо розгляду ціноутворення на ринку цінних паперів підпорядковані розв'язанню однієї проблеми: як надалі змінюватимуться ціни на фінансові активи? І хоча дослідники чітко визнають, на засади якої з наведених теорій — технократичної чи фундаменталістської — кожен із них спирається, реально остаточно межю між ними провести неможливо. Як свідчить тривала практика, повністю відокремити один підхід до вивчення ринку від іншого доволі важко.

Теоретичні обґрунтування технократичних засад і розроблення методів технічного аналізу здійснювалися переважно окремо різними фахівцями і лише у 80-ті роки минулого століття набули чітких рис єдиної теорії на спільному підґрунті. Розробленнями технократичного характеру на рівні теорії в різні часи займалися Чарльз Генрі Доу, Вільям Гамільтон, Ральф Нельсон Еліотт, Ричард Вайкофф, Ричард Шабакер, Вільям Ганн, Роберт Риа (Rhea), Сем Вилсон та ін. Систематизацію методів і оформлення технічного аналізу як окремого прикладного напрямку дослідження фінансового ринку здійснили Джон Мерфі і Роберт Пріхтер.

Сьогодні в технократичній теорії, як і в будь-якій іншій, є основні постулати — три аксіоми. Розглянемо сутність і формулювання цих аксіом.

Найсуттєвішим у теорії ринкового аналізу вважають постулат **«риннок враховує все»**. Зміст його полягає в тому, що будь-який чинник (економічний, політичний, соціальний, психологічний тощо), котрий впливає на вартість фінансового активу, врахований у ринковій ціні й відображений у ціновому русі (на ціновому графіку). Тобто будь-якій зміні ринкової ціни передують варіабельність впливу зовнішніх чинників. Ця передумова визначає необхідність постійного відстежування і дослідження динаміки ринкових цін. Як наслідок, фінансовий ринок сам вказує технократові на найбільш імовірний напрям свого руху. І саме ця обставина зумовлює основну суперечність між технократичною та фундаменталістською теоріями, адже фундаментальна теорія головну увагу приділяє аналізу чинників, після якого роблять висновки щодо подальшого напрямку руху ринку. Якщо попит на ринку перевищує пропозицію, фундаменталіст дійде ви-

сновку щодо подальшого зростання ціни. Технократ за цих умов убачає ринкові зміни «навпаки». На його думку, первинними є ціни і зростання їх свідчить про перевищення попиту над пропозицією.

Підґрунття для розроблення всіх методик технічного аналізу надає постулат *«рух цін підпорядкований тенденціям»*, адже ринок, схильний до тенденцій, на відміну від хаотичного ринку, легше піддається аналізуванню. З припущення про те, що рух цін здійснюється відповідно до ринкових тенденцій, випливають два важливі висновки: перший полягає в тому, що поточна цінова тенденція, ймовірно, триватиме й далі (не стане протилежною), і це виключає хаотичність руху ринку; другий стверджує, що поточна тенденція зберігатиметься, допоки почнеться рух ринку у зворотному напрямі.

Тлумачити сутність останнього постулату *«історія повторюється»* можна так, що розуміння майбутнього вимагає ретельного вивчення минулого, на яке воно спирається. Згідно з технократичною теорією дослідження динаміки ринку тісно пов'язані з вивченням людської психології. Графічні цінові моделі, як свідчить тривалий досвід, відображають особливості психологічного стану суб'єктів ринку, зокрема їхньої поведінки, враховують, які настрої («биків» чи «ведмедів») переважають на ринку. Тому, на глибокі переконання технократів, є всі підстави вважати, що й у майбутньому ці моделі ефективно працюватимуть, оскільки зважають на незмінність психологічних настроїв суб'єктів ринку.

Технократичний напрям набув завершеності й досконалості в теорії Чарльза Генрі Доу (Charles Dow) та його наступника Вільяма Гамільтона і в так званій «хвильовій» теорії Ральфа Еліотта, який вважав її розвитком теорії Доу. **Теорія Доу** стала початковим чітко сформульованим розробленням щодо найбільш типових закономірностей руху цін на фондових ринках.

Свого часу Доу навіть не підозрював, що сформулював нову теорію, а просто опублікував власні спостереження за рухом ринку в кількох статтях у Wall-Street Journal, першим редактором якого він був. Його розроблення були визнані теорією значно пізніше. Класична теорія визначення напрямів руху ринку акцій Доу дала змогу прогнозувати курси акцій на підставі оцінювання взаємодії середніх показників курсів акцій промислових і транспортних (насамперед залізничних) компаній Dow Jones.

У 1897 році Чарльз Доу вперше розрахував два основні ринкові індекси: промисловий індекс включав акції провідних промислових компаній, а залізничний індекс — залізничних компаній. Тепер ці індекси відомі як промисловий індекс ДоуДжонса і транспортний індекс ДоуДжонса. Розглянемо сутність висновків Доу. Коли на розгортання основної тенденції вказують обидва індекси, ймовірність продовження нової тенденції особливо велика. Проте чим довше спостерігається тенденція, тим відчутніше імовірність її продовження. Тривалий час саме цю теорію використовували під час розроблення різноманітних схем інвестування в цінні папери, її засадові принципи використовують і сьогодні. На засади цієї теорії спираються в неявному вигляді методи сучасного технічного аналізу.

Провідним у теорії Доу є твердження, що *«в середніх величинах відображається все»*. Відтак, будь-яка нова фундаментальна інформація щодо фінансових

активів негайно акумулюється і відтворюється в коливанні ринкових цін, тому не може бути корисною при подальшому аналізі інвестицій. Згідно з теорією Доу, мінливість цін на ринку цінних паперів одночасно підпорядкована як короткотерміновим коливанням, що зумовлені певним станом ринку в конкретний момент і важко прогнозовані, так і середньотерміновим трендам (від двох тижнів до кількох місяців) та довготривалим фундаментальним тенденціям, які сягають кількох років поспіль.

Унаслідок впливу цих чинників динаміка ціни, як правило, коливається за такими закономірностями: за фундаментального (довготермінового або короткотермінового) зростаючого тренду спостерігається чимало проміжних падінь ціни або, навпаки, спадний тренд може порушуватися короткотерміновими періодами зростання цін. За теорією Доу, на підставі ретельного дослідження статистичної інформації про проміжні коливання ринкових цін можна дійти доволі ймовірних висновків щодо передбачуваних змін тенденції.

Теорія Доу ґрунтується на припущенні, що цикл ринку цінних паперів нерегулярний. У зв'язку з цим основним завданням дослідника є визначення моменту, коли «бичача» або «ведмежа» тенденція на ринку змінюватиметься на протилежну. Хоча попервах мета цієї теорії полягала просто у вивченні коливань курсів акцій, Доу і Гамільтон були впевнені, що зміни в середніх показниках є свідченням подальших відповідних змін у діловій активності загалом.

Теорія Доу попервах була спрямована на використання загальних тенденцій ринку акції як барометра загального стану економіки і не призначалася для прогнозування курсів акцій. Проте впевненість у тому, що на підставі теорії можна передбачити зміни умов підприємницької діяльності, трансформувалася в твердження, що теорія взагалі вможливує результативне прогнозування цінних тенденцій на ринку цінних паперів. Теорія Доу й досі має багато прихильників серед аналітиків ринку цінних паперів. Розглянемо специфічні постулати, на яких базується теорія Доу.

Постулат *«індекси враховують все»* припускає, що в ціні на будь-яку окрему акцію відбито все, що відомо про цю акцію. Так само ринкові індекси враховують і відображають все, що відомо всім учасникам фондового ринку.

Постулат *«риннок має три тенденції»* припускає, що у будь-який момент на ринку діють три сили: основна тенденція, вторинні тенденції і малі тенденції. Основна тенденція може бути бичачою (зростаючою) або ведмежою (спадною). Вторинні тенденції — це проміжні, коригувальні рухи ринку, зворотні основній тенденції.

Постулат *«основна тенденція має три фази»*. Відповідно до теорії Доу, перша фаза — це період активних покупок з боку добре поінформованих інвесторів, які розраховують на відновлення і довгострокове піднесення економіки. Для другої фази характерними є зростання корпоративних доходів і поліпшення економічних умов. Третя фаза характеризується високими доходами корпорацій і максимально високими економічними показниками.

Постулат *«індекси мають підтверджувати один одного»* означає, що для доведення ймовірності зміни тенденції необхідно, щоби промисловий і транспортний індекси підтвердили один одного. Обидва індекси мають подолати рів-

ні своїх попередніх вторинних піків (або западин): лише в цьому разі можна прогнозувати зміну тенденції.

Постулат *«об'єм підтверджує тенденцію»* засвідчує те, що теорія Доу зорієнтована головним чином на аналіз динаміки цін. Дані щодо обсягу торгів використовують тільки у випадку оцінювання сумнівних ситуацій. Обсяг має збільшуватися в напрямі основної тенденції. Якщо основна тенденція спадна, обсяг має зростати в періоди падіння кон'юнктури ринку. Якщо основна тенденція зростаюча, він має збільшуватися в періоди піднесення.

Постулат *«тенденція вважається незмінною, поки не отримано переконливого сигналу щодо розгортання»* припускає, що коли на розгортання основної тенденції вказують обидва індекси — промисловий і транспортний, імовірність продовження нової тенденції особливо велика. Проте чим довше триває тенденція, тим меншою стає імовірність її продовження.

Проте, на думку Гамільтона, ця теорія не могла стати підґрунтям прогнозування тривалості певної фази ринкового циклу. Гамільтон зазначав, що тривалість ринкового циклу не підлягає обчисленню. Ключем до розуміння змін кон'юнктури ринку цінних паперів Гамільтон вважав взаємозумовленість середніх показників курсів акцій залізничних і промислових компаній Dow Jones. Зазначені середні мають взаємно підтверджуватися й лише за цих умов результативно визначати напрям тенденції. Якщо вони взаємно не підтверджуються, жодна з них окремо не дає підстав прогнозувати напрям руху ринку цінних паперів.

Зазначимо, що майже всі важливі засади теорії технічного аналізу мають загальну слабку сторону: з їх допомогою не можна вказати час настання конкретної події.

Проблемі визначення критичних моментів у русі ринку підпорядкована **теорія циклів**. Циклом називають інтервал часу, впродовж якого завершується період регулярно повторюваних подій. Природні цикли дозволяють точно передбачати багато повторюваних подій. У зв'язку з цим виникло припущення щодо можливості й доцільності використання теорії циклів у технічному аналізі. Теорія циклів більш розвинена на теоретичному, ніж на практичному рівні.

Меті прогнозування ринкових цін підпорядкована так звана **хвильова теорія** Ральфа Нельсона Еліотта, яка реалізує принцип хвилі, згідно з яким рух цін на фінансових ринках складається з постійно повторюваних циклів. Типовим циклом вважається послідовність п'яти хвиль на стадії зростання ціни з подальшими трьома хвилями на стадії спаду. «Хвильова» теорія Еліотта базується на побудові специфічної хвильової діаграми із використанням числової послідовності Фібоначчі, що, на думку Еліотта, вможливило виявлення критичних точок розгортання руху фінансового ринку. Числовою послідовністю Фібоначчі застосовують у «хвильовій» теорії для прогнозування довжини (амплітуди) кожної хвилі та часу її завершення.

За умови практичного врахування моменту екстремального значення ціни на діаграмі для проведення операцій з продажу чи купівлі фінансових активів відповідно до «хвильової» теорії ризик знижується до прийняттого рівня. «Хвильова» теорія Еліотта є важливим способом визначення психології поведінки

суб'єктів ринку, тож використання її дає позитивні результати при прогнозуванні динаміки цін.

Еліотт припускає, що **поведінка «натовпу»** підкоряється певним закономірностям. Особливості психологічної поведінки «натовпу» простежуються в різних періодах — від хвилин до століть. Вона послідовно проходить стадії експансії, ентузіазму й ейфорії, за якими зазвичай настають заспокоєння, занепад і депресія. При застосуванні такої схеми розвитку психологічної поведінки натовпу до цінового графіка стандартні методи технічного аналізу не використовують. Здійснюється спостереження за оцінюванням та реакцією на надходження різної інформації. Емпірично доведено, що хвильова теорія Еліотта дає змогу прогнозувати на підставі моделі поведінки натовпу відповідні зміни руху ринку. Проте слабким боком технократичної теорії загалом (особливо на погляд фундаменталістів) і досі вважають повну відсутність жодних гарантій того, що зумовлені минулим психологічним станом суб'єктів ринку технократичні моделі ефективно працюватимуть у майбутньому.

З практичної точки зору реалістичнішою видається так звана «**теорія ходіння навмання**», або «*теорія випадкового кроку*» (**Random Walk Theory**), згідно з якою курси акцій змінюються безсистемно незалежно від історичних змін, тому їх не можна передбачити на підставі кон'юнктурних даних минулих часів. На думку прихильників цієї теорії, ціни швидко і достатньо поглинають всю можливу інформацію стосовно будь-яких чинників ринку цінних паперів і не залежать від попередньої динаміки. Коливання цін має суто випадковий характер, тож отримання арбітражного доходу шляхом прогнозування на підставі інформації минулих періодів неможливе.

Сьогодні багатьма теоретиками висувається ще одна життєздатна синтетична гіпотеза, за якою на зміну цін на фондовому ринку сукупно впливають як зовнішні чинники, так і передісторія розвитку процесу. Результат впливу зовнішніх чинників багато в чому зумовлений тим станом, у якому перебуває ринок: наприклад, дія могутнього зовнішнього чинника, що сприяє падінню цін, послаблюється, якщо ринок перебуває у фазі зростання, але за відсутності потужних зовнішніх впливів рух цін на ринку зумовлений його власною динамікою.

2.2. ГІПОТЕЗА ЕФЕКТИВНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

Для портфельних інвесторів одним із найважливіших теоретичних припущень є те, що фінансовий ринок надає коректну (правильну) оцінку справедливої вартості фінансових активів, унаслідок чого їхня поточна ринкова ціна відповідає справжній вартості. Американські дослідники фінансового ринку Юджин Фама і Майкл Дженсен (Йенсен) у середині 1970-х років запропонували гіпотезу, згідно з якою менеджери фірм не можуть довго приховувати від конкурентів важливу внутрішню інформацію. Таке припущення є підґрунтям гіпотези, яку в науковому середовищі називають гіпотезою ефективних ринків (ГЕР). Згідно із ГЕР цінні папери справедливо оцінені ринком у тому сенсі, що їхня ціна відо-

бражає всю можливу інформацію стосовно кожного цінного папера. Ціна майже негайно коригується із появою нової інформації про фінансовий актив.

Наведемо тлумачення поняття ефективного ринку. **Ефективний ринок (efficient market)** — це фінансовий ринок, на якому фактична ринкова ціна цілком відображає і дорівнює справедливій (внутрішній) вартості фінансового активу (цінного папера), позаяк акумулює всю минулу, наявну і можливу інформацію про нього. Поняття ефективності в цьому разі передбачає **інформаційну (інформативну) ефективність**. Ефективний ринок — це такий ринок, у цінах якого дістає відображення вся відома про фінансовий актив інформація. Головними передумовами ідеального інформаційно ефективного ринку цінних паперів є: велика кількість покупців і продавців; поточні ринкові ціни цілковито відображають всю інформацію про фінансовий актив; забезпечений вільний доступ до будь-якої інформації; наддоходи від операцій із цінними паперами як рівноочікувана прогнозована подія неможливі для всіх учасників ринку.

Такий наддохід можуть, зокрема, отримати особи, які володіють внутрішньою комерційною інформацією емітувальної фірми, тобто мають доступ до *інсайдерської інформації*. В англо-американських наукових джерелах вони дістали назву інсайдерів, а внутрішня комерційна інформація фірми — інсайдерської. За спостереженнями, інсайдери зазвичай частіше за інших суб'єктів ринку вдаються до придбання певних цінних паперів перед початком зростання цін на них (або їхньої дохідності) і терміново позбуваються їх саме перед падінням цін. Проте й їхні надприбутки, як свідчить досвід, не є тривалими. Розглянемо засадові характеристики інформаційно ефективного ринку.

По-перше, інвестор не має достатньо обґрунтованих аргументів очікувати вищого за середній дохід на інвестований капітал за заданого рівня ризику. Це не означає, що інвестор не може отримати чи не отримає із часом наддоходів. Головне в іншому — такий результат не може бути очікуваним, передбачуваним. У цієї тези є багато супротивників, які переконані, що використання інсайдерської інформації може надати деяким суб'єктам ринку певні відчутні переваги. Проте, як уже зазначалося, їхні наддоходи будуть короткочасними, непостійними.

По-друге, рівень доходу на інвестований капітал залежить від рівня ризику (найвдаліший приклад — відсоткові ставки на короткотермінові цінні папери). Точна функціональна залежність дохідності від ризику математично не визначена, з'ясовано лише характер зв'язку (чим більший ризик, тим вищою має бути дохідність). Потреба в отриманні якомога вищих доходів позначається на ринковій ціні фінансових активів.

При з'ясуванні цих вимог слід зважати на зв'язок між ідеальною інформаційною ефективністю ринків та їхньою економічною ефективністю. На ідеальному ефективному ринку ціни завжди акумулюють і відображають всю відому інформацію, нова інформація зумовлює негайні зміни цін, відтак отримання сталих наддоходів принципово неможливе (хіба що дуже пощастить). На *економічно ефективному ринку* ціни не можуть негайно реагувати на надходження нової інформації, але за умови елімінування трансакційних витрат стали наддоходи відсутні й на такому ринку.

Ефективний ринок не слід ототожнювати із *досконалим ринком* (*Perfect Market*), ознаками якого є однакова доступність і безкоштовність інформації для всіх суб'єктів ринку, незалежність рівня ринкових цін від окремих учасників ринку та відсутність операційних видатків (комісійних, податків тощо), які виникають у процесі обігу цінних паперів. Отже, за досконалого ринку угоди, які виконуються окремими фізичними або юридичними особами, не впливають на загальний рівень ринкових цін; відсутні трансакційні витрати, податки та інші чинники, які заважають здійсненню угод; усі суб'єкти ринку діють раціонально, намагаючись максимізувати очікувану дохідність. На досконалому ринку кожен учасник через доступ до інформації діє раціонально.

Інвестори, визначаючи доцільність рішення фінансових вкладень, спираються на особисті уявлення й мету стосовно ризику й дохідності, а також на власну оцінку справедливої вартості цінних паперів. Наскільки правильно інвестор визначає справедливу вартість цінного папера, залежить від повноти його поінформованості щодо всіх умов і чинників, які впливатимуть на майбутні доходи від фінансового активу.

Якщо цінний папір вільно обертається на ринку, його ціна формується насамперед під впливом попиту і пропозицій. Якщо доволі велика кількість учасників ринку цінних паперів вважає, що фінансовий актив недооцінено, попит і ціна на нього зростатимуть. Якщо більшість інвесторів вважатиме, що фінансовий актив переоцінено — зростатиме пропозиція, а попит і ринкова ціна зменшаться. Тобто якщо суб'єкти ринку цінних паперів поведуться раціонально, ціна фінансового активу наблизатиметься до оцінюваної більшістю інвесторів справедливої вартості активу. Дуже слушним є питання: наскільки точно ринок цінних паперів здатен визначити справедливу вартість фінансового інструменту? Якщо вважати гіпотезу правильною, тоді поточна ринкова вартість, і як наслідок — дохідність цінних паперів — відповідає рівню їхнього ризику.

Щоб забезпечити інформаційну ефективність ринку цінних паперів, слід дотримуватися основної вимоги, а саме: будь-яка інформація щодо фінансового активу є одночасно доступною для всіх без винятку суб'єктів ринку; її отримання не має вимагати додаткових витрат. Донедавна вважалося, що ця умова не виконується на жодному з реальних ринків цінних паперів — для надходження й отримання інформації потрібен час і кошти.

Зараз багатьма науковцями висловлюються протилежні думки. ГЕР поступово набуває ознак реальності. Підтвердження існуванню інформаційно ефективних ринків, на думку деяких дослідників, треба шукати насамперед у їхньому впливі на практичну діяльність різних ринкових інституцій. Однією з **ознак ефективного ринку** вважають те, що фінансові інститути за умови ефективності відіграють провідну роль стосовно тих, що функціонують на ринках, які ще не наблизилися до стану інформаційної ефективності. Виявлення такої ознаки на практиці, на думку деяких дослідників, є переконливим свідченням того, що вони мають справу саме з ефективним ринком, і відповідно з цим сьогодні дослідники певною мірою намагаються встановити й дослідити ту форму ефективності ринку цінних паперів, з якою вони стикаються.

ГЕР передбачає, що ціни змінюються, лише реагуючи на надходження на ринок нової інформації, яка може справляти позитивний або негативний вплив на ринкову ціну. Тому згідно з ГЕР можна вважати, що щоденні коливання ринкових цін фінансових активів не підпорядковані певній тенденції, яку можна остаточно з'ясувати на підставі аналізу.

Виявлення і тлумачення різних форм ефективності ринку залежно від його чутливості до надходження і врахування інформації належить таким дослідникам, як Сінді Коттл, Роджер Ф. Мюррей та Франк Е. Блок. Багато дослідників і далі вдавалися до визначення поточної форми ринкової ефективності. Згідно з науковими розробленнями, ГЕР визнає **три форми** (або рівня) **інформаційної ефективності ринку**, тобто три незалежні варіанти можливості ринку вчасно врахувати і пристосуватися до появи нової інформації щодо фінансового активу. Розглянемо їх по суті.

Слабка форма (weak form) інформаційної ефективності передбачає, що вся інформація, акумульована в попередній динаміці цін, повністю врахована в поточних ринкових цінах. Якщо це твердження правильне, то інформація про минулі тенденції зміни цін цінних паперів, незалежно від глибини часового горизонту, не буде корисною під час вибору фінансового активу як об'єкта інвестування. Слабка форма ГЕР характеризує лише динаміку ринкових цін у минулому.

Помірна, або напівсувора форма (semistrong form) передбачає, що поточні ринкові ціни в сукупності відображають не тільки динаміку цін у минулому, а й решту загальнодоступної (відкритої для інвесторів) інформації. Таким чином, якщо на ринку існує помірна форма інформаційної ефективності, не варто вивчати звітність фірм-емітентів, різноманітні статистичні дані, оскільки будь-яка загальнодоступна інформація відображається в коригуванні цін фінансових активів до того, як вона може бути досліджена аналітиком. Вважається, що загалом існує достатньо переконливих доказів наявності слабкої форми інформаційної ефективності на найважливіших ринках цінних паперів. Теорія «ходіння навмання» пояснює ознаки сучасного ефективного ринку в слабкій формі.

Сильна (сувора) форма (strong form) інформаційної ефективності фінансового ринку передбачає, що в поточних ринкових цінах акумульована і відображена вся інформація — як загальнодоступна, так і конфіденційна (інсайдерська). Проте попри високу кваліфікацію, поінформованість і досвід усіх суб'єктів ринку завжди існує інформація, недоступна переважній більшості учасників ринку, або та, що надходить зі значним запізненням. Зазвичай існують ситуації, коли добре поінформованим співробітникам компаній-емітентів стає відомою інформація, недоступна для сторонніх. Проте за сильної форми ефективності ринку тривалих наддоходів не можуть отримати навіть ті, хто певний час мав особливі відомості щодо цінного папера.

Подібно до будь-якої іншої теорії, ГЕР і зараз потребує емпіричної перевірки, яка доведе, наскільки правильно вона пояснює явища, котрі трапляються на реальному ринку. Поняттю ефективних ринків суперечить концепція технічного аналізу, адже засади технічного аналізу базуються на припущенні, згідно з яким на фондовому ринку існують історично сформовані закономірності.

Для вирішення питання про можливість застосування ГЕР до ринку цінних паперів потрібні емпіричні дослідження за такими напрямками: перевірка наявності кореляції між змінами ринкових цін у часі; перевірка ефективності різних технічних засобів, використовуваних під час укладання угод на ринку цінних паперів. Але не потребує доведення теза, що без інформаційної прозорості активний розвиток ринку цінних паперів неможливий. Прийняття раціональних інвестиційних рішень стає можливим лише за умов інформаційної доступності. Це справедливе переконання дає змогу прибічникам ГЕР розглядати інформаційні потоки ринку як особливий чинник, який зрештою зумовлює форму (стан) інформаційної ефективності ринку.

Дехто з прихильників ГЕР наполягає на тому, що деякі ринки сьогодні мають достатньо переконливі ознаки не лише слабкої, а й помірної форми інформаційної ефективності, але хоча це твердження й має обґрунтування, його досить складно перевірити на практиці. Намагання ж емпірично встановити сильну форму інформаційної ефективності ринку поки не дали жодних позитивних результатів. Проте мірою зростання частки обізнаних інвесторів ринок швидше наближається до сильної форми ефективності. Це переконливо свідчить про важливість посилення інформаційного забезпечення ринку. Загалом дослідники сходяться на думці, що формування (і навіть існування) інформаційно ефективного ринку принципово є цілком реальним.

З'ясуємо, який вплив справляє ГЕР на ухвалення інвестиційних рішень. Інформаційно ефективний ринок заперечує можливість здійснення арбітражних операцій. **Арбітраж** — це отримання гарантованого доходу за умови нульових інвестицій; виникнення арбітражу можливе, якщо оцінка вартості цінного папера точніше відображає його справедливую вартість (цінність), ніж ринкова ціна. Якщо в ринковій ціні враховано всю минулу і поточну інформацію стосовно певного цінного папера, точніші оцінки його вартості неможливі за жодних умов. Тобто за умов інформаційно ефективних ринків неможливо точніше за ринок визначити дохідність і рівень ризику цінного папера. Якщо ГЕР вважати коректною (правильною), для портфельних інвесторів немає сенсу намагатися відшукати недооцінені ринком фінансові активи.

Утім, досвідчені практики з власного досвіду знають, що більшість фінансових ринків поки не відповідає вимогам інформаційної ефективності, тому прогнозування майбутньої цінової динаміки, зокрема на ринку цінних паперів, можливе і доцільне.

2.3. КЛАСИЧНІ, НЕОКЛАСИЧНІ Й СУЧАСНІ КОНЦЕПЦІЇ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ

Портфельне інвестування завжди супроводжуватиметься необхідністю розв'язання для інвестора ділеми: інвестувати в цінний папір із високою дохідністю і високим ризиком, чи надто не ризикувати й задовольнитися менш ризиковим фінансовим активом з меншою дохідністю.

Інвестори не є єдиними покупцями на ринку цінних паперів. Покупцями виступають також спекулянти, арбітражери і гравці. Розглянемо особливості представників зазначених груп покупців з точки зору ставлення їх до ризику. Для **усвідомлення сутності ризику** інвестування проведемо паралель між інвестицією та спекуляцією, розглянувши головні критерії, за якими їх розрізняють.

По-перше, за інвестування рівень ризикованості цінного папера ретельно збалансований з очікуваним доходом, інвестор намагається всіляко знизити ризик. Але навіть надвисокий очікуваний дохід за фінансовим активом не може виправдовувати високого ризику інвестиції, що має певну межу. Спекуляція заперечує наявність межі ризику на цінний папір. За спекулятивних операцій жорсткий зв'язок між очікуваним доходом і ризикованістю відсутній.

По-друге, відмінність інвестиційних та спекулятивних операцій зумовлюють терміни вкладання коштів. Якщо за спекуляції зазвичай передбачається висока терміновість отримання доходу, то інвестування здійснюють переважно на тривалій термін.

По-третє, інвестор прагне тривалого стабільного доходу на достатньо високому, прийнятному для нього рівні. Спекулятивні операції реалізують принцип «купуй якомога дешевше — продавай якомога дорожче», тобто за спекуляції метою є тільки максимальна різниця між вкладеним і отриманим капіталом.

Отже, інвестор зазвичай вкладає гроші на відносно довготривалій термін, розраховуючи на отримання доходу у вигляді дивідендів і відсотків, намагається зменшити ризик втрати вкладеного капіталу. Спекулянт намагається отримати дохід за рахунок змін цін на строковому ринку. Спекулянт купує (продає) строкові контракти, щоби за певний час продати (купити) їх за привабливішою ціною. Якщо ціна контракту на строковому ринку зростає, спекулянт намагатиметься відкрити довгу позицію, а потім закрити її шляхом проведення офсетної угоди, вигравши на різниці цін строкових контрактів. Зрештою спекулянт готовий піти на додатковий ризик заради отримання доходу.

Якщо ризик спекулянта, за здійснення угоди, зростає, то арбітражні операції не пов'язані з ризиком. Арбітражер отримує дохід за рахунок одномоментної купівлі-продажу одного й того самого активу на різних сегментах ринку. Дохід арбітражера виникає у разі, якщо на цих сегментах спостерігається різниця в цінах або порушуються паритетні відносини між ними. Можливість проведення арбітражних операцій виникає раптово. Внаслідок проведення арбітражу різниця в цінах вирівнюється й порушення паритетних відносин ліквідується. Після цього підґрунтя для проведення арбітражних угод зникає. Арбітражери, володіючи майже вичерпною надзвичайно суттєвою стосовно емітента і стану ринку інформацією, практично не ризикують.

Гравці свідомо наражаються на ризик, сподіваючись «подолати» ринок, реалізувати шанс щасливої випадковості, вгадати ринкові цінові тенденції і збільшити власний капітал, граючи на зміні курсів цінних паперів.

Різні типи інвесторів теж мають відмінності за своїм ставленням до ризику. Хоча вони переважно не схильні ризикувати, проте в різних передумовах рівень несхильності, її прояв можуть суттєво відрізнятися. Інвестор зазвичай схильний до ризику, який супроводжується додатковими доходами, і нейтральний до ньо-

го, якщо це не впливає на рівень доходів. Зниження ризикованості інвестиції за незмінного рівня доходу для несхильного ризикувати інвестора підвищує її привабливість. А для ризикового інвестора найпривабливішими є потенційно більш дохідні інвестиційні рішення підвищеної ризикованості.

Загалом діяльність портфельних інвесторів постійно підпадає під вплив різноманітних ризиків. Інвестори можуть приймати інвестиційні рішення із запровадженням дій, спрямованих на зменшення ризику, але повністю уникнути його неможливо. Умов, за яких майже відсутній ризик в економіці, доволі мало. Переважна більшість ситуацій, яким притаманний ризик, є важко передбачуваними. *Що ж являє собою ризик (ризик)?*

Ризик оточує нас постійно. Якщо події є цілком передбачуваними, вони вільні від ризику. Усунути ризик повністю неможливо. Це є причиною того, що навіть ідеальні, на перший погляд, рішення часом ведуть до збитків. Ризик призводить до різних втрат. Ми прагнемо можливості вибору менш ризикового варіанта, зіставляючи ризикованість проекту з очікуваними вигодами.

Поки немає однозначного підходу до тлумачення сутності дефініції «ризик». Це пояснюється насамперед багатогранністю цього явища, з одного боку, та певним ігноруванням його в економічній практиці й управлінській діяльності — з іншого. Вважають, що слово «**ризик**» поширилося від назви небезпечних підводних рифів, що загрожували загибеллю кораблям іспанських і португальських мореплавців.

У вузькому сенсі ризик — це *можливість настання небажаної події*. Вирізняють небезпечні події та події, які тільки за певних обставин призводять до небажаного результату. Суто небезпечні події завжди є небажаними, а інші по суті не є негативними і не завжди спричиняють негативні наслідки.

В економічній літературі під ризиком розуміють імовірність (загрозу) втрати суб'єктом економічної діяльності частини своїх ресурсів, недоотримання частини доходу чи виникнення непередбачуваних витрат. Ризик породжується невизначеністю, відсутністю достатньо повної інформації про подію чи явище та неможливістю прогнозувати розвиток подій. Він виникає тоді, коли рішення обирається з кількох можливих варіантів і немає впевненості, що воно найефективніше.

Зазначимо, що ризик — це складне явище, як зумовлює можливість існування кількох визначень (різних точок зору). Але сьогодні фахівці частіше тлумачать ризик у широкому розумінні: по-перше, як загрозу, по-друге, як невизначеність, по-третє, як можливість.

Як зарубіжні, так і вітчизняні дослідники дедалі частіше сходяться на думці, що *ризик — не лише загроза, а й можливість*, особливо якщо брати до уваги наявність прямої залежності дохідності від ризику. Адже за високого ризику з'являється можливість отримання високого доходу. Ризик і дохідність портфельні інвестори розглядають як дві взаємопов'язані категорії. Вони можуть асоціюватися як із певним видом активів, так і з комбінацією їх (сукупністю об'єктів інвестування).

Фінансові ризики пов'язані із прийняттям фінансових рішень, зокрема й у портфельному інвестуванні. Існують різні тлумачення поняття фінансового ризику. Назагал під *фінансовим ризиком* розуміють імовірність виникнення збитків або недоотримання доходів порівняно із прогнозованим варіантом.

Можна сформулювати також більш конкретизовані підходи щодо визначення цього поняття. Так, фінансовий ризик можна визначити як рівень певної фінансової втрати, яка має вияв: по-перше, в можливості не досягти поставленої мети; по-друге, в невизначеності очікуваного результату; по-третє, в суб'єктивності оцінки прогнозованого результату. Фінансові активи, з якими асоціюється відносно великий розмір можливих втрат, розглядають як більш ризиковані.

Важливою є й інша (сучасна) інтерпретація фінансового ризику — як *міри мінливості очікуваної дохідності*, на яку сподівається інвестор завдяки володінню певним видом фінансових активів. Так, державні цінні папери за кордоном характеризуються відносно невеликим ризиком, оскільки варіація дохідності за ними практично відсутня. Навпаки, звичайна акція будь-якої компанії являє собою значно ризикованіший фінансовий актив, оскільки дохідність за такими акціями може суттєво змінюватися.

У класичних розробленнях італійських монетаристів поняття про фінансовий ризик і непередбачувані небажані втрати, що ним зумовлені, розглядаються на рівні теорії. Так, відомі англійські економісти Джон Стюарт Мілль та Нассау Вільям Сеніор вирізняли у прибутку від підприємницької діяльності відсоток як частку доходу на авансований капітал, заробітну платню підприємця і окремо — платню за ризик.

Наступний так званий неокласичний погляд на ризики в економічній теорії запропонували, зокрема, лідер неокласичного економічного напрямку англійський економіст, засновник кембриджської економічної школи, автор інвестиційної теорії Альфред Маршалл та його учень і прихильник Артур Сесил Пігу, які теж розподіляли прибуток на складові: відсоток на вкладений капітал, заробітну платню і платню за ризикованість. Маршалл, наприклад, розглядав ризики інвестування, аналізував проблеми знецінення грошей та інфляцію. У завершальній праці «Гроші, кредит і торгівля» він дослідив причини фінансових криз.

До неокласичного напрямку відносять наукові здобутки американського економіста, професора Йельського університету Ірвінга Фішера, які узагальнено викладено у праці «Теорія відсотка», що певною мірою тяжіють до теорій ризику, позаяк висвітлюють чинники, що впливають на економіку загалом, і зокрема на інвестиційні можливості, а також розглядають проблеми довгострокових інвестицій. Фішер зазначає, що інфляція спонукає до негайного споживання, що призводить до зменшення заощаджень і руйнує стимули до інвестування. Він уперше встановив взаємозв'язок інфляції та відсоткових ставок (зростання інфляції зумовлює підвищення відсоткових ставок і навпаки), — так званий ефект Фішера («Ideal Index»).

Джон Мейнард Кейнс аналізував чинники, що негативно впливають на обсяги інвестицій. Він розглядав фінансові ризики як непередбачувані негативні наслідки діяльності, стверджуючи, що ризик — це особлива частина вартості, пов'язана із імовірними втратами, можливість яких зумовлена мінливістю ринкових цін, старінням устаткування або негативними наслідками форс-мажорних ситуацій. У своїх розробленнях він визначив поняття «витрати ризику», які, на його думку, покривають різницю між очікуваною та реальною виручкою. Фінансові ризики він поділяв на три групи.

По-перше, Кейнс дослідив ризик підприємця (або боржника), спричинений невпевненістю в отриманні очікуваного зиску від обігу винятково власних коштів. По-друге, розглянув ризик кредиторів у процесі здійснення ними кредитних операцій (Кейнс називає їх наданням позик). Ризик кредиторів може бути пасивним (з позиції боржника) й активним (з позиції кредитора). Такий ризик є наслідком можливого банкрутства боржника (недостатньої забезпеченості позики). По-третє, Кейнс виокремлював інфляційний ризик, пов'язаний із інфляційним знеціненням грошової одиниці.

Принципово новий погляд на фінансовий ризик містять сучасні наукові розроблення. Згідно із сучасними дослідженнями, *ризик інвестування*, наприклад, виникають під дією як внутрішніх (ендогенних), так і зовнішніх (екзогенних) чинників. Ризики зазвичай класифікують за різновидами причинних подій, які їх зумовлюють. Розглянемо деякі загальні неспецифічні *ідентифіковані ризики*, з якими стикається інвестор у портфельному інвестуванні.

Ринок цінних паперів породжує *інвестиційний ризик*, а також генерує системний *ринковий ризик*. Сутність інвестиційного ризику полягає у ризику втрати, по-перше, інвестованого капіталу, а, по-друге, — очікуваного від інвестування доходу. Оцінювання інвестиційного ризику можна звести до виникнення сумніву стосовно того, чи варто взагалі здійснювати портфельні інвестиції, може, доцільніше спрямувати вільні кошти в інші форми активів (нерухомість, антикваріат, золото, валюту)?

Ринковий ризик зазвичай не пов'язаний з фінансовим станом або економічною ситуацією на фірмі-емітенті. Цей ризик відображає зміни в очікуваннях інвесторів стосовно перспектив руху ринку і має багато складових. Ринковий ризик пов'язаний із загальною економічною та політичною ситуацією в країні, зростанням цін на ресурси, загальноринковим падінням цін на всі фінансові активи. Можливість виникнення воєнних дій, зміни політичної ситуації, результати виборів тощо справляють величезний вплив на рух ринкових цін. До складових загального ринкового ризику відносять також ризик зміни відсоткової ставки, ризик падіння загальноринкових цін, ризик інфляції.

Різні категорії ризиків є взаємопов'язаними. Найпоширенішим є *ризик ліквідності*, зумовлений можливістю втрат під час реалізації цінних паперів через зміну ринкової оцінки їхньої якості.

Кредитний діловий ризик — це ризик того, що емітент боргових зобов'язань виявиться нездатним сплачувати відсоток за ними і (або) основну суму боргу.

Відсотковий ризик загрожує інвесторам унаслідок зміни відсоткових ставок на ринку цінних паперів. Зростання ринкової ставки відсотка зумовлює падіння курсової вартості фінансових активів, особливо облігацій із фіксованим відсотком. Зростання відсоткової ставки може призвести до масового «скидання» цінних паперів з низькими фіксованими відсотками. Відсотковий ризик має брати до уваги інвестор, вкладаючи свої кошти в середньо- і довготермінові цінні папери з фіксованим відсотком при перевищенні середньоринкового відсотка фіксованого рівня цінного папера. Інвестор планував отримати додаткові доходи за умови підвищення відсоткової ставки, але не може повернути своїх коштів, вкладених на зазначених вище умовах.

Відсотковий ризик також загрожує емітентові середньо- і довготермінових цінних паперів із фіксованим відсотком у разі поточного падіння середньоринкового відсотка порівняно з фіксованим рівнем. Так, емітент міг би залучати кошти з ринку під відносно низький відсоток, але він пов'язаний умовами випуску цінних паперів. У разі високої інфляції за швидкого зростання відсоткових ставок цей різновид ризику притаманний і короткотерміновим фінансовим інструментам.

Ризик законодавчих змін — це ризик, пов'язаний, зокрема, із втратами внаслідок зміни законодавчої бази, зумовленої, скажімо, необхідністю перереєстрації випусків цінних паперів. У деяких випадках емісія цінних паперів ризикує виявитися недійсною, або несприятливо зміниться правовий статус фондових посередників тощо.

Часовий ризик, що спричиняється емісією або купівлею і продажем фінансових активів у несприятливий відрізок часу, зумовлює втрати. Він також пов'язаний із сезонними коливаннями (цінні папери сільськогосподарських та інших сезонних підприємств), зміною курсів цінних паперів у різних фазах макроекономічних відтворювальних циклів.

Ризик вибору (селективний ризик) пов'язаний із помилковою оцінкою інвестиційних якостей інструментів ринку цінних паперів. Це передусім ризик хибного вибору інструментів портфельного інвестування порівняно з іншими взаємозамінювальними видами фінансових активів під час формування інвестиційного портфеля.

Відключний ризик призводить до втрат інвестора, якщо емітент відкликає відключні облигації внаслідок перевищення фіксованого рівня відсоткових виплат за ними над ринковим відсотком.

Встановлено, що високий рівень інфляції руйнує ринок цінних паперів. Доходи інвесторів від цінних паперів з огляду на купівельну спроможність знецінюються, інвестор зазнає реальних втрат через *інфляційний ризик*. Купівельна спроможність однієї грошової одиниці з часом змінюється внаслідок зміни цін на товари та послуги. Натомість інвестора насамперед цікавить не збільшення номінальної кількості грошей, а приріст реального багатства, виражений у вигляді обсягу товарів і послуг, які можна придбати на отримані від інвестицій доходи. Тому одним із основних питань, пов'язаних з аналізом інфляційного ризику в портфельному інвестуванні, є оцінювання впливу зниження купівельної спроможності грошей — інфляції на ефективність інвестиційних рішень з метою подальшого розроблення методів захисту від цього ризику. Зазначимо, що зараз розроблено чимало способів зниження інфляційного ризику.

Політичний, соціальний та економічний ризику виявляються в разі вкладення коштів у цінні папери підприємств у країнах із нестабільним соціальним та економічним станом або з упередженим ставленням до країни, резидентом якої є інвестор. Зокрема, політичний ризик — це ризик фінансових втрат унаслідок зміни політичної системи, політичної нестабільності, перерозподілу політичних сил.

Галузевий ризик — це ризик, зумовлений специфікою функціонування окремих галузей. Галузеві ризику даються ознаки у змінах інвестиційної якості та

курсової вартості цінних паперів, а також у відповідних втратах інвесторів залежно від належності галузі до того чи іншого типу та недооцінювання цього чинника аналітиками.

Ризик підприємства — ризик, подібний до галузевого й багато в чому похідний від нього, а також зумовлений типом підприємства. Він можливий, якщо консервативне підприємство, зайнявши одну або кілька ніш на ринку, отримує вигоди від спеціалізації своїх робіт, високої якості продукції (послуг) і стабілізації клієнтури. Вищий рівень ризику притаманний цінним паперам агресивного підприємства. Помірний ризик притаманний підприємству, що вдається до поєднання агресивного й консервативного типів. Ризик підприємства містить також ризик шахрайства (створення компаній для шахрайського залучення коштів населення і корпорацій з метою спекулятивної гри).

Ризик репутації — це наявний або потенційний ризик, який виникає через несприятливе сприйняття іміджу підприємства або фінансової установи акціонерами, інвесторами, контрагентами тощо. Він виникає на всіх рівнях, тому підприємства та фінансові установи мають відповідально ставитися до публічного сприйняття свого іміджу, до своїх взаємовідносин із суспільством.

Стратегічний ризик виникає через неправильні управлінські рішення, неналежну реалізацію рішень і неадекватне реагування на відповідні зміни. Це — наслідок несумісності стратегічних цілей і стратегій їх досягнення, а також ресурсів для їх реалізації.

Особливим є ризик, пов'язаний із вкладеннями в цінні папери іноземних емітентів, тобто *валютний ризик*, зумовлений змінами курсів іноземної валюти. Ще вирізняють *капітальний ризик* — ризик істотного погіршення інвестиційних якостей цінних паперів, який зумовлює потребу списання втрат і зрештою призводить до збитків.

Ризик невиконання зобов'язань щодо своєчасного постачання цінних паперів — це *ризик постачання*. Він дається взнаки в разі проведення спекулятивних операцій із цінними паперами, ґрунтованих на коротких продажах (продавець реалізує цінний папір, якого в нього немає в наявності і який він лише планує придбати до моменту постачання).

Специфічні види ризику можуть виникати і з технічних причин, зокрема через недосконалість депозитарної і клірингової мереж.

Операційний ризик — ризик втрат, що виникають через недоліки функціонування комп'ютерних систем з оброблення інформації, низьку якість роботи технічного персоналу, порушення у технології операцій з цінними паперами, комп'ютерне шахрайство тощо.

Ризик урегулювання розрахунків — ризик втрат з операцій із цінними паперами, зумовлений недоліками і порушеннями технологій у платіжно-кліринговій системі.

Існування ризику не обов'язково є причиною для занепокоєння. Ризики вважають виправданими, якщо вони є зрозумілими, контрольованими, вимірюваними і регульованими. Гостро постає питання про усунення або пом'якшення не виправданих ризиків, які, своєю чергою, можуть бути навмисними та ненавмисними.

Оцінювання *співвідношення дохідності та ризику* — це база для прийняття рішення стосовно інвестування в цінні папери. Коли кошти вкладають у ризикований фінансовий актив, інвесторів слід очікувати як компенсацію за ризик підвищених доходів від інвестування: малий ризик пов'язаний з низькими доходами, великий ризик — з високими очікуваними доходами, тобто віддача від інвестування має бути пропорційною рівню ризикованості цінних паперів.

У разі ризикових інвестицій інвестори можуть вимагати **премію за ризик** R'_i (**risk premium**), тобто додатковий очікуваний дохід, що визначається як різниця між ставкою доходу, яка компенсує ризик ризикової інвестиції R_i , та **безризиковою ставкою доходу** (**risk-free rate**), тобто дохідністю умовного безризикового активу (R_0). Це означає, що чим більший ризик фінансового активу, тим вищий має бути рівень компенсації за те, що інвестор придбав на ринку і утримує в портфелі ризикові цінні папери.

Ризик слід розглядати як одну з умов максимізації доходу на ринку цінних паперів, адже дохід є винагородою за прийняття ризику. Марно було б сподіватися, що отримання значних наддоходів не пов'язане з високим ризиком. Проблема співвідношення ризику і доходу є однією з ключових у фінансовій і виробничій діяльності суб'єктів ринкових відносин. Концепцію взаємозв'язку дохідності та ризику графічно відображено на рис. 2.1.

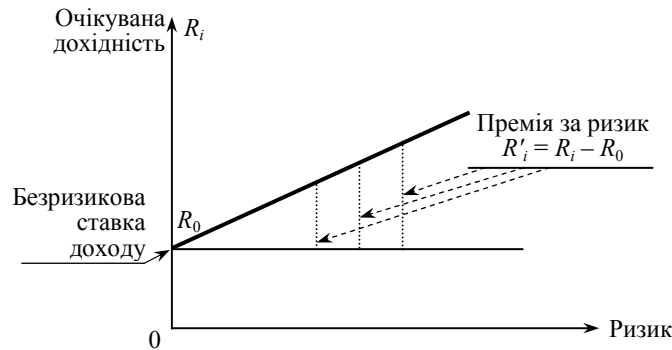


Рис. 2.1. Графічна інтерпретація взаємозв'язку дохідності і ризику фінансових активів

Застосування такого показника, як безризикова ставка доходу, означає наявність інвестиційного рішення, кінцевий позитивний результат якого гарантовано відомий. Але слід мати на увазі, що таке твердження — лише теоретичне припущення. Найбільш захищеними від ризику за кордоном умовно вважають державні цінні папери, дохідність яких гарантована урядом. Фінансові аналітики традиційно розглядають їх як безризикові фінансові активи (цінні папери).

Проте навіть ті інвестиції, які вважають безризиковими, містять певну (невелику) частку ризику, оскільки залежні, наприклад, від інфляційного ризику. У реальному житті знайти інвестиції, вільні від жодного ризику, майже неможливо. Те, що різні державні цінні папери (у різних країнах) відрізняються дохідністю, ускладнює вибір конкретної еталонної безризикової ставки доходу.

Важливим кроком уперед у дослідженні фінансового ризику є **сучасна портфельна теорія (Modern Portfolio Theory)**, згідно з якою ризик — це коливання доходності, рівень її мінливості. До того ж поняття ризику визначається подвійно, а саме: як загальний ризик (total risk), притаманний фінансовому активу ізольовано, і як ризик фінансового активу у складі інвестиційного портфеля, тобто йдеться про внесок конкретного активу в сукупний ризик портфеля загалом.

Постає питання: якою має бути доходність фінансового активу, що компенсує інвесторові заданий рівень ризику? Сучасна портфельна теорія не лише висуває альтернативні підходи щодо вимірювання рівня ризику, а й уможливорює отримати конкретну відповідь на поставлене питання.

Засновником сучасної портфельної теорії є Гаррі Марковіц (H. Markowitz), нагороджений за свої праці Нобелівською премією з економіки. Його першою на той час революційною працею, в якій викладено засадові принципи формування ефективних портфельних цінних паперів, була праця «Вибір портфеля: ефективна диверсифікація інвестицій» (*Markowitz Harry M. Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments.*) з так званою **моделлю «дохідність — ризик»**. Вона вийшла друком 1952 року («*Journal of Finance*», № 1), а 1962-го корпорація ІВМ розробила першу комп'ютерну програму реалізації цієї моделі.

Г. Марковіц на протигагу «класичній» теорії, що базується лише на показнику доходності, запровадив двокритеріальне оцінювання фінансових активів. Дохідність цінного папера він вважав випадковою величиною, що характеризується очікуваною доходністю та середньоквадратичним відхиленням доходності (ризиком інвестицій).

Найважливіший висновок, який дають дослідження Марковіца, полягає у тому, що зазвичай сукупний рівень ризику може бути значно зменшений за рахунок об'єднання ризикових фінансових активів у портфелі. Головна причина такого зниження ризику полягає у відсутності прямого функціонального зв'язку між значеннями доходності за більшістю різних видів фінансових активів.

Сучасна портфельна теорія дає нам підстави для низки важливих висновків: для мінімізації ризику інвесторам потрібно об'єднати ризиковані активи в портфелі; рівень ризику за кожним окремим видом активів слід вимірювати не ізольовано від інших активів, а в плані його впливу на загальний рівень ризику диверсифікованого портфеля інвестицій. Тобто ризик потоку готівки фінансових активів можна розглядати як з точки зору кожного активу окремо, так і з позиції портфеля, який об'єднує різні інвестиції. Окремий ризик фінансового активу може бути доволі високим, але він втрачає частину своєї ризикованості у складі портфеля.

Марковіц запропонував, як треба вимірювати рівень ризику, але не конкретизував взаємозв'язку між рівнем ризику й очікуваною доходністю. Цей взаємозв'язок конкретизує **модель оцінювання капітальних активів — МОКА (Capital Asset Pricing Model, CAPM)**, розроблена певною мірою незалежно Вільямом Шарпом, Джоном Лінтнером та Жаном Моссином. CAPM має важливе значення для визначення загальної ціни капіталу фірми й очікуваної доходності для окремих проектів, що виконуються в межах фірми. Гра-

фічне відображення моделі оцінювання капітальних активів дістало назву лінії ринку цінних паперів (*Security Market Line* — *SML*). *SML* показує очікувану дохідність, яку прагне отримати інвестор для кожного рівня недиверсифікованого ринкового ризику.

Деякі дослідники переконані, що точніше за *CAPM* пояснює коливання цін і дохідності цінних паперів теорія арбітражного ціноутворення американського економіста Стівена Росса (*Stephen Ross, Arbitrage Pricing Theory* — *APT*), модель якої вважається значно простішою з точки зору обґрунтування мінливості дохідності фінансових інструментів.

Арбітражна інвестиційна тактика є важливим напрямом діяльності на сучасних ринках цінних паперів. Арбітраж як тактика інвестування у цінні папери, як правило, складається з продажу фінансового активу за відносно високою ціною і одночасної купівлі такого ж або еквівалентного активу за відносно низькою ціною.

Оскільки арбітражні доходи є майже безризиковими, це заохочує інвесторів до здійснення арбітражних операцій. Визначити, чи можливо отримати арбітражний дохід від певного цінного папера чи портфеля загалом можна застосуванням різних методик. Цікавим серед цих позицій є аналіз згідно з *APT* загальних чинників, що впливають на ринкову ціну цінного папера.

Портфельний інвестор прагне з'ясувати й реалізувати можливості формування арбітражного портфеля з метою збільшення дохідності власного портфеля без відповідного збільшення ризику. І це не потребує додаткових інвестиційних ресурсів. За арбітражною теорією дохідність фінансових активів може зазнавати впливу не одного чинника (у *CAPM* — це дохідність ринкового портфелю), а одразу кількох.

Розроблення С. Росса — це, по суті, концепція існування деякого кола чинників, які можуть кількісно оцінюватися, і які справляють суттєвий вплив на очікувану дохідність фінансових активів. На думку С. Росса, саме в тому випадку, якщо за певних умов ці чинники не проявляють себе («бездіють»), на фондовому ринку виникають передумови для здійснення арбітражних операцій. Але щойно такі можливості з'являються, реалізація цих можливостей інвесторами приводить до їх зникнення. На цьому засновку й базується теорія *APT*.

Порівняно із *CAPM* модель *APT* ґрунтується на меншій кількості припущень. Розглянемо їх. По-перше, ринок капіталу є досконалим. По-друге, інвестори досягають консенсусу стосовно очікуваної дохідності. По-третє, кількість чинників, що є загальними для всіх цінних паперів, невизначена. По-четверте, на ринку неможливі арбітражні операції. Головним припущенням *APT* є відсутність на ринку тривалих арбітражних можливостей, а також неможливість гарантованого отримання позитивних доходів за нульових інвестицій.

За моделлю арбітражної теорії дохідність цінних паперів є лінійною функцією показників чутливості дохідності цінного папера до певного набору загальноринкових чинників. Навіть порушення питання щодо можливості й необхідності врахування різноманітного впливу на рівень ринкового ризику висуває *APT* у розряд особливих інструментів контролю над портфельним

ризиком. За емпіричних досліджень аналітики переважно враховують у моделі АРТ спрощені оцінки обмеженої кількості чинників, якими приймають, зокрема, темпи економічного зростання, приріст промислового виробництва, премії за ризик, за ліквідність, очікувану й неочікувану інфляцію, різницю доходності короткотермінових і довготермінових зобов'язань тощо. Остаточна визначеність кола і сутності чинників, що впливають на доходність фінансових активів, сприятиме широкому практичному використанню АРТ у портфельному інвестуванні, зважаючи на її суттєві переваги.

2.4. ТЕОРІЯ ЧАСОВОЇ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ

Оскільки в економіці одночасно існує безліч можливостей інвестування, вартість витрат і зиску залежить від проміжку часу, на який вони припадають. Подібно до ризику в портфельному інвестуванні дуже важливим є чинник часу. Витрати й доходи, пов'язані з будь-якою інвестицією, завжди здійснюються в часі. Із плином часу вартість грошей змінюється. Тому в портфельному інвестуванні конче важливим є врахування чинника часу. Оцінювання ефективності інвестицій неможливе без порівняння вартості цих витрат і доходів у часі.

Гривня, яку ми маємо сьогодні, коштує дорожче, ніж гривня, яку ми отримаємо згодом. Чому? Згідно з **теорією часової вартості грошей (*Time Value of Money Theory*)** — однією з класичних фундаментальних теорій, розвинутою видатним математиком і фінансистом середньовіччя Леонардо Пізанським (Фібоначчі), попри те, що гроші, вдало вкладені сьогодні, в майбутньому забезпечать дохід, ці самі гроші за певний часовий відрізок можуть втратити початкову вартість через інфляцію, ризик та схильність до ліквідності. Інфляція пов'язана із загальним підвищенням цін у країні. Коли зростають ціни, зменшується вартість грошової одиниці. З огляду на те, що в майбутньому ціни зростатимуть, вартість грошової одиниці наступними періодами зменшуватиметься. Таким чином, нинішня купівельна спроможність грошової одиниці вища за ту, що буде за певний час.

Ризик або невпевненість у майбутньому також зменшують вартість грошей. Через невпевненість у майбутньому ризик із часом зростає. Більшість інвесторів прагне уникнути ризику, тому вище цінує гроші, наявні сьогодні, ніж ті, що мають бути в майбутньому. Ті суб'єкти інвестування, які погоджуються віддати свої наявні сьогодні гроші в обмін на більшу кількість їх у далекому майбутньому, жадають вищої компенсації у вигляді певної винагороди за цей ризик.

Усі суб'єкти господарювання віддають перевагу наявним грошам, а не очікуваним у майбутньому, тобто «симпатизують» високій ліквідності. Найвищу ліквідність мають наявні гроші. Якщо інвестор вкладає ці гроші, сподіваючись на доходи в майбутньому, тобто міняє гарантовані наявні гроші на ризикованіші доходи в майбутньому, цей «обмін» можливий за умови, що майбутні доходи обіцяють бути доволі високими. Це може виправдати ризик, на який погоджується інвестор, сподіваючись на високу винагороду як компенсацію за ризик

і втрату ліквідності. Тому базовим у теорії часової вартості грошей є твердження, що гроші сьогодні мають вищу вартість, ніж за певний період.

Усвідомлення того, що фінансові інвестиції із часом можуть втрачати вартість, спонукає портфельних інвесторів зіставляти витрати й доходи в часі, визначати рівень майбутніх доходів, теперішню вартість їх і визначатися стосовно доцільності інвестування взагалі.

Широке коло завдань щодо визначення зміни вартості грошей у часі можна згрупувати так:

1. **Компаундирування** (нарощування) — визначення майбутньої вартості грошей (FV, від англ. *future value* — майбутня вартість):

1.1) вкладених водночас на певний термін під певний відсоток (просте компаундирування);

1.2) вкладених рівними частками через рівні проміжки часу під певний відсоток — визначення FV анuitетів або ренти:

1.2.1) компаундирування звичайної (відстроченої) ренти — визначення FV ренти, вклади за якою здійснюють наприкінці кожного періоду;

1.2.2) компаундирування вексельної ренти — визначення FV ренти, вклади за якою здійснюють на початку кожного періоду.

2. **Дисконтування** — визначення поточної (теперішньої) вартості грошей (PV, від англ. *present value* — теперішня вартість):

2.1) отримуваних у майбутньому водночас (просте дисконтування);

2.2) отримуваних у майбутньому через рівні проміжки часу:

2.2.1) наприкінці кожного періоду — визначення теперішньої вартості звичайних анuitетів, або PV звичайної (відстроченої) ренти;

2.2.2) на початку кожного періоду — визначення PV вексельної ренти.

Майбутня вартість інвестицій (FV) обчислюється на підставі складних відсотків (методом капіталізації відсотків або компаундируванням). Процес переходу від майбутньої вартості (FV) до теперішньої (PV) називають дисконтуванням. Саме показник теперішньої вартості є важливим критерієм оцінювання для порівняння доходності різних інвестицій за певний період.

Теперішня вартість — це вартість майбутніх надходжень (доходів) із поправкою на ставку дисконта (дисконтна ставка). Ставка дисконта — це відсоткова ставка, що коригує майбутні доходи з метою врахування ризику і непевності через чинник часу. За умов високого ризику інвестування на триваліший відрізок часу (довгий часовий горизонт) застосовують вищу ставку дисконта, за малого ризику (на малому часовому горизонті) — нижчу ставку дисконта.

У загальному вигляді згідно з теорією часової вартості грошей майбутню (FV) і теперішню вартість (PV) фінансової інвестиції оцінюють за формулами:

$$FV = PV \times (1 + R)^n,$$

$$PV = \frac{FV}{(1 + R)^n},$$

де R — відсоток або дисконтна ставка; n — кількість років або періодів.

При дисконтуванні базовими є такі принципові висновки: якщо можливі різні майбутні надходження, з них вища *ставка дисконта* у більш віддаленого; якщо визначений рівень ризику менший, то і ставка дисконта нижча; за зростання відсоткових ставок зростають і ставки дисконта.



Приклад 1. Інвестор обмірковує ситуацію з придбання ощадних сертифікатів на 100 грн кожен із відсотковою ставкою 5 % річних на 5 років.

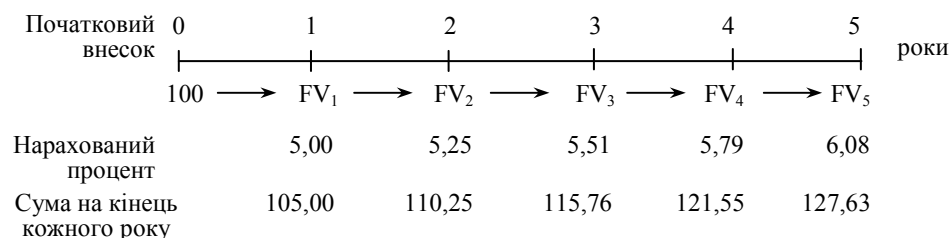
Яку суму матиме інвестор наприкінці першого року і який результат буде за 5 років? Це визначають на підставі компаундирування. Компаундирування застосовують для визначення кінцевої вартості потоку готівки із використанням складних відсотків.

Щоб з'ясувати, яким буде результат за рік і за п'ять років, розглянемо *часову лінію* (рис. 2.2). Часова лінія є найважливішим інструментом аналізу часової вартості грошей. Це — графічне вираження часового розподілу потоку готівки. Побудова часової лінії дуже важлива для розуміння концепції часової вартості грошей.

За перший рік інвестор матиме $100 + 5 = 105$ (грн).

На п'ятий рік — $100 (1 + 0,05)^5 = 127,63$ (грн).

Компаундирування



Дисконтування

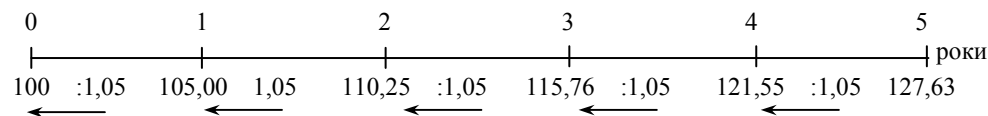


Рис. 2.2. Часова лінія для визначення майбутньої і теперішньої вартості грошей



Приклад 2. На яку суму інвесторові придбати ощадні сертифікати, якщо за відсоткової ставки 5 % за п'ять років він планує отримати 12 763 тис. грн? Визначення теперішньої (поточної) вартості здійснюють на підставі дисконтування — (процесу, протилежному компаундируванню) згідно з даними таблиці чинника відсотка теперішньої вартості (PVIF):

$$PV = 12\,763 \text{ тис. грн} \cdot 0,7835 = 10\,000 \text{ тис. грн.}$$

Тобто щоб за п'ять років отримати 12 763 тис. грн, необхідно за відсоткової ставки 5 % придбати ощадні сертифікати на 10000 тис. грн (рис. 2.2).

При дисконтуванні базовими є такі принципові визначення: якщо можливі різні майбутні надходження, серед них вищою є ставка капіталізації у віддаленішого; якщо рівень ризику менший, то й ставка капіталізації нижча; якщо на ринку спостерігається зростання відсоткових ставок, зростають і ставки капіталізації.

Якщо за певним фінансовим інструментом сплачується на одиницю вкладень r відсотків доходу на рік, але не одноразовою, а через певні відрізки часу (щомісячно, щоквартально), фактична дохідність такого інструменту буде більшою за r , оскільки передбачається реінвестування отриманих доходів (проміжних нарахувань). Річний дохід на одиницю вкладень (**ефективна ставка доходу** — r^1) за таких умов становитиме:

$$r^1 = (1 + r/m)^m - 1,$$

де m — кількість виплат відсотків на рік.

Ефективна ставка доходу (r^1) буде тим вищою, чим більше m — кількість виплат на рік.

Теорію часової вартості грошей застосовують також для обчислення теперішньої й майбутньої вартості ануїтету, тобто послідовних платежів за певні регулярні часові відрізки. Ануїтетом, наприклад, можуть бути щорічні, щоквартальні, щомісячні інвестиції.

2.5. ТЕОРІЇ ЧАСОВОЇ СТРУКТУРИ ВІДСОТКОВИХ СТАВОК

Фінансові зобов'язання з різними термінами обігу, як правило, характеризуються різними ставками доходу. Існують теорії, що пояснюють відмінності в структурі відсоткових ставок у часі. Так, за теорією інфляційних очікувань (*Expectation Theory*), дохідність довготермінових фінансових вкладень відображає очікування учасників ринку щодо майбутніх відсоткових ставок. За теорією надання переваги ліквідності (*Liquidity Preference Theory*) дохідність довготермінових вкладень як більш ризикованих має включати премію за ліквідність. Теорія ринкової дохідності цінних паперів на підставі ринкового сегментування (*Market Segmentation Theory*) пояснює відмінності у дохідності фінансових активів тим фактом, що чинники попиту і пропозиції на ринку короткотермінових і довготермінових зобов'язань визначаються різними категоріями учасників, а рівень взаємозв'язку між різними ринками слабкий.

Відправним етапом розгляду зазначених теорій є побудова **кривої дохідності (yield curve)**, що являє собою графічне відображення залежності між дохідністю (відсотковою ставкою) фінансового активу і часом настання плати за цінним папером з фіксованим доходом — терміном до погашення. Нахил кривої дохідності на певному часовому відрізку (часовому інтервалі) відображає настрій інвесторів стосовно майбутнього рівня відсоткових ставок.

Щоб побудувати криву дохідності, треба розрахувати дохідність (відсоткові ставки) за цінними паперами з різними термінами погашення, але з близькими

інвестиційними характеристиками. На горизонтальній осі позначають термін обігу цінного папера, на вертикальній — рівень дохідності на момент погашення усіх розглянутих цінних паперів (рис. 2.3). Аналіз кривої дохідності в довгостроковому горизонті дає підстави для визначення, в якій фазі ділового циклу перебуває економіка: у фазі економічного піднесення крива дохідності має тенденцію до зростання, за умови спаду — нисхідний тренд.

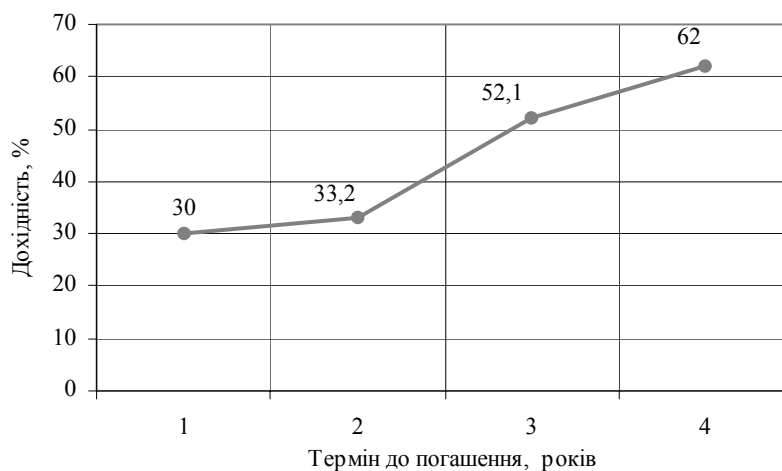


Рис. 2.3. Залежність між дохідністю фінансового активу і терміном до погашення

Форми кривої дохідності не є постійними, оскільки дохідність є мінливою характеристикою. Крива дохідності може бути «нормальною» (додатній нахил) у разі, коли довготермінові фінансові активи забезпечують більшу дохідність, а короткотермінові — меншу, і «зворотною» (від'ємний нахил), коли, навпаки, вища дохідність притаманна короткотерміновим активам (рис. 2.4).

Від'ємний нахил спостерігається у період підйому ділового циклу економіки та на ранніх фазах спаду, коли відсоткові ставки мають загальну тенденцію до зниження. *Плоска* (горизонтальна) крива дохідності свідчить про відсутність зв'язку, довгострокові і короткострокові відсоткові ставки перебувають приблизно на одному рівні й дохідність на момент погашення не залежить від терміну погашення фінансових активів. *Вигнута* форма кривої дохідності вказує на зміну залежності з прямої на зворотну.

Дослідження форми кривої дохідності є інструментарієм визначення стану переоціненості чи недооціненості фінансового активу. За умови розташування точки дохідності цінного папера над кривою дохідності констатують стан його недооціненості, а сам актив вважають інвестиційно привабливим. Навпаки, у випадку розташування точки дохідності цінного папера під кривою дохідності фіксують стан його переоціненості, за якого він є об'єктом вигідного продажу. Про це свідчить те, що дохідність цінного папера відносно терміну погашення низька, а ринкова ціна є завищеною.

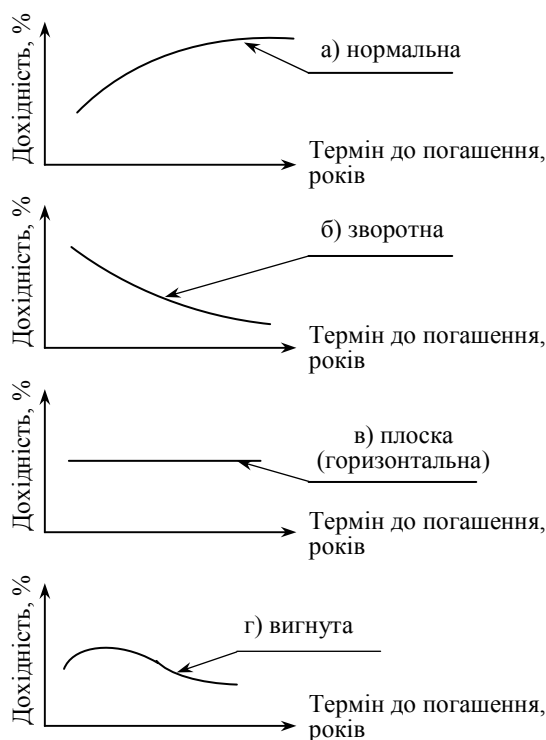


Рис. 2.4. Форми кривої дохідності як узагальненої характеристики структури відсоткових ставок у часі

Теорія очікувань виходить із припущення, що дохідність довготермінових цінних паперів відображає інфляційні очікування суб'єктів ринку щодо майбутніх процентних ставок. Якщо очікування майбутніх процентних ставок відрізняються від фактичних, це спричиняє зміну співвідношення попиту і пропозиції на довгострокові і короткострокові фінансові активи — очікувана дохідність відображає передбачення інвесторами зміну відсоткових ставок.

Про очікування зростання відсоткових ставок свідчить «нормальна» крива, про очікування їх падіння — «зворотна» (рис. 2.4). Фінансові аналітики припускають, що згідно з теорією надання переваги ліквідності довготермінові цінні папери характеризуються вищою дохідністю порівняно з короткотерміновими, бо вони більш ризикові (і відповідно менш ліквідні).

Якщо інвестори не схильні до ризику, відсоткові ставки за ризикованішими довготерміновими зобов'язаннями мають включати додаткову премію за ризик, пов'язаний із чинником часу. Премія інвесторові за ризик є необхідним наддоходом понад безпечний дохід на капітал (безризикову ставку доходу).

Слід зауважити, що ця теорія не спростовує, а лише доповнює й конкретизує теорію очікувань на випадок неохочості до ризику суб'єктів ринку. Завдяки цій теорії надано переконливі пояснення, чому крива дохідності не обов'язково матиме «нормальну» (зростаючу) форму. У разі, коли зниження відсоткових

ставок переважає премію за ліквідність, залежність між відсотковими ставками й терміном погашення фінансового активу буде «зворотною». Плоска крива дохідності свідчить про відсутність такого зв'язку, а вигнута (інверсійна) — про зміну залежності з «нормальної» на «зворотну».

Сутність теорії дохідності цінних паперів на підставі ринкового сегментування (теорії сегментування ринків) полягає в тому, що форма кривої дохідності залежить від попиту і пропозиції на фінансові активи з різними термінами погашення. **Сегментування ринків** — це поділ покупців (інвесторів) на групи за ознакою відмінності в потребах, характеристиках і/або поведінці.

За вихідним припущенням, фінансові активи з різними термінами обігу не є повними замінниками для інвесторів. Попит і пропозиція на фінансові зобов'язання з різними термінами обігу формуються відповідно до цілей і переваг різних суб'єктів ринку. Тобто відсоткові ставки змінюються під впливом чинників попиту і пропозиції на різних сегментах ринку окремо, відносно високий зв'язок може спостерігатися лише між ринками цінних паперів із близькими (у межах року) термінами погашення. Певні емпіричні дослідження загалом підтверджують правильність висновків теорії сегментування фінансових ринків.

Крива дохідності мінлива, у будь-який проміжок часу вона може змінити свою форму: набути горизонтального положення, може спрямуватися вгору або вниз. Горизонтальна лінія вказуватиме на стан рівноваги між ринками довго- і короткотермінових зобов'язань. Тенденція підвищення спостерігається, коли зростає пропозиція короткотермінових цінних паперів стосовно попиту й існує дефіцит довготермінових цінних паперів.

Нахил кривої дохідності вниз засвідчуватиме відносно високий попит на ринку короткотермінових цінних паперів порівняно з попитом на ринку довготермінових цінних паперів. Ця теорія пояснює, чому дохідність фінансових активів на ринках коротко- і довготермінових зобов'язань має суттєві розбіжності. Емпіричні спостереження доводять, що особливий вплив справляють чинники попиту і пропозиції, що визначаються інтересами різних категорій суб'єктів ринків, а рівень взаємодії різних ринків при цьому низький.

Отже, загалом форма кривої дохідності за певний проміжок часу залежить від: 1) стану попиту і пропозиції на довгостроковому та короткостроковому сегментах ринку цінних паперів; 2) переваг ліквідності; 3) від інфляційних очікувань інвесторів щодо майбутнього. Кожен із розглянутих чинників може переважати у певний час. Але всі ці чинники впливають на структуру відсоткових ставок за терміновістю позик. Утім, потрібне узагальнення розглянутих теорій і проведення подальших досліджень у цьому напрямі, адже між теоріями, які пояснюють часову структуру відсоткових ставок, немає суперечностей.

Зазначимо, що на структуру відсоткових ставок у часі додатково впливають ще деякі чинники, наприклад рівень ділової активності. Під час рецесії ставки відсотка короткострокових фінансових активів зазвичай падають сильніше порівняно із довгостроковими фінансовими активами.

Резюме за змістом розділу

З-поміж теорій щодо ціноутворення на ринку цінних паперів і поведінки інвесторів особливий інтерес викликають технократична і фундаменталістська. Основна ідея технократичної теорії полягає в тому, що справедлива вартість цінного папера визначається лише ринковою кон'юнктурою, тобто може прогнозуватися за результатами трендового аналізу динаміки цін. Справедливу вартість цінного папера за фундаменталістською теорією можна визначити, застосовуючи формалізований підхід і зважаючи на вплив багатьох, переважно позаринкових, чинників.

Хоча єдиної концепції щодо визначення справедливої вартості цінного папера сьогодні немає, дослідники дотримуються такої думки, що недооціненим вважається цінний папір, ринкова ціна якого нижча за його справедливу вартість, відповідно, переоціненим вважають цінний папір, ринкова ціна якого перевищує справедливу вартість.

Згідно з гіпотезою ефективних ринків ціни відображають всю поточну, включно з внутрішньою (інсайдерською) інформацію щодо акцій. Поняття ефективності передбачає інформаційну ефективність. Тобто цінні папери справедливо оцінені ринком у тому сенсі, що їхня ціна відображає всю інформацію стосовно кожного з них, і негайно коригується із появою нової інформації.

Базою для прийняття рішення стосовно інвестування в цінні папери є оцінювання співвідношення дохідності та ризику. Коли кошти вкладають у ризикований фінансовий актив, інвесторів слід очікувати підвищених доходів від інвестування як компенсацію за ризик. Це означає, що чим більшим є ризик фінансового активу, тим вищим має бути рівень компенсації за те, що інвестор утримує в портфелі ризикові цінні папери.

Оцінювання ефективності інвестицій неможливе без порівняння вартості витрат і доходів у часі. Згідно з теорією часової вартості грошей, попри те, що гроші, вдало вкладені сьогодні, в майбутньому забезпечать дохід, ці самі гроші за певний часовий відрізок можуть втратити початкову вартість через інфляцію, ризик та схильність до ліквідності.

Теорії, що пояснюють відмінності відсоткових ставок у часі, базуються на аналізі кривої дохідності — графічному відображенні залежності дохідності від часу настання плати за цінним папером із фіксованим доходом. Нахил кривої дохідності на певному часовому відрізку відображає настрої інвесторів стосовно майбутнього рівня відсоткових ставок.

Терміни та поняття

фундаменталістська теорія, теорія ринкового аналізу, гіпотеза ефективних фінансових ринків, справедлива (внутрішня) вартість, арбітраж, дисконтування, компаундирування, ефект Фішера, ефективна ставка доходу, модель оцінювання капітальних активів



Запитання для перевірки знань

1. У чому принципова різниця технократичної і фундаменталістської теорій?
2. Розкрийте зміст гіпотези ефективних ринків.
3. Як співвідносяться дохідність і ризик?
4. Який вид може набувати крива дохідності відповідно до теорії часової структури відсоткових ставок?
5. Як обчислюють поточну та майбутню вартість фінансового активу?



Тестові завдання

Тест 1. Що розуміють під поняттям (знайти відповідність):

- а) фінансовий ризик; б) ліквідність; в) ринкова ціна:
- 1) ліквідаційна вартість;
 - 2) рівень певної фінансової втрати;
 - 3) ціна купівлі-продажу цінного папера на первинному ринку;
 - 4) потенційна здатність цінного папера трансформуватися у гроші;
 - 5) імовірність виникнення збитків або недоотримання доходів порівняно із прогнозованим варіантом;
 - 6) ціна купівлі-продажу цінного папера на вторинному ринку?

Тест 2. Ефективні ринки — це ринки... (знайдіть відповідність):

- 1) на яких обертаються високодохідні цінні папери;
- 2) які забезпечують трансформацію цінних паперів у гроші;
- 3) ринки із сегментацією за принципом терміну погашення;
- 4) на які швидко надходить основна інформація щодо фінансового стану;
- 5) у цінах якого відображається вся інформація щодо фінансового активу.

Тест 3. Знайдіть відповідність:

- а) теорії ціноутворення на ринку цінних паперів; б) сучасні концепції ризиків; в) гіпотеза ефективних ринків:
- | | |
|---|--|
| 1) теорія ринкового аналізу; | 5) арбітражна теорія; |
| 2) сучасна портфельна теорія; | 6) теорія очікувань; |
| 3) теорія «випадкового кроку»; | 7) фундаменталістська теорія; |
| 4) гіпотеза інформаційної ефективності фінансових ринків; | 8) концепція співвідношення дохідності і ризику. |

Тест 4. Назвіть форми інформаційної ефективності фінансових ринків і наведіть їх тлумачення:

- | | |
|-----------------|---------------|
| 1) глибока; | 5) достатня; |
| 2) напівсувора; | 6) сувора; |
| 3) ризикова; | 7) випадкова; |
| 4) слабка; | 8) щільна. |

Тест 5. У разі, коли за фінансовим активом сплачується на одиницю вкладень r відсотків доходу на рік, але через певні проміжки часу (щоквартально), фактична дохідність буде:

- | | |
|--------------------------|----------------------|
| 1) дорівнювати $r + n$; | 3) дорівнювати r ; |
| 2) меншою за r ; | 4) більшою за r . |

Тест 6. Фундаменталістська теорія визнає:

- 1) можливість фінансових втрат;
- 2) чинник часу;
- 3) мінливість дохідності як ознаки ризику;
- 4) можливість визначення справедливої вартості цінного папера на підставі розрахунків;
- 5) доцільність визначення справедливої вартості цінного папера на підставі минулої динаміки ринкових цін.

Тест 7. Дисконтування — це визначення щодо фінансового активу на підставі:

- | | |
|-------------------------------------|---|
| 1) балансової (облікової) вартості; | 6) мінливості ставки доходу; |
| 2) поточної (теперішньої) вартості; | 7) кривої дохідності; |
| 3) майбутньої вартості; | 8) гарантованого доходу за нульових інвестицій. |
| 4) ринкової ціни; | |
| 5) безризикової ставки доходу; | |



Завдання для індивідуальної роботи

1. Дослідити сучасні напрями використання технократичної та фундаменталістської теорій.
2. Визначити основні ризики міжнародного та вітчизняного фінансових ринків та порівняти їх.
3. Проаналізувати сучасні складові ефективного ринку.
4. Зазначити основні чинники ефективної ставки доходу.



Рекомендована література

1. Грэхем Б., Цвейг Дж. Разумный инвестор: Пер. с англ. — М.: Изд. дом. «Вильямс», 2007.
2. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування : Навч. посіб. — 2-е вид. — К.: Каравела, 2008.
3. Мертенс А.В. Инвестиции. Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
4. Портфельне інвестування : Навчально-методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004.
5. Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок : Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1997.

- 3.1. Фінансові інструменти як об'єкти портфельного інвестування
- 3.2. Характеристика основних видів цінних паперів
- 3.3. Оцінювання вартості та дохідності цінних паперів
- 3.4. Оцінювання якості цінних паперів рейтинговими агенціями

- ◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**
 - сутність та значення цінних паперів з економічної та правової точки зору;
 - інвестиційні якості цінних паперів як інструментів портфельного інвестування;
 - види цінних паперів та характеристики їх;
 - значення кредитних рейтингів та основні підходи до визначення рейтингів цінних паперів;
- ◆ **а також УМІТИ:**
 - обирати певний вид цінного папера залежно від інвестиційних цілей;
 - розрізняти різні види вартості цінних паперів та здійснювати її оцінювання;
 - оцінювати інвестиційну привабливість цінних паперів за їхніми рейтингами.

3.1. ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ЯК ОБ'ЄКТИ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Поняття портфельного інвестування пов'язане з поняттям фінансових інструментів. *Фінансові інструменти* є різноманітними фінансовими документами, що засвідчують права власності або відносини позики, мають грошову форму і обертаються на ринку.

У сучасних літературних джерелах міститься багато тлумачень фінансових інструментів — як угод (або контрактів), документів або форм фінансових зобов'язань.

Загальне визначення фінансового інструмента переконливо надає Л. О. Примостка: фінансовий інструмент — це будь-який контракт із чітко визначеними економічними наслідками, предметом якого є грошові кошти (або чинне право на отримання грошових коштів чи їх еквівалентів) і який обумовлює виникнення права в одного суб'єкта господарської діяльності та зобов'язання чи інструмента капіталу в іншого.

Серед фінансових інструментів переважають цінні папери з метою отримання доходу в майбутньому.

Фінансові інвестиції групують за такими стратегічними напрямками:

- інвестиційні операції з традиційними фінансовими інструментами;
- придбання похідних фінансових інструментів (деривативів);
- депозитні операції;
- пайова участь у спільних підприємствах.

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» **фінансові інструменти** — це цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони).

Відповідно до стандартів бухгалтерського обліку **фінансовими інструментами** вважають контракти, які одночасно приводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства та фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого.

Фінансові інструменти поділяють на:

➤ **фінансові активи**, які включають: грошові кошти, не обмежені для використання, та їхні еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи;

➤ **фінансові зобов'язання** — включають фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу та інші фінансові зобов'язання;

➤ **інструменти власного капіталу** — це прості акції, частки, та інші види власного капіталу;

➤ **похідні фінансові інструменти** — ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні цінні папери.

Основою фінансових інструментів є цінні папери. Цінні папери — важливий фінансовий інструмент портфельного інвестування. Поява цінних паперів зумовлена бажанням одних суб'єктів (емітентів) залучити тимчасово вільні кошти з метою розширення виробництва, випуску нової продукції, розширення спектра послуг, заміни технології тощо та бажанням інших суб'єктів (інвесторів), вкладаючи кошти в цінні папери, отримати певні доходи. Інвестуючи кошти в цінні папери, інвестори виконують макроекономічну функцію перерозподілу капіталу від одних суб'єктів на користь інших або навіть на користь інших галузей економіки. Для емітентів цінні папери виступають альтернативним джерелом фінансування стосовно банківського позикового капіталу.

Цінні папери являють собою сукупність майнових прав на матеріальні об'єкти, які відокремилися від своєї матеріальної основи й набули власної форми. Вони виступають об'єктом для операцій купівлі-продажу, обміну, дарування, застави, можуть бути об'єктом інших господарських операцій. Переважна більшість цінних паперів вільно або з деякими обмеженнями обертаються на

ринку. Саме здатність обертатись відрізняє цінні папери від інших фінансових інструментів. Наприклад, кредитний договір є суто індивідуальним і його неможливо перепродати. Якщо ж грошові ресурси залучені шляхом випуску облігацій, то кредитор як власник облігації може її реалізувати третій особі, щоб отримати за необхідності грошові кошти до завершення терміну обігу цього цінного папера. Цінні папери стосовно інших фінансових інструментів (кредитних, депозитних договорів, нестандартизованих деривативів) є *стандартизованими фінансовими інструментами*, що передбачає стандартизацію обсягів залучених фінансових ресурсів, термінів та розмірів доходів, сплачуваних за користування.

Слід зазначити, що зараз відсутня єдина думка щодо визначення сутності цінних паперів. З *правової точки зору* цінний папір — це юридичний документ, у якому визначено права й обов'язки продавця та покупця фінансових ресурсів. З *економічної точки зору* цінний папір — це капітал, який приносить дохід його власнику. Прихильники марксистського напрямку стверджують, що цінні папери мають фіктивну природу, тому їхня вартість, як правило, має фіктивний характер. Прихильники ринкових відносин заперечують наявність фіктивної вартості й стверджують, що за цінними паперами стоїть реальна вартість, яка і відображена в їхній ціні. Від того, якої точки зору дотримуватимуться учасники ринку, залежатимуть ринкові принципи, покладені в основу операцій із цінними паперами.

Слід зазначити, що всі цінні папери є фінансовими інструментами, однак не всі фінансові інструменти є цінними паперами. Фінансові інструменти, щоб стати цінними паперами, мають бути визнані законодавством як цінні папери, випускатися й обертатися згідно з правилами, встановленими уповноваженими органами влади. Тобто самої лише наявності таких властивостей, як доступність до обігу, обіговість на ринку та ліквідність недостатньо.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» **цінні папери** — це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що засвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливості передання прав, що впливають з цих документів, іншим особам. Визначення цінного папера також наведено в Цивільному та Господарському Кодексі. Усі три законодавчі визначення по суті тотожні. З них випливає, що для будь-якого цінного папера характерними є такі ознаки:

- цінним папером є документ;
- документ має бути встановленої форми;
- документ має містити відповідні реквізити;
- документ має посвідчувати грошове чи інше майнове право, яке визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила, і власником;
- документ передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його розміщення;
- документ передбачає можливість передання прав, що впливають з нього, іншим особам.

Щодо першої та другої ознак, то виходячи з теоретичних засад і законодавчого визначення будь-який цінний папір *являє собою «документ»*, тобто —

письмовий акт, здатний слугувати доказом наявності правовідносин, що мають певні правові наслідки. Цінні папери можуть існувати у формі паперових документів або на електронних носіях. В Україні цінні папери можуть випускатися як у документарній, так і в бездокументарній формах. Бездокументарна форма випуску цінних паперів не означає, що цінний папір — це не документ, оскільки документом є передбачена законом форма отримання, зберігання, використання і поширення інформації шляхом фіксації її на папері, магнітній, кіно-, відео-, фотоплівці або на іншому носіїві. Тобто цінні папери — це документи в документарній або бездокументарній формі.

Форма цінного папера не впливає на обсяг прав за цінним папером, однак впливає на порядок обліку та передання прав за цінними паперами в системі обліку — системі реєстру власників іменних цінних паперів чи системі депозитарного обліку.

Третьою ознакою є те, що документ, який є цінним папером, **має містити відповідні реквізити**. Ця вимога конкретизується в понятті «вимоги щодо цінного папера», яка встановлена у ст. 196 ЦК. Цінним папером є зміст (певний обсяг прав), який може існувати в певній формі (сертифіката або коду на рахунок в цінних паперах). Наявність певних реквізитів стосується форми цінного папера. В законодавстві прописано вимоги щодо реквізитів цінних паперів у документарній формі. Наприклад, у сертифікаті акції має зазначатися: вид цінного папера, найменування та місцезнаходження акціонерного товариства, серія і номер сертифіката, номер і дата випуску, міжнародний ідентифікаційний номер цінного папера, тип і номінальна вартість акції, ім'я власника, кількість акцій, що випускаються.

Четвертою ознакою цінних паперів є те, що документ, який має статус цінного папера, **посвідчує грошові або майнові права**, які визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника. Тобто цінні папери набувають певної цінності завдяки правам, що закріплені документом. Цінний папір сам по собі не має цінності (крім матеріалу, з якого він зроблений за його документарної форми) і стає цінним папером лише завдяки тому праву, вираженням якого він є. За правовою природою цінні папери традиційно відносять до речей. Суттю цінних паперів є зобов'язальні відносини, без них цінного папера не існує. У відносинах щодо цінних паперів виявляється дуалізм речових прав (права власності на цінні папери — володіння, користування та розпорядження) та зобов'язальних прав (права вимоги щодо особи, яка розмістила чи видала цінний папір). Між цими правами існує тісний і нерозривний взаємозв'язок. Передання цінного папера передбачає перехід до нового власника всіх прав. Неможливим є часткове передання прав за цінним папером.

П'ятою ознакою цінних паперів є те, що документ, який має статус цінного папера, **передбачає виконання зобов'язань** згідно з умовами його розміщення. Якщо цінний папір видано з порушенням норм про розміщення, емісію чи обіг конкретного виду цінного папера, ці обставини не дають зобов'язаним за цінним папером особам права відмовитись від виконання зобов'язання за цінним папером.

Шостою ознакою більшості цінних паперів є їхня **обіговість**. Згідно із визначенням цінний папір передбачає можливість передання прав, що закріплені

цим цінним папером, іншим особам. Порядок передання прав за цінним папером залежить від виду цінного папера (на пред'явника, іменні, ордерні) (табл. 3.1). Найвищою обіговістю характеризуються цінні папери на пред'явника. У цінному папері на пред'явника права належать особі, яка пред'являє цінний папір. Права за таким цінним папером передаються шляхом вручення цінного папера іншій особі. Виконання емітентом зобов'язань за цим цінним папером здійснюються на підставі пред'явлення документа — сертифіката. Згідно із зазначеним існування цінних паперів на пред'явника обмежується суто документарною формою. Іменні цінні папери засвідчують права, які належать особі, названій у цінному папері. За документарної форми іменного цінного папера ім'я власника зазначається на сертифікаті цінного паперу, а за бездокументарної форми власник зазначається на рахунку в цінних паперах шляхом присвоєння коду. Процедура передання прав за іменними цінними паперами ускладнена необхідністю дотримання певних формальностей, що суттєво знижує їхню обіговість. Права, посвідчені іменним цінним папером, передаються в порядку, встановленому для відступлення права вимоги (цесії). Про таку уступку треба поінформувати зобов'язану за цінним папером особу (емітента). На практиці всі операції з іменними цінними паперами здійснюються через прямих учасників Національної депозитарної системи України.

Таблиця 3.1

РЕАЛІЗАЦІЯ ПРАВ, ПОСВІДЧЕНИХ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

Форма існування цінного паперу	Форма випуску цінного паперу	Кому належать права, посвідчені цінним папером	Порядок передання прав, посвідчених цінним папером
Документарна	На пред'явника	Пред'явникові цінного папера	Шляхом вручення цінного папера іншій особі
	Іменна	Особі, зазначеній у цінному папері	Шляхом відступлення права вимоги (цесії)
	Ордерна	Особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу	Шляхом здійснення на цьому папері передавального напису (індосамента)
Бездокументарна	Іменна	Особі, на рахунку якої зберігач обліковує даний цінний папір	Шляхом відступлення права вимоги (цесії)

Особа, яка передає право за цінним папером (індосант), відповідає лише за недійсність відповідної вимоги і не відповідає за її невиконання.

На відміну від іменного цінного папера, права за *ордерним* цінним папером можуть належати не тільки іменованій у цінному папері особі, а й особі призначеній для розпорядження останньою. Найпоширенішим ордерним цінним папером є вексель. Права за ордерним цінним папером передаються шляхом здійснення на цьому папері передавального напису (індосамента) індосантом на індосата. Індосант відповідає за існування та здійснення цього права. Всі індо-

сати за ордерними цінними паперами несуть солідарну відповідальність перед власником цінного папера. Передавальний напис може бути бланковим (без зазначення особи), ордерним (із зазначенням особи) і передоручальним (індосату не переходять права за ордерним цінним папером).

З метою повного визначення природи цінних паперів та через велику кількість їх необхідно провести класифікацію цінних паперів (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

КЛАСИФІКАЦІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

№ з/п	Ознака класифікації	Різновиди цінних паперів
1	За порядком розміщення (видачі)	<ul style="list-style-type: none"> • Емісійні (відкритого та закритого розміщення) • Неемісійні
2	За формою випуску (характером розпорядження)	<ul style="list-style-type: none"> • На пред'явника • Іменні • Ордерні
3	За економічним змістом	<ul style="list-style-type: none"> • Пайові • Боргові • Приватизаційні • Похідні • Товаророзпорядчі
4	За формою існування (випуску)	<ul style="list-style-type: none"> • Документарні • Бездокументарні
5	За терміном обігу	<ul style="list-style-type: none"> • Довгострокові • Середньострокові • Короткострокові
6	За строком існування	<ul style="list-style-type: none"> • Строкові • Безстрокові
7	За національною належністю	<ul style="list-style-type: none"> • Вітчизняні • Закордонні
8	За ризикованістю	<ul style="list-style-type: none"> • Безризикові • Малоризикові • Середньоризикові • Ризикові
9	За доходом, що сплачується власникові	<ul style="list-style-type: none"> • З фіксованим платежем • Зі змінною відсотковою ставкою • Розмір доходу залежить від результатів діяльності

Згідно із законодавством України всі цінні папери **за порядком розміщення** поділено на дві групи — емісійні цінні папери та неемісійні цінні папери.

Емісійні цінні папери — цінні папери, що посвідчують однакові права їхні власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент). До емісійних цінних паперів законом віднесено: акції, облігації підприємств, облігації місцевих позик, державні облігації України, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, сертифікати ФОН, інвестиційні сертифікати, казначейські зобов'язання України. Випуск емісійних цінних паперів

супроводжується реєстрацією в ДКЦПФР, та для певних видів цінних паперів передбачає підготовку проспекту емісії.

Інші цінні папери законом визначено як *неемісійні*. Ними є ощадні (депозитні) сертифікати, векселі та заставні.

Емісія цінних паперів може здійснюватись у двох формах:

— відкритого (публічного) розміщення цінних паперів серед потенційно не обмеженого кола інвесторів;

— закритого розміщення цінних паперів серед обмеженого кола інвесторів.

За формою випуску та залежно від того, яким чином відбувається реалізація прав, закріплених цінним папером, вони поділяються на іменні цінні папери, ордерні цінні папери та на пред'явника.

Цінні папери на пред'явника — права за таким цінним папером належать особі, яка його представляє. Пред'явлення такого цінного папера є достатнім для реалізації закріплених прав. Цінні папери на пред'явника спрощують обіг цінних паперів, оскільки перехід прав від однієї особи до іншої здійснюється шляхом простого вручення цього папера. В Україні випуск акцій на пред'явника взагалі заборонено. Такі обмеження щодо обсягу випуску акцій на пред'явника чи взагалі заборона їх випуску доцільні з точки зору емітента, оскільки вможливають контроль за рухом цінних паперів між їхніми власниками з метою запобігання таємної концентрації цінних паперів в одних руках і втрати контролю над підприємством.

Іменні цінні папери — права, посвідчені таким цінним папером, належать особі, зазначеній у цінному папері, що передбачає ідентифікацію всіх власників. З цією метою емітент чи спеціалізований реєстратор веде реєстр власників іменних цінних паперів. Емітент має виконати зобов'язання за цінним папером у документарній формі тільки особі, ім'я якої зазначається в сертифікаті цінного папера, а за цінним папером у бездокументарній формі — особі, зазначеній на рахунку в цінних паперах шляхом присвоєння власного коду.

Ордерні цінні папери — права за ними належать особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу. Права за ордерним цінним папером передаються шляхом здійснення на цьому цінному папері передавального напису — індосамента. Прикладом ордерного цінного папера може бути вексель.

Також згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» розрізняють пайові, боргові, іпотечні, приватизаційні, похідні та товаророзпорядчі цінні папери.

Пайові цінні папери — цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів), надають власникові право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента. До пайових цінних паперів належать акції та інвестиційні сертифікати.

Боргові цінні папери — цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений термін кошти відповідно до зобов'язання. До боргових цінних паперів належать облігації підпри-

ємств, державні облигації України, облигації місцевих позик, казначейські зобов'язання України, ошадні (депозитні) сертифікати і векселі.

Іпотечні цінні папери — цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів. До іпотечних цінних паперів належать іпотечні облигації, іпотечні сертифікати, заставні і сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН).

Приватизаційні цінні папери — цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне отримання в процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду.

Похідні цінні папери — цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний із правом на придбання чи продаж упродовж терміну, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

Товаророзпорядчі цінні папери — цінні папери, які надають їхньому власнику право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах. У світовій практиці вирізняють такі товаророзпорядчі цінні папери, як прості та подвійні складські свідоцтва та коносамент.

В Україні цінні папери можуть випускатися як у документарній, так і в бездокументарній формах. **Форми випуску** цінних паперів регулюються Законом України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні». Згідно із цим законом *документарною* формою випуску цінного папера є сертифікат цінного папера, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цими цінними паперами, а *бездокументарною* формою випуску цінного папера є здійснений зберігачем обліковий запис на рахунку в цінних паперах. Цінні папери в документарній формі можуть бути переведені в бездокументарну, тобто знерухомлені. Слід зазначити, що укладання угод на організованому ринку (на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі) можливе винятково для цінних паперів у бездокументарній формі. Тобто для забезпечення обігу цінних паперів документарного випуску на організованому ринку необхідно їх знерухомити — перевести у бездокументарну форму, хоча випуск цінних паперів залишається в документарній формі. На практиці в бездокументарній формі існують винятково емісійні цінні папери.

Довгострокові цінні папери (понад п'ять років) мають суперечливі характеристики — низький рівень ліквідності й високий рівень інвестиційного ризику. Відповідно, вони мають і вищий рівень інвестиційного доходу.

Короткотермінові цінні папери (до одного року) мають високий рівень ліквідності на ринку. Крім цього, короткий період їхнього обігу значною мірою знижує рівень інвестиційного ризику, пов'язаного зі зміною кон'юнктури фінансового ринку й фінансового стану емітентів. Водночас відносно низький рівень ризику й доволі високий рівень ліквідності їх визначають відносно невисокий рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами.

Середньострокові цінні папери (від одного до п'яти років) за своїми характеристиками мають середній рівень ліквідності та інвестиційного ризику.

До *безризикових* належать цінні папери, які мають високий рівень надійності щодо повернення основної суми боргу та відсотків. Еталоном безризикових інвестицій у більшості країн світу є державні цінні папери. Утім, рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами, як правило, найнижчий.

Малоризиковими є цінні папери місцевих органів влади (зазвичай боргові). Вони вирізняються тим, що рівень їхніх інвестиційних якостей залежить від рівня інвестиційної привабливості відповідного регіону. Такі цінні папери важко віднести до безризикових, хоча рівень інвестиційного ризику за ними зазвичай невисокий. Відповідно невисоким є й рівень інвестиційного доходу.

До *середньоризикових* можна віднести цінні папери, емітовані банками. Вони мають високі інвестиційні якості, оскільки рівень дохідності за ними значно вищий, ніж за цінними паперами держави і місцевих органів влади. Крім цього, система економічних нормативів банківської діяльності та високий рівень державного контролю за їхньою діяльністю знижує потенційний ризик інвестування в цінні папери цих емітентів (хоча випадки фінансової неспроможності банків трапляються).

Найвищий рівень інвестиційного ризику притаманний цінним паперам підприємств (особливо венчурних). Ці цінні папери, які відносять до *ризикових* фінансових активів, характеризуються найнижчим рівнем ліквідності на ринку цінних паперів.

За доходом, що сплачується власникові, цінні папері поділяють на:

- *цінні папері з фіксованим платежем*, розмір доходу за такими цінними паперами встановлюється в момент їх емісії і фіксується в проспекті емісії. До них належать облігації та привілейовані акції;
- *цінні папери зі змінною відсотковою ставкою*, розмір доходу за ними залежить від зміни певного показника, прийнятого за базовий (облікова ставка НБУ, рівень інфляції, відсоткові ставки на міжбанківському ринку кредитів тощо);
- *цінні папери, розмір доходу яких залежить від розміру діяльності емітента*, від величини отриманого прибутку. Найбільш характерним є такий спосіб виплати доходу для простих акцій.

Слід зазначити, що цінні папери можна групувати за різними класифікаційними ознаками: дробленням, обмеженістю обігу, здатністю конвертуватися, видами забезпечення тощо. Тому наведена класифікація не є вичерпною.

Наголосимо, що не всі із зазначених цінних паперів можуть розглядатися як такі, що мають інвестиційну природу, оскільки не всі вони мають відповідні інвестиційні якості, зокрема приносити вигоду в майбутньому за одночасного забезпечення процесу розширеного відтворення.

Головними інвестиційними якостями цінних паперів є: дохідність, зростання капіталу, безпека вкладень і ліквідність. Визначення пріоритетів є дуже суттєвим для інвестора, адже кожен інвестор купує інструменти ринку цінних паперів із певною метою. Залежно від мети він буде свою стратегію.

Однією з основних інвестиційних якостей є дохідність. **Дохідність** — це можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з курсової різниці та дивідендів або відсотків за цими цінними паперами.

Основним показником при визначенні дохідності тих чи інших цінних паперів є ставка дивіденду компанії, яку визначають шляхом відношення чистого прибутку акціонерного товариства до акціонерного капіталу (у відсотках). Після цього ставку дивіденду порівнюють із середньою відсотковою ставкою за довготерміновими вкладаннями населення та депозитами підприємств.

Повну дохідність цінних паперів за певний період можна визначити шляхом відношення загальної суми доходу, який складається з дивіденду або відсотка і курсової різниці, до ціни придбання цього цінного папера.

Зростання капіталу. Внаслідок дії цього чинника вартість початкових інвестицій із часом зростає. За окремими винятками, ринковий курс усіх видів акцій може збільшуватися. Головна відмінність полягає у темпах, якими зростає курс для різних інвестицій. Найбільших можливостей зростання вартості треба очікувати від вкладень у прості, так звані акції зростання. Це акції таких підприємств, які в перспективі проектують розширення виробництва і збуту, а тому сплачують низькі поточні дивіденди своїм акціонерам. Якщо це станеться, ціна акцій різко зросте.

Цінними паперами, що забезпечують високе зростання, є прості акції молодих компаній, які запроваджують нові технології і ноу-хау. Середнє зростання капіталу забезпечують довготермінові облігації й привілейовані акції. Найнезначніше зростання спостерігається у короткотермінових облігацій.

Наступною метою інвестора під час вибору цінних паперів є **безпека вкладень**, тобто здатність емітента нести відповідальність перед інвестором за залучені кошти та забезпечити захист їх від будь-яких потрясінь. Захист інвестора здійснює держава шляхом правового регулювання функціонування ринку цінних паперів. Наприклад, закони України забороняють випуск цінних паперів для покриття збитків від господарської діяльності емітента.

Нарешті, **ліквідність** для інвестора як стратегічна мета означає можливість швидкого і беззбиткового перетворення активів на гроші. Ліквідність цінного папера дає інвесторам підстави бути впевненими, що придбавши цінний папір, вони завжди зможуть його легко продати.

До основних показників, які характеризують ліквідність цінного папера, належать:

- ◆ постійна наявність на ринку попиту та пропозиції на даний цінний папір;
- ◆ кількість учасників ринку, які торгують даним цінним папером;
- ◆ ціновий спред — різниця між цінами купівлі та продажу цінного папера на ринку (чим менший спред, тим активніше укладаються угоди і тим швидше можна продати цінний папір за справедливою ринковою ціною);
- ◆ щоденні показники щодо кількості та обсягів угод, які укладаються з цінним папером, стосовно загального обсягу ринку.

Підтримання ліквідності цінних паперів на організаційно оформленому ринку забезпечується учасниками цих ринків.

Відсутність ліквідності у значної частки цінних паперів, що обертаються на українському ринку цінних паперів, становить гостру проблему, що стримує розвиток вторинного ринку. Як наслідок, ліквідність цих цінних паперів забезпечується переважно самими емітентами або торговцями-посередниками. Таку

ліквідність можна назвати штучною, адже для інвестора існує небезпека невиконання емітентом або посередником своїх зобов'язань. Щоб запобігти ризику ліквідності, кошти слід інвестувати переважно у високоліквідні ринкові цінні папери.

3.2. ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНИХ ВИДІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Види цінних паперів та порядок їхнього обігу встановлюється законодавством. Відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» в Україні можуть випускатися й обертатися такі види цінні папери: акції; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій із нерухомістю; інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України.

Ринок **пайових цінних паперів** представлений акціями та інвестиційними сертифікатами.

Акція є основним пайовим інструментом портфельного інвестування. Відповідно до частини першої ст. 6 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок», **акція** — іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Емітентами акцій є тільки акціонерні товариства. Метою випуску акцій є формування «стартового» капіталу на етапі створення акціонерного товариства, залучення додаткових ресурсів для розширення діяльності та обмін акціями з метою злиття з іншою компанією. Акціонерне товариство відповідно до законодавства України розміщує тільки іменні акції. Такі акції менш ліквідні, ніж акції на пред'явника, однак випуск іменних акцій дає змогу емітенту контролювати рух акціонерного капіталу.

Важливе значення для інвестора має розподіл акцій залежно від *характеру зобов'язань емітента та обсягу прав власників цінних паперів* на прості та привілейовані, оскільки вони мають принципово різні інвестиційні якості. Маючи переваги у плані рівня безпеки інвестицій і надійності вкладень, привілейовані акції програють простим у дохідності, що може бути істотним за умов інфляційної економіки. До того ж прості акції надають власникам право участі в розробленні дивідендної політики.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» **прості** акції надають їхнім власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації та інші права. Прості акції надають їх власникам однакові права. Роз-

мір дивідендів за простими акціями прямо залежить від рівня рентабельності господарської діяльності акціонерного товариства і в разі низької рентабельності дивіденди за простими акціями можуть не виплачуватися. У цілому простим акціям властивий залишковий характер вимог на активи, тобто власники простих акцій лише в останню чергу мають можливість реалізувати свої права на активи і прибуток акціонерного товариства. Так, дивіденди сплачуються з тієї частини прибутку, яка залишається після сплати відсотків за кредитами й облигаціями, та податку на прибуток. А у випадку ліквідації акціонерного товариства власники простих акцій мають право на частину майна в останню чергу, після того як будуть компенсовані зобов'язання перед власниками облигацій та привілейованих акцій.

Привілейовані акції надають їхнім власникам переваги стосовно власників простих акцій. Згідно з чинним законодавством частка привілейованих акцій у загальному обсязі статутного капіталу акціонерного товариства не може перевищувати 25 %. Власникам привілейованих акцій сплачують дивіденди із фіксованим у відсотках до їхньої номінальної вартості розміром або залежно від дивідендів за простими акціями. У разі недостатнього обсягу прибутку виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється за рахунок резервного фонду або може переноситися на наступний рік. Акції, дивіденди за якими накопичуються впродовж кількох «бездивідендних» років, називають кумулятивними.

Акції не мають встановленого терміну обігу, окрім акцій строкового корпоративного інвестиційного фонду закритого типу.

У західній практиці прості акції поділяють на такі категорії: акції «з блакитними корінцями» (blue chip stocks), дохідні акції (income stocks), акції зростання (growth stocks), циклічні акції (cyclical stocks), захищені (антициклічні) акції (defensive or countercyclical stocks), спекулятивні акції (speculative (penny) stocks).

Акції можуть мати: номінальну, емісійну, балансову, ліквідаційну вартість, ринкову ціну, курс.

Номінальна вартість (номінал) — це первинна вартість акцій, яка дорівнює величині статутного капіталу, що припадає на одну акцію. Сума усіх номінальних вартостей акцій становить статутний капітал акціонерного товариства. Рівень дивідендів за акціями не залежить від їхньої номінальної вартості, однак ринкова ціна формується під впливом того, яка частка майна припадає на одну акцію. У світовій практиці існують акції без зазначення номінальної вартості.

Емісійна вартість — ціна, за якою акція реалізується (продається) на первинному ринку. Перевищення емісійної вартості над номіналом (надлишок) — емісійний дохід, який приєднується до капіталу акціонерного товариства. Емісійна вартість може бути нижчою за ринкову, якщо акціонер реалізує право придбання акцій із 10 % знижкою. Інколи емісійна вартість за розмірами збігається з номінальною вартістю. Такі випадки, як правило, мають місце тоді, коли акціонерне товариство випускає свої акції самостійно, без допомоги посередників. Оплата посередницьких послуг здійснюється за рахунок різниці між емісійною та номінальною вартостями акцій.

Ринкова (або курсова) вартість — ціна, за якою акції продаються і купуються на вторинному ринку цінних паперів; це ціна котирування акції. На рин-

кову ціну впливає обсяг виплачуваних і очікуваних у перспективі дивідендів, розміри банківської відсоткової ставки (позикового відсотка), ціни й динаміка цін на золото, товари й нерухомість, бо це є альтернативою вкладення вільних коштів, а також прибутковість операцій з ними, ліквідність цінного папера, біржові спекуляції, рівень інфляції й прогноз на зміну інфляції, очікуваний рівень ризику тощо.

Курс акції — відношення ринкової ціни до номінальної вартості у відсотках. Якщо акція номіналом 100 грн продається за 80 грн, то її курс становитиме 80 %.

Балансова (книжкова) вартість — це вартість, яка визначається як величина власного капіталу компанії, що припадає на одну акцію, котра обертається на ринку цінних паперів. Якщо емітовано лише прості акції, ця вартість визначається шляхом ділення власного капіталу на кількість акцій. Якщо випущено також привілейовані акції, власний капітал зменшується на сукупну вартість привілейованих акцій за номіналом або за викупною ціною (для відзивних акцій).

Ліквідаційна вартість акції визначається в момент ліквідації акціонерного товариства. Вона показує вартість майна акціонерного товариства, що підлягає реалізації, у фактичних цінах після розрахунку із кредиторами, яка припадає на одну акцію.

Акціонерне товариство може змінювати номінальну вартість та кількість акцій без зміни розміру статутного фонду. Така процедура називається **деномінацією** акцій. Вона проводиться шляхом *консолідації* або *дроблення* розміщених акціонерним товариством акцій. Акціонерне товариство випускає акції нової номінальної вартості та конвертує (обмінює) акції попередніх випусків на акції нової номінальної вартості тих самих категорії та типу.

Дроблення і консолідація акцій є методами штучного регулювання курсової ціни акцій. Зміна кількості акцій в обігу шляхом дроблення чи консолідації може привести до зміни попиту на ці акції через зміну кола інвесторів. Прийнято вважати, що дроблення дає змогу збільшити ліквідність невеликих пакетів акцій та розширити коло власників за рахунок дрібних акціонерів.

Дроблення акцій (спліт) — зменшення номінальної вартості акцій даного випуску шляхом ділення на визначений коефіцієнт деномінації, який має бути більшим за одиницю. При цьому кількість акцій збільшується пропорційно цьому коефіцієнту, а загальна номінальна вартість випуску залишається незмінною. Однак така процедура знижує ринкову вартість акцій, що робить їх привабливішими для придбання, особливо якщо розмір дивіденда на одну акцію зберігається або зменшується в меншій пропорції.

Значна кількість дроблень здійснюється для збільшення кількості акцій в обігу. Разом із тим інколи застосовують процедуру консолідації (реверсне дроблення) акцій. *Консолідація* — це зменшення кількості акцій даного випуску відносно первинної відповідно до заданого коефіцієнта деномінації (має бути меншим за одиницю) за одночасного збільшення вартості кожної акції на той самий коефіцієнт. Сумарна вартість акцій випуску залишається незмінною. Консолідація зменшує кількість акцій в обігу і збільшує біржовий курс акції шляхом обміну частини однієї знову випущеної акції на кожну раніше випущену. Так, при зворотному дробленні акції у співвідношенні 1 : 2 одна нова акція обмінюється на дві раніше випущені. Зворотне дроблення використовують та-

кож для підвищення комерційної привабливості акцій шляхом доведення їхнього курсу до вищого рівня.

До пайових цінних паперів також прийнято відносити **інвестиційні сертифікати**. До 2001 року в Україні випуск та обіг інвестиційних сертифікатів регулювався Положенням «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії», яке було затверджене Указом Президента України від 19 лютого 1994 року. Відповідно до цього, *інвестиційний сертифікат* визначався як цінний папір, який випускається винятково інвестиційним фондом або інвестиційною компанією і дає право його власникові на отримання доходу у вигляді дивідендів.

Згідно із Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», *інвестиційний сертифікат* — це цінний папір, який випускається компанією з управління активами (далі — КУА) пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку у пайовому інвестиційному фонді.

За економічною суттю інвестиційні сертифікати можна визначити як свідчення, які підтверджують вкладення коштів у фінансові активи інших компаній. Інститути спільного інвестування (ІСІ) шляхом емісії власних цінних паперів залучають грошові кошти інвесторів, які потім вкладають у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість, дорогоцінні метали тощо.

В Україні передбачено функціонування таких інститутів спільного інвестування (далі — ІСІ), як пайові та корпоративні інвестиційні фонди. Пайові інвестиційні фонди (ПІФ) не є юридичною особою і створюються за ініціативи компаній з управління активами (КУА), які й займаються емісією інвестиційних сертифікатів того чи іншого ПІФа. Корпоративні інвестиційні фонди (КІФ) є юридичною особою утворюються у вигляді публічних акціонерних товариств і емітують винятково прості іменні акції.

Інвестори ІСІ є одночасно вкладниками ІСІ і його співвласниками, тому отримують прибуток у повному обсязі за винятком лише обумовлених документами ІСІ комісійних для КУА та структур, що обслуговують ІСІ.

Відповідно до закону ІСІ (корпоративні та пайові) можуть бути відкритого, інтервального та закритого типів. Інвестиційні сертифікати мають особливості залежно від типу ІСІ. Залежно від мети, яку ставить перед собою інвестор (великий чи низький рівень ризику та дохідності), він обирає цінні папери відповідного за типом ІСІ. Для інвесторів-початківців, які не схильні до значного ризику, найпривабливішими можуть бути цінні папери відкритих ІСІ, оскільки учасники такого ІСІ можуть вимагати цінних паперів даного фонду в будь-який час. Вони подібні до банківських вкладів до запитання. Однак дохідність таких цінних паперів може бути нижчою у зв'язку з необхідністю підтримання високої ліквідності цінного папера і тим самим неможливістю вкладання коштів у довгострокові фінансові активи. Більший дохід можуть принести інтервальні ІСІ, оскільки вони можуть ефективніше використовувати ресурси, інвестуючи їх у більш дохідні й ризикові активи, бо у власників цінних паперів відсутня можливість у будь-який момент вимагати викупу їх. У проспекті емісії визначено терміни (інтервали) викупу цінних паперів на вимогу інвесторів. Порівнюючи з банківською практикою, цінні папери інтервальних ІСІ подібні до коротко-

строкових банківських вкладів терміном до одного року. ІСІ закритого типу взагалі не беруть на себе зобов'язання щодо викупу цінних паперів до моменту його реорганізації чи ліквідації. Тобто вони отримують довгострокові ресурси і мають можливість їх довгострокового інвестування (нерухомість, земля чи певний бізнес), чим забезпечують високий дохід інвестору. Однак реалізувати належні учасникові цінні папери закритого ІСІ, особливо у разі термінової потреби, непросто.

Згідно із Законом фізичні особи не можуть бути учасниками пайових недиверсифікованих та венчурних ІСІ, інвестиції яких можуть бути надмірно ризиковими.

Дохід інвестора (учасника інвестиційного фонду) утворюється за рахунок зростання вартості цінних паперів, що йому належать, та/або дивідендів, що нараховуються за цінними паперами ІСІ.

Ціна викупу інвестиційного сертифіката (акції) залежить від вартості інвестиційного сертифіката (акції) на момент викупу, яка розраховується діленням загальної вартості чистих активів на кількість цінних паперів ІСІ, які перебувають в обігу на дату розрахунків чистих активів. *Вартість чистих активів ІСІ* є сумою перевищення активів фондів (цінні папери, депозити, грошові кошти тощо) над його зобов'язаннями (пасивами — кредиторська заборгованість та резерви майбутніх витрат і платежів). Вартість цінних паперів ІСІ може як збільшуватися, так і зменшуватися, відповідно до зміни ринкової вартості цінних паперів та інших активів, у які інвестовано кошти ІСІ. Тому учасники інвестиційних фондів несуть ризик збитків, пов'язаних зі зміною вартості активів інвестиційного фонду.

Якщо пайові цінні папери є титулами власності, то природа **боргових цінних паперів** полягає в оформленні боргових зобов'язань позичальника у формі цінних паперів. До боргових цінних паперів, за вітчизняним законодавством, належать облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання України, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі.

Головними атрибутами облігації є зобов'язання емітента повернути власникам вартість даних облігації у визначений термін, а також зобов'язання емітента виплатити власникам визначений дохід за облігаціями у вигляді відсотка.

Залучення фінансових ресурсів шляхом розміщення облігацій дає змогу емітентам отримати необхідні кошти для розвитку, особливо за умов високої вартості банківського кредиту. Інвестори, розміщуючи вільні грошові ресурси в придбання облігацій, сподіваються на отримання доходу від володіння облігацією (відсоткового та доходу від продажу).

Відповідно до ст.7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» **облігація** — це цінний папір, що посвідчує внесення його власником певної суми грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість у передбаченій умовами емісії термін та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачене умовами випуску. Облігації розміщуються серед суб'єктів господарської діяльності та громадян.

Емітент може випускати *відсоткові, цільові та дисконтні облигації*. Інвестору при вкладанні коштів у придбання облигацій слід звернути увагу на форму виплати доходу. Якщо на меті — отримання регулярних фіксованих платежів (щороку, щопівроку, щокварталу тощо), тоді інвестувати слід у відсоткові облигації. Якщо метою є зростання капіталу через конкретний термін і відсутня необхідність отримання регулярного відсоткового доходу, цілком підходять дисконтні облигації. У разі підвищеного інтересу до товарів чи послуг, якими будуть погашатися облигації, перевагу віддають цільовим облигаціям (іпотечні облигації — інвестор шляхом придбання облигації інвестує будівництво житла, яке в майбутньому й отримає при погашенні облигації). Дохід за цільовими облигаціями не виплачується.

Відсотковий дохід за облигаціями нараховується на їхню номінальну вартість. Окрім відсоткового доходу власник облигації може отримати дохід від продажу, який з'являється у разі перевищення ринкової ціни облигації над зафіксованою номінальною вартістю, якщо облигація продається до настання терміну погашення. Різниця між ринковою ціною облигації, якщо вона вища за номінал, і номіналом є премією, або ажю. Різниця між номіналом облигації і ринковою ціною, якщо вона нижча за номінал, називається дисконтом, або дезажю.

Залежно від того, яким умовам відповідає певна облигація, акції можна згрупувати в такі категорії:

- з огляду на механізм сплати відсоткового доходу — іменні облигації (registered bonds) та облигації на пред'явника (coupon bonds);
- на підставі принципів викупу (погашення) — серійні облигації (serial bonds), які гасять послідовно за серіями через певні інтервали часу, та ординарні облигації (ordinary or single — payment bonds), які викуповують одночасно у встановлену дату;
- з огляду на рівень безпеки — гарантовані облигації (secured bonds) та незабезпечені облигації (unsecured bonds);
- виходячи з можливостей дострокового викупу — облигації з правом дострокового погашення (callable or optional bonds), відшкодовані облигації (redeemable bonds), які за бажанням власника можна в будь-який момент вільно обмінювати на гроші;
- виходячи з можливостей обміну — конвертовані облигації (convertible bonds), які за бажанням власника можна обмінювати на певну кількість інших цінних паперів (найчастіше прості акції), що випущені тим самим емітентом, та обмінні облигації, які за бажанням власника можна обмінювати на цінні папери іншої компанії, якими володіє компанія-емітент обмінюваних облигацій.

Залежно від того, хто випускає облигації, останні поділяють на облигації підприємств та державні облигації.

Емітентами *облигацій підприємств (корпоративних облигацій)* можуть бути практично всі суб'єкти господарської діяльності, за винятком інститутів спільного інвестування. Згідно зі ст. 8 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» облигації розміщуються юридичними особами лише після повної сплати емітентом свого статутного капіталу і на суму, яка не перевищує трикратного

розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Облігації є найефективнішим інструментом довгострокового фінансування діяльності. Для емітента випуск облігацій має низку переваг: розширення доступу до кредиторів, можливість отримання ресурсів за нижчою ставкою, ніж кредит, та безліквідного забезпечення, можливість оперативного управління заборгованістю (достроковий викуп чи конвертація), збереження структури власності (не впливає на власний капітал). Крім того, відсотки, які сплачуються за випущеними облігаціями, відносять до витрат, які зменшують прибуток до оподаткування, тоді як дивіденди за акціями сплачують вже з прибутку після сплати податку на прибуток. З точки зору інвестора інвестування в облігації забезпечує йому порівняно з акціями першочерговість отримання вкладених коштів при ліквідації підприємства.

Основу *державних цінних паперів* становлять відносини позики, де боржником виступає держава чи органи державної влади. З їхньою допомогою уряди залучають на певний термін кошти, які використовують для різних бюджетних витрат.

Сьогодні, випускаючи цінні папери, держава дбає про низку цілей, головною з яких є: фінансування поточного бюджетного дефіциту; згладжування нерівномірності надходження податкових платежів; переоформлення раніше випущених цінних паперів; забезпечення касового виконання державного бюджету; регулювання грошової маси в обігу; забезпечення фінансово-кредитних установ ліквідними активами; фінансування цільових програм, здійснюваних місцевими органами влади; підтримка соціально значимих установ і організацій.

У багатьох країнах світу інвестори можуть використовувати державні цінні папери як високоліквідні активи, що характеризуються високим рівнем безризиковості.

Українське законодавство передбачає здійснення державних запозичень за рахунок таких видів державних цінних паперів: державні облігації України (облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик України, цільові облігації внутрішніх державних позик); облігації місцевих позик (облігації внутрішніх та зовнішніх місцевих позик); казначейські зобов'язання України.

Облігації внутрішніх державних позик України — це державні цінні папери, що розміщуються винятково на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України — облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу. Основним реквізитом цільових облігацій є зазначення напряму використання залучених від розміщення таких облігацій коштів.

Міністерством фінансів України визначаються умови розміщення та погашення облігацій внутрішніх державних позик України і цільових облігацій внутрішніх державних позик України, а Національним банком України виконуються

операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням цих облігацій, їх погашенням і виплатою доходів за ними, та здійснюється депозитарна діяльність.

Облігації зовнішніх державних позик України — державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їхню номінальну вартість із виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Грошові кошти, отримані від розміщення облігацій зовнішніх державних позик України, спрямовуються винятково до Державного бюджету України. Емітентом облігацій зовнішніх державних позик України є держава в особі Міністерства фінансів України, яке здійснює розміщення, обслуговування та погашення облігацій зовнішніх державних позик України. Рішення про випуск облігацій зовнішніх державних позик України оформляється постановою Кабінету Міністрів України, якою затверджуються умови випуску. Випуск облігацій зовнішніх державних позик є ефективним механізмом залучення ресурсів із зовнішніх джерел, відкриває доступ до міжнародного ринку капіталу.

Облігації місцевих позик (муніципальні облігації) у багатьох країнах світу є популярним і ефективним механізмом залучення коштів для розв'язання поточних і довготермінових проблем, пов'язаних із фінансуванням місцевих видатків. Особливістю муніципальних облігацій є те, що відсоткові доходи за ними не підлягають оподаткуванню, але власники муніципальних облігацій сплачують податок на приріст капіталу в разі його наявності. Оскільки випуск облігацій передбачає обов'язкове повернення залучених коштів і виплату коштів за користування ними, тому отримані ресурси варто спрямовувати на інвестування проектів, які є прибутковими, а не на покриття дефіциту місцевого бюджету чи фінансування безприбуткових об'єктів соціальної сфери. На фондовому ринку США метою випуску муніципальних облігацій деякий час було будівництво транспортних об'єктів, муніципального житла, туристичної інфраструктури. Останнім часом у такий спосіб фінансуються інвестиційні проекти у сфері охорони здоров'я та навчання (платні лікарні та навчальні заклади). Вибір економічно обґрунтованої мети випуску муніципальних облігацій є важливим завданням при прийнятті місцевими органами влади рішення щодо такого залучення ресурсів.

Емітентом облігацій місцевих позик може бути лише Верховна Рада Автономної Республіки Крим або міська рада, яка ухвалила рішення про здійснення запозичень до місцевого бюджету у формі випуску облігацій. Джерелом погашення облігацій місцевої позики не можуть бути кошти від емісії нової позики. Витрати місцевих бюджетів на обслуговування боргу не можуть щорічно перевищувати 10 % витрат загального фонду відповідного бюджету.

Облігації можуть мати: номінальну, емісійну та ринкову вартість.

Номінальна вартість облігації (номінал) — це сума, на яку нараховують відсотки. Номінальна вартість встановлюється емітентом і передбачається умовами випуску.

Емісійна вартість — ціна, за якою облігації розміщують на первинному ринку.

Ринкова (курсова) вартість облігацій — ціна, за якою реалізуються облігації на вторинному ринку. Вона складається на ринку внаслідок співвідношення

пропозиції та попиту. У разі випуску відсоткових (купонних) облігацій номінальна, емісійна й ринкова вартості можуть не збігатися. Під час випуску дисконтних облігацій емісійна ціна завжди є меншою за номінальну.

Ціна погашення — ціна, за якою здійснюється викуп облігації емітентом по завершенні терміну позики. Зазвичай вона дорівнює номінальній вартості, але за певних обставин може не збігатися (якщо передбачається премія для стимулювання дострокового викупу).

Курс облігації — відношення ринкової ціни до номіналу у %:

$$K = (P / N) \times 100 \%,$$

де K — курс облігації; P — ринкова ціна, (гр. од.); N — номінал, (гр. од.).

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено ще один вид цінних паперів, які теж належать до боргових, — **казначейські зобов'язання України**. Це державні цінні папери, що розміщуються винятково на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчують факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власникові право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України. Кошти від казначейських зобов'язань спрямовують на покриття видатків державного бюджету. Емітентом казначейських зобов'язань України виступає держава в особі Міністерства фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України. Емісія казначейських зобов'язань України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню ДКЦПФР. Казначейські цінні папери вважаються першокласними і надійними, тому інституційні інвестори зобов'язані тримати певну частину своїх активів у таких цінних паперах.

Однією з головних відмінностей боргових зобов'язань є рівень ризику. В економічній теорії та практиці найменш ризикованими вважають облігації внутрішньої державної позики, за ними йдуть облігації місцевих позик, на останньому місці — облігації підприємств (корпоративні облігації), хоча рівень ризику навіть за ними значно нижчий, ніж за привілейованими акціями тих самих емітентів. Відповідно диференціюється й рівень доходу, що компенсує ризикованість вкладень. Мірою збільшення терміну погашення рівень ризику також зростає, його посилює ризик зростання інфляції (а отже, й позикового відсотка).

Ознаки боргових цінних паперів мають **ощадні (депозитні) сертифікати**, які згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» являє собою цінний папір, який підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника (власника сертифіката) на отримання зі спливом встановленого терміну суми вкладу та відсотків, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Виходячи із наведеного визначення, емітентом ощадних (депозитних) сертифікатів є банк. Виписуватися вони можуть на користь юридичних та фізичних осіб. Дохід за ощадними (депозитними) сертифікатами виплачується під час пред'явлення їх для оплати в банк, що розмістив ці сертифікати. У разі дострокового пред'явлення ощадного (депозитного) сертифіката до сплати банк ви-

плачує суму вкладу та відсотки (за вкладами на вимогу), якщо умовами випуску сертифіката не передбачено іншого розміру відсотків. Власники ощадних (депозитних) сертифікатів отримують можливість вигідно розмістити вільні грошові кошти з отриманням доходу за незмінною відсотковою ставкою, можливість подарувати, наслідувати чи передати сертифікат на пред'явника іншій особі, використати його в якості забезпечення при отриманні кредиту та як засіб розрахунку, що значно підвищує його інвестиційні якості. Ощадний (депозитний) сертифікат порівняно із депозитом має більшу ліквідність, оскільки власник може передати його за певну суму третій особі достроково. До недоліків ощадних (депозитних) сертифікатів можна віднести те, що в разі втрати бланка сертифіката важко довести факт його придбання. Обов'язковою умовою погашення ощадного (депозитного) сертифіката є повернення бланка сертифіката в банк.

Депозитний сертифікат НБУ — борговий цінний папір у бездокументарній формі, що засвідчує розміщення в НБУ коштів комерційних банків та їхнє право на отримання внесеної суми і відсотків після завершення встановленого терміну. Порядок їх випуску, обігу та розміщення визначається нормативними актами НБУ.

У комерційному обігу для компаній доволі вигідно використовувати такий борговий неемісійний цінний папір, як вексель, оскільки він дозволяє швидко й зручно оформлювати боргові зобов'язання перед кредиторами без тривалої реєстрації емісії.

Згідно зі ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» **вексель є цінним папером, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власникові векселя (векселедержателю)**. Векселі за порядком їх розміщення належать до неемісійних цінних паперів. Вони існують винятково у документарній формі і не можуть бути переведені в бездокументарну (знерухомлені).

Векселі, як правило, застосовують у господарському обігу, вони обслуговують рух товарно-матеріальних та грошових цінностей, ними оформлюють кредиторську заборгованість і заборгованість перед бюджетом. Згідно зі ст. 4 Закону України «Про обіг векселів» видавати векселі можна лише для оформлення грошового боргу за фактично поставлені товари, виконані роботи, надані послуги. Платіж за векселем в Україні здійснюється тільки в безготівковій формі. Зобов'язуватися та набувати права за векселями можуть юридичні і фізичні особи. Забороняється використання векселя як внеска до статутного фонду господарських товариств.

Векселі можуть бути прості або переказні. **Простий вексель** — це документ, який містить безумовне зобов'язання векселедавця сплатити визначену суму грошей векселедержателю. Таким чином, простий вексель видається боржником, щоб відстрочити платіж за фактично поставлені товари, виконані роботи, надані послуги. **Переказний вексель** — це безумовний наказ векселедавця (трасанта) своєму боржникові (трасату) сплатити визначену суму грошей третій особі, боржником якої є сам трасант. Таким чином, переказний вексель вида-

ється кредитором, і на відміну від простого векселя є наказом, а не зобов'язанням. Будь-який переказний вексель може бути переданий шляхом індо-саменту.

До **іпотечних цінних паперів** належать: заставні, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, сертифікати фондів операцій з нерухомістю.

Заставна — це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання — право застосувати стягнення на предмет іпотеки. Заставна оформлюється, якщо її випуск передбачений іпотечним договором.

Іпотечний сертифікат — це особливий вид цінного папера, забезпечений іпотечними активами або іпотеками. Вони можуть бути двох видів — іпотечні сертифікати участі та іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю.

Іпотечні сертифікати участі — пайові іменні цінні папери, власники яких мають право на отримання частини платежів за іпотечними активами. Забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами участі слугують іпотеки, що становлять іпотечний пул і консолідований іпотечний борг. Термін обігу цих сертифікатів відповідає терміну виконання зобов'язань, що утворюють іпотечні активи.

Сертифікати з фіксованою дохідністю — це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників: на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни; на отримання відсотків за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів; на задоволення вимог — у разі невиконання емітентом покладених на себе зобов'язань — з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів із фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Іпотечні облігації — це облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям. Іпотечна облігація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цієї облігації та грошового доходу в порядку, встановленому зазначеним Законом та проспектом емісії, а в разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облігацією надає її власникові право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття. Іпотечні облігації є іменними цінними паперами. Ці облігації можуть бути звичайними і структурованими.

Емітентом *звичайних іпотечних облігацій* є іпотечний кредитор, що несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернене стягнення.

Емітентом *структурованих іпотечних облігацій* є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям.

Сертифікат ФОН — цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю. *Фонд операцій із*

нерухомістю (ФОН) — кошти, отримані управителем ФОН в управління, а також нерухомість й інше майно, майнові права та доходи, набуті від управління цими коштами

Похідні фінансові інструменти детально розглянуто у розділі 4.

3.3. ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ТА ДОХІДНОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Фінансові активи мають такі основні характеристики: ринкова ціна, внутрішня вартість, дохідність, ризикованість. Ціна фінансового активу є декларованим показником, який, наприклад, можна бачити в котировках, а внутрішня вартість фінансового активу є розрахунковим показником. Внутрішня вартість залежить від тієї аналітичної моделі, на базі якої проводять обчислення; внаслідок цього в будь-який момент часу фінансовий актив може мати кілька значень внутрішньої вартості. Отже, оцінка внутрішньої вартості є до певної міри суб'єктивною.

Однією з концепцій оцінки цінних паперів, на яких базується портфельний менеджмент, є фундаменталістська в її основу покладено аналіз чинників, які впливають на вартість фінансових інструментів. Одним із підходів фундаментального аналізу є оцінки цінного папера шляхом визначення внутрішньої вартості або очікуваної дохідності та порівняння результатів із ринковими показниками. В процесі оцінки використовують концепцію вартості грошей у часі. Поточна (внутрішня) вартість фінансових активів розраховується шляхом дисконтування майбутніх грошових потоків (дивідендів, відсотків, номіналу, вартості продажу тощо). У загальному вигляді поточну вартість можна обчислити за формулою:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (3.1)$$

де P_t — поточна (внутрішня) вартість фінансового активу; CF_i — очікуваний грошовий потік в i -му періоді; r — прийнятний (очікуваний) рівень дохідності.

На точність розрахунків впливає:

- вибір ставки дисконта, яка визначається ступенем ризику конкретного цінного паперу та поточними ринковими процентними ставками;
- точність визначення очікуваних грошових потоків від конкретного цінного паперу.

У випадку перевищення внутрішньої вартості, яка обчислена інвестором, над ринковою ціною, фінансовий актив за фундаменталістським підходом вважається недооціненим ринком і цікавим для придбання, і навпаки.

Оцінка поточної вартості акцій залежить від таких чинників:

- 1) вид акції (проста чи привілейована);
- 2) прогнозна сума дивідендів, яка очікується у конкретному періоді;
- 3) очікувана ставка доходу за акціями (використовується як ставка дисконта).

- 4) очікувана курсова вартість акції наприкінці періоду її реалізації (при використанні акції впродовж раніше визначеного терміну);
 5) прогнозна кількість періодів (термін) володіння акцією;
 6) порядок оподаткування доходів за акціями.

При оцінці поточної вартості акцій використовують три варіанти прогнозування динаміки дивідендів:

- а) дивіденди не змінюються (темپ приросту дорівнює нулю);
 б) дивіденди зростають із постійним темпом приросту;
 в) дивіденди зростають зі змінним темпом приросту.

При умові **постійних виплат дивідендів** вартість акцій визначається приведенням доходів (фіксованих дивідендів) до поточної вартості та може бути визначена за формулою:

$$P_a = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D}{(1+r)^i} = \frac{D}{r}, \quad (3.2)$$

де P_a — поточна вартість акції (гр. од.); D — постійний дивіденд (гр. од.); r — ставка доходу акції подібного класу ризику (ставка дисконта).

Таким чином, найпростішим варіантом оцінки поточної вартості акцій є співвідношення величини дивіденду до ставки доходу за акціями подібного класу ризику.

Для розрахунку поточної вартості акцій із **постійним приростом дивідендів** використовують «модель Гордона»:

$$P_a = \frac{D_0 \times (1+g)}{r-g}, \quad (3.3)$$

де g — річний темп приросту дивідендів, десяткова дріб ($g = \text{const}$); D_0 — останній сплачений дивіденд до моменту оцінки, відповідно в чисельнику зображено перший очікуваний дивіденд фази постійного приросту.

Ця формула має сенс лише за умови: $r > g$.



Приклад 1. Проаналізуйте доцільність придбання акцій за ринковою ціною 1260 грн. Компанія впродовж року виплатила дивіденд в розмірі 30 грн, щорічний темп приросту дивідендів становитиме 12 %, ставка поточного доходу по акціях цього типу становить 15 %.

$$P_a = \frac{30 \times (1+0,12)}{0,15-0,12} = 1120 \text{ грн.}$$

Внутрішня вартість акцій (1120 грн) нижча за ринкову ціну (1260 грн), відповідно купувати їх недоцільно, оскільки їхня ціна завищена.

При змінному темпі приросту дивідендів ($g \neq \text{const}$) поточну вартість акції розраховують за формулою:

$$P_a = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i}, \quad (3.4)$$

де D_i — дивіденд, який інвестор прогнозує отримати в i -му періоді (гр. од.).



Приклад 2. Підприємство виплатило за останній рік дивіденд у розмірі 24 грн. Протягом другого року підприємство планує виплатити дивіденд в розмірі 24,72 грн, упродовж третього — 26,45 грн, в подальшому планується постійне зростання дивідендів на 8 % річних. Необхідно оцінити вартість акції за умови, що дохідність акцій цього типу (очікувана дохідність) становить 12 %. Ринкова вартість акцій становить 540 грн.

У даному прикладі підприємство більш точно визначає дивідендні виплати за перші три роки та здійснює прогноз постійного приросту дивідендів у безмежному періоді з урахуванням g (річний темп приросту дивідендів). У подальшому поточну вартість акції визначають шляхом дисконтування спрогнозованої сукупності дивідендів, а формулу оцінки вартості акції можна записати так:

$$P_a = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{D_n \cdot (1+g)}{(r-g)} \cdot \frac{1}{(1+r)^n}.$$

Відповідно поточна вартість акції становитиме:

$$\begin{aligned} P_a &= \frac{24}{(1+0,12)^1} + \frac{24,72}{(1+0,12)^2} + \frac{26,45}{(1+0,12)^3} + \frac{26,45 \cdot (1+0,08)}{(0,12-0,08)} \cdot \frac{1}{(1+0,12)^3} = \\ &= 568,279 \text{ грн.} \end{aligned}$$

Ринкова ціна акції нижча за поточну вартість, відповідно акція недооцінені і їх варто купувати.

Коли інвестор заздалегідь прогнозує термін використання певної акції, її поточну вартість можна оцінити за формулою:

$$P_a = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (3.5)$$

де D_i — дивіденд, який інвестор прогнозує отримати в i -му періоді (гр. од.); P_n — прогнозна вартість реалізації акції наприкінці періоду її використання; n — кількість періодів володіння акцією.

Дохідність характеризує рівень доходу, який генерується фінансовим активом на одиницю інвестованих коштів у цей актив. Як доходи за фінансовим інструментам можуть виступати дивіденди, відсотки, приріст капіталізованої вар-

тості. Ми можемо розрахувати фактичну й очікувану дохідність шляхом аналізу фінансових інвестицій. Перший показник розраховують по факту здійснення операції, він має значення для ретроспективного аналізу. Для інвестора в процесі прийняття рішення щодо доцільності вкладень важливим є розрахунок саме очікуваної дохідності на підставі прогнозних даних.

Для аналізу ефективності операцій використовують такі **показники дохідності акцій**: ставка дивіденду, поточна ринкова дохідність, поточна дохідність акції для інвестора, сукупна дохідність (за період), середньорічна сукупна дохідність, очікувана дохідність.

Ставка дивіденду (D_d) визначається за формулою:

$$D_d = \frac{D}{N} \times 100\%, \quad (3.6)$$

де D — дивіденд, (гр. од.); N — номінальна вартість, (гр. од.).

Поточна ринкова дохідність (D_p) визначається співвідношенням дивіденду до поточної ринкової вартості акції:

$$D_p = \frac{D}{P_p} \times 100\%, \quad (3.7)$$

де P_p — поточна ринкова вартість акції, (гр. од.).

Поточна дохідність акції для інвестора — рендит (D_n), розраховується як співвідношення дивіденду до вартості придбання акції ($P_{куп}$):

$$D_n = \frac{D}{P_{куп}} \times 100\%. \quad (3.8)$$

При купівлі акцій з метою перепродажу за деякий час враховують дивідендний і капіталізований дохід, таким чином сукупну дохідність інвестицій за весь період володіння цінними паперами можна визначити за формулою:

$$D_{сук} = \frac{\sum_{i=1}^n D_i + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\%, \quad (3.9)$$

де D_i — дивіденд, який виплачується в i -му році; P_1 — очікувана вартість акції на момент продажу; P_0 — вартість придбання акції.

Середньорічна сукупна дохідність (кінцева) по акції ($D_{річ}$) визначається за формулою:

$$D_{річ} = \frac{\sum_{i=1}^n D_i + (P_1 - P_0)}{P_0 \times n} \times 100\%, \quad (3.10)$$

де n — очікувана кількість років від купівлі до продажу акції.



Приклад 3. Інвестор придбав акцію номіналом 50 грн за курсом 106 % і продав через 3 роки за курсом 125 %. У перший рік дивіденд становив 7 грн, у другий рік ставка дивіденду становила 15 %, у третій рік — 17 %. Необхідно визначити сукупну та кінцеву дохідність інвестицій.

Дивіденди за роками становлять відповідно:

$$D_1 = 7 \text{ грн.}$$

$$D_2 = 50 \text{ грн} \times 0,15 = 7,5 \text{ грн.}$$

$$D_3 = 50 \text{ грн} \times 0,17 = 8,5 \text{ грн.}$$

$$P_0 = 50 \times 1,06 = 53 \text{ грн.}$$

$$P_1 = 50 \times 1,25 = 62,5 \text{ грн.}$$

$$D_{\text{сук}} = \frac{(7 + 7,5 + 8,5) + (62,5 - 53)}{53} \times 100 \% = 61,32 \%;$$

$$D_{\text{річ}} = \frac{(7 + 7,5 + 8,5) + (62,5 - 53)}{53 \cdot 3} \times 100 \% = \frac{61,32}{3} = 20,44 \%.$$

Відповідно сукупна дохідність становить 61,32 %, а річна дохідність — 20,44 %.

Середньорічну сукупну дохідність за короткостроковими операціями (D_k) можна обчислити за формулою:

$$D_k = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \times \frac{365}{t} \times 100 \% , \quad (3.11)$$

де t — кількість днів володіння акцією.

Як зазначалося, при аналізі ефективності вкладання коштів в акції доцільно використовувати показник очікуваної ставки доходу (внутрішньої ставки доходу). Очікувану дохідність (D_o) можна розрахувати як ставку дисконту (r) з формул (3.2), (3.3), (3.5), при цьому замість P_a підставляємо поточну ринкову вартість акцій (P_p).

Відповідно для акції із постійним дивідендом очікувана дохідність становитиме:

$$D_o = r = \frac{D}{P_p} , \quad (3.12)$$

де D_o — очікуваний дивіденд; P_p — поточна ринкова вартість акції на момент оцінки.

Для оцінки очікуваної дохідності акцій з постійним темпом приросту дивідендів можна скористатися формулою, отриманою на основі «моделі Гордона»:

$$D_o = r = \frac{D_0 \times (1 + g)}{P_p} + g , \quad (3.13)$$

де D_0 — останній сплачений дивіденд за акцією до моменту оцінки; g — річний темп приросту дивіденду ($g = \text{const}$).



Приклад 4. Скористаймося даними прикладу 1. Інвестору пропонують акції за ринковою ціною 1260 грн кожна. Компанія впродовж року виплатила дивіденди в розмірі 30 грн, прогнозний щорічний темп приросту дивідендів становить 12 %, ставка поточного доходу по акціях даного типу — 15 %. Необхідно проаналізувати доцільність придбання акцій, використовуючи показник очікуваної дохідності.

$$D_o = \frac{30 \cdot (1 + 0,12)}{1260} + 0,12 = 0,1467.$$

Оскільки очікувана дохідність за акцією (14,67 %) менше визначеної ставки доходу (15 %), відповідно отримуємо аналогічний висновок — купувати їх недоцільно, оскільки акції переоцінені.

Якщо інвестор заздалегідь прогнозує термін володіння акціями, очікувана дохідність їх включатиме очікувану дивідендну та капіталізовану дохідність і може бути визначена з формули (3.5) шляхом розрахунку ставки дисконту.

Для прийняття рішення достатньо визначення орієнтовного рівня очікуваної дохідності акцій, який можна розрахувати за формулою:

$$D_o = r = \frac{D_c + (P_1 - P_p) / n}{(P_1 + P_p) / 2}, \quad (3.14)$$

де D_c — середньорічний дивіденд за n років (розраховується як середньоарифметичне значення); P_1 — прогнозна вартість акції в n -му році; P_p — поточна ринкова вартість акції на момент оцінки; n — кількість періодів володіння акцією.

Для прийняття інвестиційного рішення щодо привабливості цінних паперів та формування структури портфеля, окрім урахування інвестиційної стратегії, дохідності та рівня ризику, необхідно здійснити комплексний аналіз інвестиційних якостей конкретних акцій. Така оцінка також включає: оцінку галузі, в якій здійснює свою господарську діяльність емітент (першою чергою вона пов'язана з дослідженням стадії життєвого циклу галузі); оцінку основних показників господарської діяльності та фінансового стану емітента (включає показники інвестиційної привабливості підприємства); оцінку умов емісії акцій (включає дослідження цілей емісії, умов і періодичності виплати дивідендів, рівень корпоративного управління на підприємстві), що буде розглянуто далі.

Одним із методів **оцінки поточної вартості облігацій** є приведення до поточної вартості (моменту часу, на який відбувається оцінка) майбутніх платежів, що їх має отримати інвестор, шляхом дисконтування. Облігації різняться за умовами емісії, характером і терміном обігу, способом забезпечення та виплати доходу. Залежно від цих характеристик модифікується аналітична модель (приведення майбутніх грошових потоків до поточної вартості), за якою обчислюють поточну вартість та очікувану дохідність облігацій.

Основними чинниками, що впливають на поточну вартість облігацій є:

1. *Купонна ставка та умови виплати відсотків, вирізняють:*

— облігації з фіксованим купоном, які погашаються за номіналом наприкінці терміну обігу (прямі або прості облігації);

— облігації із плаваючою купонною ставкою, розмір ставки може прив'язуватися до фінансових індикаторів, наприклад ставки LIBOR, ставки по депозитним сертифікатам тощо;

— облігації, відсотки за якими виплачують наприкінці терміну обігу разом із номіналом (із кумулятивним купоном);

— облігації з нульовим купоном (дисконтні).

2. Особливості погашення облігацій, виокремлюють:

— облігації з правом відзиву (відкличні), що надають право емітентові погасити їх за визначеною ціною в певний строк до настання терміну погашення;

— облігації з правом повернення, які дають інвесторові право пред'являти їх у певні строки емітентові для погашення за визначеною ціною;

— облігації з фондом погашення (основна сума випуску або його частини погашаються відповідно до визначеного графіка певними частками);

— безстрокові облігації.

3. Термін до погашення облігацій.

4. Кредитний рейтинг емітента.

5. Ліквідність облігацій (кількість маркетмейкерів, операційні витрати, волатильність ринку тощо).

6. Порядок оподаткування доходів за облігаціями.

7. Очікувана ставка доходу за облігаціями (використовується як ставка дисконта).

Сума майбутніх грошових потоків за купонною облігацією складається із відсотків за фінансовим інструментом і ціни облігації на момент погашення. Таким чином, поточна (внутрішня) вартість **простої купонної облігації** (упродовж терміну обігу облігації здійснюються періодичні постійні виплати відсотків, а наприкінці терміну виплачують номінал), розраховується за формулою:

$$P_{\text{обл}} = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n} = C \cdot \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} + \frac{N}{(1+r)^n}, \quad (3.15)$$

де $P_{\text{обл}}$ — поточна вартість облігації з періодичною виплатою відсотків (гр. од.); C — купонні виплати за період (гр. од.); N — номінальна вартість облігації (гр. од.); r — прийнята або очікувана ставка доходу (ставка дисконта); n — тривалість періоду до погашення облігації.

Ця формула є базовою математичною моделлю оцінки вартості відсоткових облігацій.



Приклад 5. Визначіть вартість облігації, яка випущена на 7 років; до погашення залишилося 4 роки. Номінальна вартість становить 200 грн, річна купонна ставка 22 %, середньоринкова дохідність (ставка дисконта) 18 %. Необхідно прийняти рішення стосовно доцільності придбання цієї облігації за ринковою ціною 240 грн.

$$P_{\text{обл}} = \sum_{i=1}^4 \frac{200 \times 0,22}{(1+0,18)^i} + \frac{200}{(1+0,18)^4} = 44 \cdot \left(\frac{1-(1+0,18)^{-4}}{0,18} \right) + 200 \cdot 0,515789 = 221,52 \text{ грн.}$$

Для отримання дохідності за облігаціями на рівні 18 % річних вартість облігації має становити 221,52 грн; оскільки ринкова вартість більша (240 грн), то дані цінні папери недоцільно купувати на ринку, оскільки вони переоцінені.

При виплаті суми купону за облігаціями частіше, ніж раз на рік формулу (3.15) можна трансформувати в таку:

$$P_{\text{обл}} = \sum_{i=1}^{n \cdot k} \frac{C/k}{(1+r/k)^i} + \frac{N}{(1+r/k)^{n \cdot k}} = \frac{C}{k} \cdot \frac{1-(1+r/k)^{-n \cdot k}}{r/k} + \frac{N}{(1+r/k)^{n \cdot k}}, \quad (3.16)$$

де k — періодичність виплати відсотків протягом року.



Приклад 6. На ринку пропонується облігація номіналом 200 грн, купонною ставкою 22 % річних і строком погашення за 4 роки. Ринкова дохідність фінансових інструментів такого класу становить 18 %. Відсоток за облігацією сплачується двічі на рік, необхідно розрахувати поточну вартість облігації.

$$P_{\text{обл}} = \sum_{i=1}^{4 \cdot 2} \frac{44/2}{\left(1 + \frac{0,18}{2}\right)^i} + \frac{200}{(1+0,09)^8} = \frac{44}{2} \cdot \left(\frac{1-(1+0,09)^{-8}}{0,09} \right) + 200 \cdot 0,50186 =$$

$$= 222,139 \text{ грн.}$$

У цьому прикладі вартість облігації вища, ніж у попередньому прикладі, оскільки відсоткові платежі інвестор отримує частіше. Ціна, за якою доцільно купувати облігацію на ринку, не має перевищувати 222,14 грн.

У випадку, коли **вся сума відсотків виплачується при погашенні облігації**, формула (3.15) модифікується в таку формулу:

$$P_{\text{обл.к}} = \frac{N + C_k}{(1+r)^n}, \quad (3.17)$$

де C_k — сума відсотків по облігації, яка буде нарахована при її погашенні за відповідною ставкою (гр. од.).

Для **облігації із нульовим купоном (дисконтних)** поточну вартість визначають за формулою:

$$P_{\text{обл.д}} = \frac{N}{(1+r)^n}, \quad (3.18)$$

де n — кількість років, через які відбудеться погашення облігації.

Якщо **строк обігу дисконтної облигації менше одного року**, поточну вартість такої облигації визначають за формулою:

$$P_{\text{обл.д.к}} = \frac{N}{\left(1 + \frac{r \cdot t}{365}\right)}, \quad (3.19)$$

де t — кількість днів до погашення облигації.



Приклад 7. На ринку пропонуються дисконтні облигації номіналом 200 грн, строком обігу 90 днів за ціною 180 грн, очікувана дохідність становить 18 %. Необхідно визначити поточну вартість облигації та доцільність її придбання на ринку.

$$P_{\text{обл.д.к}} = \frac{200}{\left(1 + \frac{0,18 \cdot 90}{365}\right)} = 191,5 \text{ грн.}$$

Ринкова вартість (180 грн) нижча за поточну вартість облигації (191,5 грн), відповідно придбання цих фінансових інструментів є доцільним.

За **безстроковими облигаціями** передбачено невизначено тривалий період виплати доходів (купонів). За умови фіксованого розміру купону впродовж усього терміну обігу облигації поточну ринкову вартість розраховують за формулою (3.20). Фактично це сума членів нескінченно спадаючої геометричної прогресії:

$$P_{\text{обл.б}} = \frac{C}{r}. \quad (3.20)$$

Для оцінки ефективності вкладень використовують такі **показники дохідності облигацій**: купонна, поточна, середньорічна сукупна дохідність інвестицій, дохідність при погашенні (очікувана дохідність облигації).

1) Купонна ставка (D_c) встановлюється при емісії облигації, визначається щодо номіналу і показує, який відсоток доходу нараховується щорічно власникові облигації. Купонна ставка розраховується за формулою:

$$D_c = \frac{C}{N} \cdot 100\%, \quad (3.21)$$

де C — річний купонний дохід, грн. од.

Як правило, цей показник не обчислюють, а встановлюють згідно із умовами випуску.

2) Поточна дохідність визначає відсоток доходу, який щорічно отримує власник облигації на інвестований капітал. Вона розраховується як відсоткове співвідношення між річним купонним доходом від облигації і тією ціною, за якою інвестор її придбав.

Слід розрізняти дохідність, що наводиться у біржових зведеннях, і дохідність для певного інвестора: у першому випадку в знаменнику стоїть поточна ринкова вартість цінного папера, у другому — використовують ціну, за якою інвестор купив облігацію. Таким чином, поточну дохідність можна визначити за формулою:

$$D_{\text{п}} = \frac{C}{P_{\text{р}}} \cdot 100\%, \quad (3.22)$$

де $P_{\text{р}}$ — поточна ринкова вартість облігації (ціна, за якою інвестор придбав облігацію).

Утім, показник поточної дохідності не можна використовувати як загальний критерій визначення доцільності інвестицій у дані облігації, тому ефективнішим є аналіз показника повної дохідності облігації.

3) Середньорічна сукупна (кінцева) дохідність інвестицій характеризує не тільки поточний дохід за облігацією, а й вигреш (збиток), який отримує інвестор, погашаючи облігацію за ціною, вищою або нижчою за ціну купівлі. Цю дохідність розраховують за формулою:

$$D_{\text{к}} = \frac{(P_1 - P_0)/n + C}{P_0} \cdot 100\%, \quad (3.23)$$

де P_1 — вартість реалізації (номінал) облігації; P_0 — ціна купівлі облігації (поточна вартість на момент оцінки); n — кількість років володіння облігацією.

4) Дохідність при погашенні (*yield to maturity*) також називають очікуваною дохідністю облігації, її можна визначити з відповідних рівнянь поточної вартості облігацій шляхом розрахунку ставки дисконтування (r), про цьому замість $P_{\text{обл}}$ підставляємо поточну ринкову вартість облігацій ($P_{\text{р}}$).

Для визначення очікуваної дохідності простої купонної облігації необхідно визначити ставку дисконтування з формули (3.15). З цією метою можна використати комп'ютерні програми або скористатися методом послідовних ітерацій. Орієнтовний рівень очікуваної дохідності облігації можна визначити за формулою:

$$D_{\text{о}} = r = \frac{(P_1 - P_{\text{р}})/n + C}{(P_1 + P_{\text{р}})/2}, \quad (3.24)$$

де P_1 — прогнозна вартість реалізації (номінал) облігації; $P_{\text{р}}$ — поточна ринкова вартість облігації на момент оцінки; n — кількість років володіння облігацією (кількість років до погашення).



Приклад 8. На ринку пропонуються облігації за ціною 800 грн. Їхній номінал становить 1000 грн, купона ставка — 18%. Визначити дохідність при погашенні облігації за умови, що строк обігу цих облігацій становить 4 роки.

$$D_{\text{о}} = \frac{(1000 - 800)/4 + 180}{(1000 + 800)/2} = 0,255, \text{ або } 25,5\%.$$

Наведена формула має недолік: якщо облігація продається зі знижкою, то формула (3.24) дає занижене значення дохідності облігації, а якщо з премією — завищене.

Для точнішого розрахунку можна скористатися методом послідовних ітерацій. Він полягає у тому, що в формулу (3.15) поступово підставляються різні значення дохідності при погашенні (r) і визначають відповідні їм ціни; як правило обирають ставки дисконта вище та нижче отриманого значення орієнтовної дохідності з формули (3.24). Після цього застосовують формулу:

$$D_o = r = r_1 + \frac{P_1 - P_p}{P_1 - P_2} \cdot (r_2 - r_1), \quad (3.25)$$

де r_1, r_2 — значення дохідності облігації (ставки дисконта); P_1, P_2 — відповідні ціни облігації, розраховані за формулою (3.15), при ставках r_1 та r_2 ; P_p — поточна ринкова вартість облігації на момент оцінки.



Приклад 9. Необхідно визначити дохідність при погашенні облігації з наведеного вище прикладу.

Орієнтовна дохідність облігації становить 25,5 %. Доцільно, щоб за однієї ставки дисконта значення поточної вартості було нижчим за ринкове, за іншої — вищим.

Тому візьмемо $r_1 = 25 \%$, $r_2 = 27 \%$.

Відповідно: $P_1 = 834,688$ грн, і $P_2 = 794,8005$ грн.

$$r = 0,25 + \frac{834,688 - 800}{834,688 - 794,8005} \cdot (0,27 - 0,25) = 0,2673, \text{ або } 26,73 \%$$

Таким чином, придбавши облігацію за 800 грн, інвестор забезпечить собі дохідність при погашенні на рівні 26,73 %.

Модель розрахунку очікуваної дохідності за облігаціями з виплатою всієї суми відсотків при погашенні виводиться з рівняння (3.17) і представлена формулою:

$$D_o = r = \sqrt[n]{\frac{N + C_k}{P_p}} - 1. \quad (3.26)$$



Приклад 10. Облігація підприємства номіналом 80 грн реалізується на ринку за ціною 70 грн. Погашення облігації і виплату відсотків передбачено за 4 роки. Ставка відсотка (купон) становить 24 % річних, поточна дохідність за облігаціями такого типу становить 18 %. Необхідно оцінити доцільність придбання даних облігацій.

$$P_{\text{обл.к}} = \frac{80 + 80 \cdot 0,24 \cdot 4}{(1 + 0,18)^4} = 99,2 \cdot 0,51578 = 80,875 \text{ грн.}$$

$$D_o = \sqrt[4]{\frac{80 + 19,2 \cdot 4}{70}} - 1 = 0,2233 \text{ (або } 22,3 \text{ \%)}.$$

Ринкова ціна менша за поточну вартість (80,87 грн), таким чином, інвестор, вклавши кошти в цей фінансовий інструмент, отримає більшу дохідність при погашенні, ніж за альтернативного розміщення коштів, а саме 22,3 %. Відповідно придбання цієї облигації є доцільним.

Очікувана дохідність за дисконтними облигаціями (з нульовим купоном) визначається з рівняння (3.18) і становить:

$$D_o = r = \sqrt[n]{\frac{N}{P_p}} - 1. \quad (3.27)$$



Приклад 11. Облігація з нульовим купоном номіналом 100 грн і терміном погашення за 3 роки реалізується за ціною 75 грн. Проаналізуйте доцільність придбання цієї облигації, якщо є можливість альтернативного інвестування з дохідністю 12 %.

$$P_{\text{обл. д}} = \frac{100}{(1 + 0,12)^3} = 71,18 \text{ грн.}$$

$$D_o = \sqrt[3]{\frac{100}{75}} - 1 = 0,10064, \text{ або } 10,06 \text{ \%}.$$

Розрахунок показує, що придбання облигації недоцільне, оскільки очікувана дохідність облигації (10,06 %) менша за альтернативну дохідність (12 %).

Цей висновок також підтверджує розрахунок поточної вартості облигації: оскільки для отримання дохідності при погашенні на рівні 12 % ціна облигацій має становити 71,18 грн, відповідно недоцільно купувати їх за завищеною вартістю.

На ринку також розміщуються короткострокові дисконтні облигації (строк обігу менше одного року), у такому разі очікувану дохідність можна обчислити за формулою:

$$D_o = r = \frac{N - P_p}{P_p} \times \frac{365}{t}, \quad (3.28)$$

де N — ціна погашення облигації (номінал); P_p — поточна ринкова вартість облигації на момент оцінки; t — кількість днів до погашення облигації (кількість днів від дня розміщення до дня погашення).

Як уже зазначалося при розрахунку поточної вартості облигації, на ринку також розміщуються безстрокові облигації, за якими виплачується фіксований ку-

пон упродовж строку обігу фінансового активу. У цьому разі модель розрахунку очікуваної дохідності можна представити у вигляді формули:

$$D_o = r = \frac{C}{P_p}, \quad (3.29)$$

де P_p — ціна, за якою облігація реалізується на ринку.



Приклад 12. Безстрокова облігація номіналом 200 грн реалізується на ринку за ціною 250 грн. Купонна ставка (річна) становить 18 %. Ставка поточного доходу за облігаціями такого типу — 16 %. Необхідно визначити очікувану дохідність по облігації та проаналізувати доцільність інвестицій.

$$P_{\text{обл.б}} = \frac{200 \cdot 0,18}{0,16} = 225 \text{ грн};$$

$$D_o = \frac{200 \cdot 0,18}{250} = 0,144, \text{ або } 14,4 \text{ \%}.$$

Для забезпечення дохідності інвестицій на рівні 16 % облігації доцільно купувати за ціною не вище 225 грн, при придбанні за ринковою ціною (250 грн) інвестор отримає очікувану дохідність на рівні 14,4 %, що менше альтернативної дохідності на ринку, тому придбання цих облігацій недоцільне.

3.4. ОЦІНЮВАННЯ ЯКОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ РЕЙТИНГОВИМИ АГЕНЦІЯМИ

За умов фінансової нестабільності й невизначеності збільшується кредитний ризик, зростає ймовірність некредитоспроможності й дефолту емітентів цінних паперів. Тому особливої актуальності та важливості набувають питання, пов'язані з оцінюванням фінансової безпеки емітентів, порівняння наявних цінних паперів за рівнем кредитного ризику. Учасникам фінансового ринку бракує інформації, яка б допомогла зорієнтуватися в ситуації і визначитися щодо інвестування у фінансові інструменти. Одним із показників, який дає оцінку кредитного ризику на ринку капіталів, є кредитний рейтинг.

Процес інвестування капіталу пов'язаний з багатоваріантністю, альтернативністю та ризиком. Інвесторам необхідно оцінити ризик та перспективи вкладень, гарантії повернення основної суми й отримання доходу. Однак, їм доволі важко розібратися у величезній кількості фінансових інструментів, які обертаються на фондовому ринку. Крім того, проведення індивідуальної експертизи потребує неабияких трудових, фінансових і часових витрат. Цю роботу для інвестора здійснюють рейтингові агентства, які здійснюють оцінювання платоспроможності емітентів, боргових зобов'язань, якості корпоративного управ-

ління, якості управління активами тощо. Шляхом експертного оцінювання кредитного ризику вони присвоюють емітентам та їхнім цінним паперам кредитний рейтинг, який дає підстави судити про ймовірність своєчасного погашення зобов'язань.

Кредитні рейтинги виражають незалежну суб'єктивну думку щодо відносної здатності емітента виконувати свої фінансові зобов'язання, такі як сплату відсотків, дивідендів за привілейованими акціями, погашення основної суми боргу, врегулювання страхових збитків та виконання контрагентських зобов'язань.

Кредитні рейтинги мають значення як для емітентів цінних паперів, так і для інвесторів. Для емітентів цінних паперів кредитні рейтинги є ефективним інструментом збільшення потенційних можливостей залучення інвестицій у розвиток бізнесу, позаяк сприяють підвищенню довіри інвесторів і кредиторів до цінних паперів емітента. Наслідком цього є зниження витрат при здійсненні за позичень, оскільки інституційні інвестори, як правило, не купують боргових зобов'язань, котрі не мають рейтингу, і згодні це зробити лише за умови високої дохідності, так званої «премії за невизначеність». Рейтинг допомагає впливати на сприйняття інвесторами кредитних ризиків і полегшує доступ на ринки капіталу навіть у складні періоди. Також діяльність рейтингових агентств супроводжується аналітичними коментарями, які сприяють підтриманню впевненості в учасників ринку.

Для інвестора рейтинги, обчислювані рейтинговими агентствами, допомагають скласти уявлення про інвестиційний клімат країни перебування емітента, самого емітента та його цінних паперів. Рейтинги для інвесторів є простим і зручним інструментом визначення кредитного ризику та премії за ризик. Для інституційних інвесторів кредитні рейтинги є інструментом системи моніторингу: зміни кредитних рейтингів можуть означати необхідність відповідного коригування інвестиційного портфеля.

За даними дослідження, проведеного Базельським комітетом з нагляду за банківською діяльністю, в світі існує близько 130 рейтингових агенцій. Вони умовно, залежно від рівня присутності в інших країнах, розподілені на три категорії: міжнародні, регіональні та національні. До міжнародних належать агенції «великої трійки»: Moody's, S&P, Fitch. Однак на цей статус претендують й інші агентства, серед яких A. M. Best (США), Japan Credit Rating, Agency Dominion Bond Rating Service (Канада). Регіональні агенції надають послуги з присвоєння рейтингів у певному регіоні. Такі агенції максимально адаптовані до врахування у своїй діяльності національних, політичних і економічних особливостей близьких за укладом і традиціями країн. Останніми роками спостерігається процес поглинання міжнародними рейтинговими агенціями інших рейтингових агентств, які потім входять до глобальної мережі.

Найвідомішими у світі агентствами, що надають послуги з присвоєння рейтингів і користуються найбільшою довірою серед учасників фондового ринку, є Standard & Poor's, Moody's Investors Services, Fitch Ratings. Рейтинги, присвоювані цими міжнародними агентствами, мають високу вартість, тому основними клієнтами їх є регіональні та муніципальні органи влади, банки та обмежене коло промислових підприємств і корпорацій.

В Україні найвідомішою серед рейтингових агенцій є компанія «Кредит-Рейтинг», створена 2001 року. Вона є єдиним уповноваженим ДКЦПФР українським рейтинговим агентством. Компанія регулярно висвітлює інформацію щодо наданих рейтингів, яка публікується на офіційному сайті та на сторінках часопису. Наявність національних рейтингових агенцій сприяє розвитку фондового ринку країни.

Серед російських рейтингових агенцій лідером є «Експерт РА», заснована 1997 року діловим журналом «Эксперт».

Рейтингові агентства пропонують велику кількість видів і типів рейтингів. З метою їх систематизації наведемо класифікацію рейтингів за різними ознаками.

За об'єктом рейтингування кредитні рейтинги можна поділити на:

1) кредитний рейтинг емітентів (позичальників): рейтинг держави (суверенний рейтинг) та індивідуальний кредитний рейтинг емітента;

2) кредитний рейтинг боргових зобов'язань.

Кредитний рейтинг емітентів (позичальників) — це поточний висновок, що характеризує рівень спроможності позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки та основну суму за борговими зобов'язаннями.

Залежно від того, кому надається кредитний рейтинг, можна вирізнити рейтинг держави (суверенний рейтинг) та індивідуальний кредитний рейтинг окремого емітента.

Кредитний рейтинг держави (суверенний рейтинг) отримують держави— емітенти боргових зобов'язань. Він є системою умовних показників оцінки можливості і готовності уряду країни погашати випущені боргові зобов'язання в національній та іноземних валютах відповідно до умов їх випуску. Суверенний рейтинг виступає важливим чинником при прийнятті іноземними інвесторами рішень щодо вкладання капіталу в економіку іншої країни. За обчисленням кредитного рейтингу держави розглядають політичні й економічні ризики. Показники політичного ризику відображають бажання країни-реципієнта платити за зобов'язаннями, а показники економічних ризиків — можливість платити за цими зобов'язаннями.

Методики обчислення кредитного рейтингу держави враховують такі аспекти:

а) політичні ризики (форма правління та політичні інститути, демократичність, можливість досягнення угоди в економічній політиці, інтегрованість у світову фінансову систему);

б) доходи та економічна структура (рівень життя, доходів і розподіл благ, належність економіки до ринкової, наявні ресурси);

в) прогноз економічного зростання (розмір і склад заощаджень та інвестицій, рівень економічного зростання);

г) гнучкість фіскальної політики (стан державного бюджету, ефективність податкової системи);

д) стабільність цін (тенденції цін, рівень зростання грошової маси та кредитів, рівень автономності центрального банку);

е) зовнішній борг і ліквідність (розмір і структура зовнішнього боргу, вартість обслуговування боргу, розмір і склад резервів та інших активів).

Окрім наведеного переліку при обчисленні кредитного рейтингу певної держави враховують різноманітні специфічні показники, що різняться залежно від рейтингового агентства.

Індивідуальний кредитний рейтинг емітента — це висновок про загальну кредитоспроможність юридичної особи. На відміну від кредитного рейтингу окремого боргового зобов'язання, він не враховує характеру й умов випуску конкретного зобов'язання, його статусу в разі банкрутства, гарантів, страховки та інших обставин, характерних для такого інструмента. При визначенні міжнародного індивідуального кредитного рейтингу позичальника, окрім його власних ділових та фінансових ризиків, враховують також ризики зовнішнього середовища та значення суверенного рейтингу держави, резидентом якої є підприємство-емітент. Така позиція зумовлена тим, що держава має дуже широкі можливості впливу на економічну й фінансову діяльність своїх резидентів, а її дефолт із дуже високою ймовірністю зумовлює дефолт приватних корпорацій.

Зокрема, за методикою міжнародної рейтингової агенції S&P, до складу чинників, що підлягають оцінюванню у рамках групи ризиків зовнішнього середовища, включають такі:

- рівень ефективності та прозорості правової системи;
- рівень стабільності системи оподаткування;
- рівень розвитку внутрішнього ринку капіталу та наявність можливостей щодо залучення капіталу на міжнародному фінансовому ринку;
- ймовірність різких коливань курсу національної валюти або її цілеспрямованої девальвації з боку держави;
- ймовірність упродовження додаткових обмежень у рамках внутрішньої державної економічної політики (обмеження експорту-імпорту, зміни в антимонопольному законодавстві, контроль за цінами тощо);
- ймовірність ліквідації тарифних і нетарифних бар'єрів, що захищають національних виробників від іноземної конкуренції, практики надання державних субсидій тощо;
- рівень корупції.

Кредитний рейтинг боргових зобов'язань — рейтинг, що характеризує рівень кредитного ризику за окремими борговими зобов'язаннями. Він являє собою поточне оцінювання кредитоспроможності боржника стосовно конкретної емісії. Кредитний рейтинг боргових зобов'язань надають державним облігаціям, муніципальним облігаціям, облігаціям та векселям підприємств та фінансових компаній, облігаціям та депозитним сертифікатам банків тощо.

Важливою умовою обчислення рейтингу боргових цінних паперів є наявність інформації про платоспроможність емітента цих цінних паперів, обсяг та структуру його боргу, стабільність його грошових потоків тощо.

До переліку показників, що їх враховують при обчисленні кредитних рейтингів, належать:

- коефіцієнти, що характеризують надійність емітента щодо повернення боргового зобов'язання (як співвідношення залученого та власного капіталу, відношення поточних активів до поточних пасивів, забезпеченість облігацій основним капіталом, чистими ліквідними активами тощо);

- забезпеченість зобов'язання заставою;
 - наявність грошового фонду для забезпечення регулярних відсоткових платежів за борговими цінними паперами;
 - стабільність компанії-емітента (якість управління компанією, коротко- та довгострокові перспективи прибутковості, її поточні доходи, доходи минулих періодів, репутацію компанії, характер галузі);
 - рівень регульованості компанії-емітента з боку державного та місцевого законодавства;
 - частка зовнішніх операцій у загальному обсязі операцій компанії;
 - надійність товарів чи послуг компанії-емітента з позицій сприйняття їх ринком.
- Залежно від рівня ризику непогашення заборгованості всі цінні папери поділяють на такі групи:

1. Папери найвищої якості, так звані «золоті» цінні папери. Вони є найменш ризикованими. Відсоткові ставки за ними захищені стабільною маржею, а повернення основної суми боргу гарантоване.

2. Папери дуже високої якості. Рівень їхнього рейтингу дещо нижчий, оскільки відсоткові платежі за ними не настільки захищені.

3. Папери високої якості, що є інвестиційно привабливими. Умови захисту відсоткових платежів і повернення основного боргу є достатніми, але існує ймовірність погіршення деяких показників у майбутньому.

4. Папери середнього класу. Гарантії відсоткових платежів і повернення основної суми боргу є адекватними на даний момент, але певні необхідні параметри захисту можуть бути відсутніми або погіршитися в майбутньому.

5. Папери нижчого та середнього класу, які використовують здебільшого зі спекулятивною метою. Захист відсоткових платежів і повернення основної суми боргу має обмежений характер і не може бути надійною гарантією в майбутньому.

6. Папери низької якості, тобто інструменти, що не належать до привабливих з інвестиційної точки зору.

7. Спекулятивні папери, які часто не погашаються.

8. Папери нижчої якості — інструменти, які мають надзвичайно низьку ймовірність погашення в майбутньому.

Рейтингові агентства, окрім названих рейтингів, можуть надавати рейтинги простих акцій, рейтинг корпоративного управління, рейтинги взаємних (інвестиційних), рейтинги фондів акцій, рейтинг фонду облігацій, рейтинг волатильності фонду, рейтинг ринкового ризику фонду.

Рейтинг простих акцій — оцінювання інвестиційних якостей простих акцій рейтинговими агентствами спрямоване на вимірювання потенціалу зростання курсу цінного папера. Вважається, що оскільки акції не асоціюються з надійними інвестиціями (вони неусталені в ціні, мають негарантований дохід, розмір дивідендів нефіксований), то й їхні рейтингові оцінки є недосконалыми. Оцінюванню підлягає чистий прибуток у розрахунку на одну акцію та дивідендна стабільність на основі розміру дивідендів за останні 20 років.

За рівнем надійності об'єкта рейтингування рейтинги поділяють на такі:

1. *Рейтинги інвестиційного рівня*, до яких належать цінні папери, емітенти яких мають сильні позиції щодо розрахунку за своїми зобов'язаннями [рейтинг

від AAA (Aaa) до BBB (Baa)]. Надійність таких цінних паперів забезпечується великими активами та високою нормою прибутку. Категорії AAA відповідає покриття відсоткових платежів прибутком у 15—20 разів, а найнижчої категорії в цьому класі — у 5—7 разів.

2. *Рейтинги спекулятивного рівня*, до яких належать цінні папери, для яких характерною є невпевненість щодо відсоткових платежів, основного боргу та стабільності курсу, а також цінні папери аутсайдерського класу, що належать емітентам, котрі перебувають на порозі банкрутства чи є банкрутами. Цей рейтинг також присвоюється нещодавно створеним компаніям.

Чим нижче рейтинг цінного папера, тим вище доводиться позичальникові піднімати їхню дохідність, збільшуючи премію за ризик.

За терміном прогнозу, на який поширюється кредитний рейтинг, виокремлюють:

- довгостроковий кредитний рейтинг (більш як рік);
- короткостроковий кредитний рейтинг (до одного року).

Залежно від бази порівняння та сфери діяльності рейтингового агентства можна вирізнити:

- міжнародні кредитні рейтинги;
- національні рейтинги.

Міжнародні рейтингові агенції надають *міжнародні кредитні рейтинги* емітентів чи окремих емісій, які оцінюють кредитоспроможність боржника чи можливості виконувати конкретні фінансові зобов'язання порівняно з аналогічними показниками інших осіб чи зобов'язань інших країн. Вони дають змогу порівнювати рівень кредитного ризику між позичальниками *незалежно від країни розташування*. Міжнародні кредитні рейтинги базуються на глобальній чи міжнародній порівняльній базі. Для порівняння частіше обирають країни в межах певного географічного регіону з аналогічними параметрами розвитку. Необхідність у міжнародних кредитних рейтингах виникає при виході на міжнародний фінансовий ринок.

Національні кредитні рейтинги (внутрішні) дають оцінку кредитоспроможності боржника чи можливості виконувати конкретні фінансові зобов'язання порівняно з аналогічними показниками інших позичальників чи зобов'язань у межах певної країни на внутрішньому ринку. Оскільки в разі присвоєння національних рейтингів акцент робиться на визначенні надійності емітентів та зобов'язань у межах однієї країни, результати національного рейтингу різних країн не підлягають порівнянню.

Тривалий час міжнародні рейтингові агенції дотримувалися правила, що суверенний рейтинг країни визначає верхню межу можливого міжнародного кредитного рейтингу емітентів цієї країни. Вітчизняні позичальники з огляду на невисокий суверенний рейтинг України не мали змоги отримати високий міжнародний кредитний рейтинг.

Для присвоєння рейтингів використовують різноманітні рейтингові значення та шкали. Значення кредитних рейтингів — це сполучення символів для позначення типу рейтингу за тією чи іншою методикою. Рейтингові шкали міжнародних рейтингових на верхніх рівнях майже ідентичні, відмінності виявляються в низьких градаціях рейтингової системи. Найпоширенішою є шкала Moody's,

яку згодом використали S&P та інші агентства. Наведемо таблицю зіставлення шкал рейтингових оцінок провідних рейтингових агенцій для акцій (табл. 3.3) та довгострокових облігацій (табл. 3.4).

Таблиця 3.3

ШКАЛА КРЕДИТНИХ РЕЙТИНГІВ ПРОСТИХ ТА ПРИВІЛЕЙОВАНИХ АКЦІЙ

Рейтингове оцінювання привілейованих акцій (Moody's)	Рейтингове оцінювання простих акцій (Standard & Poor's)	Значення індексу
aaa	A+	Найвища якість
aa	A	Висока якість
a	A-	Якість, вища за середню
ваа	B+	Середня якість
ва	B	Якість, нижча за середню
в	B-	Низька якість
саа, са, с	C-	Дуже низька якість

Таблиця 3.4

ШКАЛА КРЕДИТНИХ РЕЙТИНГІВ ДОВГОСТРОКОВИХ ОБЛІГАЦІЙ

Moody's	Standard & Poor's	Рівень надійності
Aaa	AAA	Найвищий рівень: максимальний захист, мінімальний ризик. Можливості щодо сплати боргу та відсотків дуже великі
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Високий: можливості емітента по сплаті боргу та відсотків дуже високі. Оцінені нижче попереднього рівня лише через можливість довгострокового ризику
A1 A2 A3	A+ A A-	Вище середнього: цінні папери привабливі, однак схильні до впливу певних чинників у довгостроковій перспективі
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Середній: на поточний момент адекватно захищені, але є ймовірність недостатньої надійності у перспективі
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	Ризиковий: середній рівень захищеності зі спекулятивними елементами. Майбутнє не може бути гарантоване. Погашаються своєчасно, проте є можливість затримки платежів
B1 B2 B3	B+ B B-	Спекулятивний: слабка захищеність у довгостроковій перспективі. Рівень захисту сильно змінюється залежно від умов економічного середовища
Ca1 Ca C	CCC CC C	Високоспекулятивний: нестабільність. На поточний момент є небезпека неповернення боргу чи несплати відсотків. Можлива відмова від платежів
SD	D	Потенційні банкрути. Емітент не в змозі виконати деяких зобов'язань

Рейтинги цінних паперів постійно оновлюються за результатами моніторингу діяльності емітента. Періодичність перегляду рейтингу залежить від багатьох чинників і політики різних рейтингових агентств. Вона коливається від одного разу на 3 роки до зміни рейтингу в будь-який момент при настанні непередбачуваних обставин, які суттєво впливають на стан емітента.

Підґрунтям побудови рейтингу цінних паперів є *рейтинговий аналіз*. Метою рейтингового аналізу є об'єктивне оцінювання кредитного ризику для визначення кредитного рейтингу. Головним завданням є прогнозування здатності та готовності позичальника сплатити в строк за своїми борговими зобов'язаннями. Вивчається здатність емітента генерувати грошові потоки в обсягах, достатніх для своєчасного погашення боргових зобов'язань за цінними паперами. Рейтинговий аналіз базується на визначенні майбутнього емітента відносно його платоспроможності та ймовірності банкрутства і включає дослідження зовнішніх ризиків, які безпосередньо не пов'язані з діяльністю емітента, та внутрішніх, зумовлених діяльністю самого емітента. Обов'язковому врахуванню підлягають такі суб'єктивні чинники, як репутація, якість менеджменту, вибір оптимальної маркетингової стратегії тощо.

Рейтинговий аналіз складається з двох основних компонентів. Перший зорієнтований на аналіз ділової активності та конкурентоспроможності, другий стосується фінансового аналізу.

Оцінювання фінансового стану здійснюють за фінансовими коефіцієнтами, порогові значення яких змінюються з року в рік. Процес складання рейтингу не обмежується перевіркою різних фінансових показників; враховуються інші чинники, які характеризують діяльність позичальника, і галузь, в якій він оперує.

З точки зору методології розрахунків при складанні рейтингів використовують два основні підходи: якісний (експертний) та кількісний, який передбачає формалізацію рейтингового оцінювання. Для визначення інтегрального рейтингу використовують метод бального оцінювання. Методи аналізу, які використовують рейтингові агентства різняться, хоча шкали кредитних ризиків майже збігаються.

Міжнародні рейтингові агентства працюють відповідно до Принципів діяльності рейтингових агентств (2003 рік) та Кодексу основних положень професійної етики агентств кредитних рейтингів IOSCO (2004 рік), затвердженого Міжнародною організацією Регуляторів ринків цінних паперів у 2004 році. У Російській Федерації Національною фондовою асоціацією у 2007 році був розроблений і затверджений єдиний Кодекс професійної етики російських рейтингових агентств. В Україні рейтингові агенції теж розробили кодекси діяльності відповідно до вимог згаданих документів. Ухвалення єдиного кодексу для всіх українських рейтингових агентств ускладнюється монополізмом у сфері рейтингування, що негативно впливає на об'єктивність та якість послуг і стримує розвиток системи рейтингування.

Серед найважливіших принципів діяльності рейтингових агенцій можна виокремити: *незалежність* — кредитний рейтинг є незалежною думкою рейтингового агентства з приводу конкурентоспроможності клієнта; *публічність аналітичних критеріїв* — найважливіша практика, що дає інвесторам повне уявлення

про методики інформаційно-аналітичних агенцій у процесі оцінювання ризиків; *колегіальність* — процедура ухвалення рішення, що сприяє вможливленню маніпуляцій думкою аналітиків, відповідальних за аналіз того чи іншого емітента; *інтерактивність* — принцип, за яким побудовано взаємодію з емітентом у процесі присвоєння рейтингу і подальшого спостереження. Інтерактивність передбачає регулярні зустрічі з керівництвом емітента і постійний інформаційний контакт, що дає змогу оперативно реагувати на зміни в управлінні компанії та її фінансовому стані.

Принципи спрямовані на покращення захисту інвесторів, ефективність та прозорість ринків цінних паперів і зниження системного ризику.

Вітчизняним рейтинговим агентствам рекомендується дотримуватися значень кредитних рейтингів за національною шкалою, яка дає змогу оцінити кредитний ризик позичальника — регіону, органу місцевого самоврядування, суб'єкта господарювання, а також окремих боргових інструментів.

З огляду на те, що кредитні рейтинги є найточнішим індикатором рівня кредитоспроможності позичальника, інвестори й аналітики намагаються відстежувати їхні зміни. Вважається, якщо компанія має високий кредитний рейтинг, у неї не може бути дефолту. Це підтверджується статистикою, накопиченою міжнародними рейтинговими агентствами. Доведено, що існує пряма залежність імовірності дефолту від рівня кредитного рейтингу. Для найвищих рейтингів інвестиційної категорії (AAA та AA) така ймовірність дуже мала — середня частота дефолтів за 10 років коливається в межах від 0,4 % до 0,7 %. Чим нижчим є рейтинг, тим вища можлива частота дефолтів. Ризики значно збільшуються стосовно рейтингів спекулятивної категорії. Наприклад, для категорії CCC частота дефолта становить вже 55 %.

Слід констатувати, що міжнародні рейтингові агентства недооцінили ризики, пов'язані з іпотечними цінними паперами, і не встигли відкоригувати свої рейтингові оцінки. Це призвело до величезних втрат банків і фінансових компаній.

Ознайомитися з діяльністю рейтингових агенцій можна на їхніх веб-сторінках:

Міжнародне рейтингове агентство Fitch Ratings — <http://www.fitchratings.com>

Міжнародне рейтингове агентство Moody's — <http://www.moody's.com>

Міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's — <http://www.standardpoors.com>

Рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг» — <http://www.credit-rating.com.ua>

Резюме за змістом розділу

Цінні папери — це стандартизовані фінансові інструменти, важливою ознакою яких є можливість вільного обігу на ринку. Тобто вони можуть виступати об'єктом для операцій купівлі-продажу, обміну, дарування, застави тощо. За допомогою цінних паперів одні утримують можливість залучати додаткові ресурси для розвитку бізнесу, інші — розміщати наявні ресурси з метою отримання

мання доходу. Перші — це емітенти цінних паперів, які випускають цінні папери в обіг і беруть на себе певні зобов'язання, другі — це інвестори, які купують ці цінні папери й отримують певні майнові та немайнові права.

Залежно від типу зобов'язань емітентів і прав інвесторів цінні папери поділяють на два важливі види: пайові та боргові. В основі пайових лежать відносини власності, а боргових — відносини позики. Отже цінні папери класифікують за різними ознаками, вони мають чимало різновидів.

У плані портфельного інвестування цінні папери виступають об'єктом інвестування. Зорієнтуватися інвестору в розмаїтті цінних паперів допомагають рейтингові оцінки цінних паперів, що їх надають рейтингові агенції. Значення рейтингів полягає у визначенні ризику, який містить у собі той чи інший цінний папір. Рейтингова оцінка цінного папера тим вища, чим вищою є здатність емітента виконати свої зобов'язання.

Оскільки різні види цінних паперів мають різні інвестиційні якості, інвестор має чітко усвідомлювати мету здійснення портфельних інвестицій. Якщо на меті є збереження капіталу, слід спрямувати кошти в державні цінні папери. У разі спрямованості на зростання капіталу перевагу віддають акціям та облігаціям підприємств. Слід пам'ятати, що важливою характеристикою цінних паперів є ліквідність, тобто здатність їх швидко перетворюватися на грошову форму без значних втрат.



Терміни та поняття

цінні папери, пайові цінні папери, боргові цінні папери, акція, інвестиційний сертифікат, облігація, казначейські зобов'язання, ощадні (депозитні) сертифікати, вексель, волатильність, дефолт, кредитний рейтинг, ліквідність цінного папера, безпека вкладень, зростання капіталу, консолідація, дроблення цінного папера



Запитання для перевірки знань

1. Які цінні папери емітують українські емітенти згідно із Законом України «Про цінні папери і фондовий ринок»?
2. У чому полягає різниця між основними і похідними фінансовими інструментами?
3. Як групують цінні папери за інвестиційними якостями?
4. Які цінні папери варто купувати з метою зниження ризику?
5. З якою метою емітенти здійснюють дроблення та консолідацію акцій?
6. Які інвестиційні характеристики має акція?
7. За якими якостями здійснюють оцінювання акцій?
8. За рахунок яких джерел інвестор отримує дохід за акцією?
9. У якому вигляді можуть виплачуватися дивіденди акціонером?

10. Який варіант виплати дивідендів найбільшою мірою влаштовує інвестора?
11. За якими параметрами оцінюють інвестиційні якості акцій?
12. Які відмінності існують між простими та привілейованими акціями?
13. На які групи поділяють акції в міжнародній практиці?
14. Які цінні папери іпотечного ринку Вам відомі?
15. З якою метою компанії здійснюють емісію облігацій?
16. За якими параметрами оцінюють облігації?
17. Як класифікують облігації?
18. Які доходи може отримати інвестор за облігацією?
19. За якими параметрами оцінюють інвестиційні якості облігацій?
20. Як змінюється дохідність облігацій залежно від надійності емітента і терміну погашення?
21. Які вигоди компанії надає емісія облігацій порівняно з іншими джерелами інвестиційних ресурсів?
22. Що відрізняє вексель від інших цінних паперів?
23. Які операції можна здійснювати за допомогою векселів?
24. З якою метою випускають казначейські зобов'язання держави?
25. Для чого потрібні рейтинги інвестиційних якостей цінних паперів?
26. Які міжнародні рейтингові агенції оцінювання інвестиційних якостей цінних паперів Вам відомі?



Тестові завдання

(кілька правильних відповідей)

Тест 1. Цінний папір — це:

- 1) документ;
- 2) сукупність прав;
- 3) річ;
- 4) рухоме майно;
- 5) нерухоме майно.

Тест 2. Кумулятивні акції — це:

- 1) прості акції, які дають право на кумулятивну систему голосування на загальних зборах акціонерів;
- 2) привілейовані акції, за якими невиплачений дивіденд накопичується та в подальшому виплачується повністю;
- 3) прості та привілейовані акції, які забезпечують обрання свого представника в Спостережувальну раду акціонерного товариства.

Тест 3. Українське законодавство емітувати конвертовані облігації:

- 1) дозволяє;
- 2) забороняє.

Тест 4. Акції конкретний термін обігу:

- 1) мають;
- 2) не мають.

Тест 5. Конвертовані облигації — це облигації, які:

- 1) можуть бути обмінені на акції;
- 2) забезпечують отримання доходу у вільноконвертованій валюті;
- 3) забезпечують індексацію номіналу відповідно зі змінами курсу національної валюти до вільноконвертованої.

Тест 6. Добуток курсової вартості акцій акціонерного товариства на кількість акцій цього АТ, що обертаються, показують:

- 1) ринкову вартість акціонерного товариства;
- 2) власний капітал акціонерного товариства;
- 3) статутний капітал акціонерного товариства.

Тест 7. Капіталізація ринку цінних паперів — це:

- 1) ринкова вартість цінних паперів усіх компаній, які входять до лістингу;
- 2) середня величина всіх компаній, які входять до лістингу;
- 3) сукупність компаній, які входять до лістингу.

Тест 8. Номінальна вартість акцій, придбаних акціонерами, становить:

- 1) власний капітал АТ;
- 2) статутний капітал АТ;
- 3) ринкову вартість АТ.

Тест 9. Нарахування відсотків за облигаціями здійснюється:

- 1) після нарахування дивідендів за привілейованими акціями;
- 2) після нарахування дивідендів за простими акціями;
- 3) до нарахування дивідендів за привілейованими акціями;
- 4) до нарахування дивідендів за простими акціями.

Тест 10. Частка привілейованих акцій не має перевищувати ___ % статутного фонду акціонерного товариства:

- 1) 5;
- 2) 10;
- 3) 25;
- 4) 50.

Тест 11. Первинний ринок цінних паперів:

- 1) де обертаються раніше емітовані цінні папери;
- 2) поділяється на ринок капіталів та ринок кредитів;
- 3) на якому відбувається початкове розміщення цінних паперів серед інвесторів.



Типові задачі

1. Інвестор має у власності 300 акцій, вартість яких становить 120 грн за акцію. Скільки акцій він матиме, якщо фірма оголосить про спліт (дроблення) 3 : 1? Як, на Вашу думку, зміниться ринкова вартість акцій після спліту?

2. Якщо курс акції на ринку становить 110 %, то її номінал вище чи нижче ринкової вартості цієї акції?

3. Якщо облігація номіналом 200 грн має курс 90 %, то яка її ринкова вартість?

4. Визначте балансову вартість акції компанії, сукупні активи якої становлять 15 млн грн, довгострокові і короткострокові зобов'язання — 10 млн грн, привілейованих акцій випущено на суму 2 млн грн, а простих — на 1 млн грн номіналом 100 грн. Поясніть, про що свідчить невідповідність номінальної вартості балансовій?

5. За даними фінансової звітності компанії визначте балансову вартість акцій. Компанія випустила 200 тис. акцій.

Актив	тис. грн	Пасив	тис. грн
Основні фонди	114	Статутний капітал	100
Фінансові інвестиції	25	Нерозподілений прибуток	23
Товарно-матеріальні запаси	30	Резервний фонд	2
Дебіторська заборгованість	21	Довгострокова заборгованість	50
Гроші в касі та на р/р	10	Короткострокова заборгованість	48
Валюта балансу	200	Валюта балансу	200



Завдання для індивідуальної роботи

Розглянути види цінних паперів, що їх вирізняють у світовій та вітчизняній теорії та практиці. Здійснити порівняння цінних паперів між собою та зробити висновки стосовно можливості використання кожного в інвестиційному процесі. Порівняння здійснювати за такими критеріями: 1) емітент; 2) мета та умови емісії; 3) особливості обігу; 4) напрям використання; 5) особливості реєстрації.

Для порівняння слід використати інші ознаки, які обрані самостійно, але з урахуванням специфіки цінних паперів. Загальна кількість обраних ознак (критеріїв) для порівняння, враховуючи запропоновані, — 10 ознак. Результати звести в таблицю.



Рекомендована література

1. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций. — 4-е изд.: Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. — 984 с.
2. Гаршина О. К. Цінні папери : Навч. посібник / О. К. Гаршина; Донбаська держ. машинобудівна акад. — К.: Центр навчальної літератури, 2006. — 128 с.
3. Маслова С. О. Фінансовий ринок : Навч. посібник / С. О. Маслова, О. А. Опалов. — К.: Каравела, 2008. — 288 с.
4. Миркин А. Я. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
5. Пересада А. А., Коваленко Ю. М. Фінансові інвестиції. — К.: КНЕУ, 2006.
6. Цінні папери в Україні : Навч. посібник / В. І. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язюк; Державна академія статистики, обліку та аудиту, Тернопільська академія народного господарства. — К.: Кондор, 2009. — 400 с.
7. Чесноков В. В. Фінансові інструменти : Навч. посібник / В. Л. Чесноков. — К.: Центр навчальної літератури, 2008. — 288 с.
8. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : Навч. посібник. — К.: Знання-Прес, 2008.



4.1. *Сутність та характеристика ринку деривативів (строкового ринку, ринку похідних фінансових інструментів)*

4.2. *Характеристика похідних фінансових інструментів портфельного інвестування*

4.3. *Інвестиційні можливості з використанням похідних фінансових інструментів у портфельному інвестуванні*

◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**

- сутність та функції ринку похідних фінансових інструментів;
- особливості проведення операцій із похідними фінансовими інструментами на біржовому та позабіржовому ринках;
- хто є основними суб'єктами ринку похідних фінансових інструментів та їхнє призначення;
- сутність та види похідних фінансових інструментів (ф'ючерсних контрактів, форвардів, опціонів, свопів);
- особливості обігу похідних фінансових інструментів в Україні,

◆ **а також УМІТИ:**

- формувати цілі інвестора на ринку деривативів (хеджування, спекуляція, арбітраж);
- обирати похідні фінансові інструменти відповідно до цілей інвестора;
- визначати ціну реалізації деривативів, зокрема опціонів;
- визначати механізм ціноутворення похідних фінансових інструментів;
- аналізувати основні тенденції розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні.

**4.1. СУТНІСТЬ ТА ХАРАКТЕРИСТИКА РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ
(СТРОКОВОГО РИНКУ, РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ
ІНСТРУМЕНТІВ)**

Найголовнішою метою кожного інвестора є максимізувати свої доходи і при цьому мінімізувати ризики. Саме завдяки потребі мінімізувати ризики й виникли похідні фінансові інструменти. Присутність похідних фінансових інструментів у складі інвестиційного портфеля може свідчити про його ризикований ха-

рактер. Маючи застережливі наміри, інвестор не тільки зберігає авансований капітал, а й підтримує рівень дохідності на прийнятному рівні.

Щоб схарактеризувати похідні фінансові інструменти, визначимо їхню сутність. Так, згідно з Міжнародними стандартами фінансового обліку [МСФЗ (IAS) 39], **похідний фінансовий інструмент** — це фінансовий інструмент, що має такі характеристики:

- його вартість змінюється залежно від змін визначеної відсоткової ставки, ціни фінансового інструмента, ціни товару, обмінного курсу, індексу цін, курсу кредитного рейтингу чи кредитного індексу чи іншої змінної (яку іноді називають базовою), за умови, якщо ця змінна має нефінансовий характер, то вона не є специфічною для будь-якої зі сторін угоди;
- не вимагає початкових чистих інвестицій або вимагає менших початкових чистих інвестицій, ніж ті, що знадобилися для інших типів контрактів, які мають подібну реакцію на зміни ринкових умов;
- розрахунки за ним здійснюються у майбутньому.

«Похідність» інструмента характеризує та обставина, що ціна похідних фінансових інструментів визначається на підставі цін товарів, валюти, цінних паперів, що становлять їхню базу — базовий актив. Вважаємо за потрібне на цьому етапі вивчення теми ввести також поняття «дериватив». Зауважимо, що не існує чіткої позиції стосовно тотожності понять «похідні фінансові інструменти» та «деривативи». На наш погляд, ці поняття різні, оскільки похідний фінансовий інструмент є ширшим за суттю, ніж дериватив. Наведена табл. 4.1 класифікація похідних фінансових інструментів доводить це.

Таблиця 4.1

КЛАСИФІКАЦІЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

Види фінансових інструментів	Підвиди фінансових інструментів
Деривативи	<ul style="list-style-type: none"> • Ф'ючерсні контракти • Форвардні контракти • Опціони • Варанти • Свопи • Депозитарні розписки • Лінійні синтетичні цінні папери • Іпотечні деривативи • Колари • Флори • Кепи
Гібридні інструменти	<ul style="list-style-type: none"> • Індексовані облігації • Конвертовані облігації • Конвертовані привілейовані акції • Покриті опціонні цінні папери • Іпотечні цінні папери • Облігації з опціонами на катастрофи • Опціони на поведінку менеджменту • Облігації з варантами FX • Облігації з набором відсоткових опціонів

Отже, **дериватив** — це, по-перше, похідний фінансовий інструмент; по-друге, в ньому встановлено умови проведення операцій з базовим активом, вартість якого лежить в основі похідного фінансового інструмента, не потребує початкових інвестицій та є ефективним інструментом зниження й перерозподілу ризиків. Звертаючись до наведеної класифікації, наголосимо: і деривативи, і гібридні інструменти використовують у портфельному інвестуванні. Проте природа деривативів свідчить про їхнє основне призначення — мінімізація ризиків; тоді як гібридні інструменти частіше використовують для максимізації доходу. У цьому розділі робиться наголос на вивчення способів мінімізації ризиків у портфельному інвестуванні, тому будемо розглядати лише найпоширеніші деривативи.

Оскільки деривативи — це похідні інструменти, то й ризики, пов'язані з торгівлею ними, залежать від того, в якому стані перебуває базовий актив. Ризики потребують постійного моніторингу, адже доходи чи збитки можуть бути дуже суттєвими.

Якщо інвестор укладає **ф'ючерсний контракт**, то ціну буде зафіксовано вже на момент його виконання. Ф'ючерсний контракт — стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, із фіксацією цін на момент укладання зобов'язань сторонами контракту. Товар, на який укладається строковий контракт, називають базовим активом.

Ф'ючерсні контракти укладають тільки на біржі, причому умови їхнього укладання є стандартними на кожній біржі й зумовлюються біржею для кожного виду активу. Ф'ючерси є стандартизованими за всіма параметрами, крім ціни. Вона узгоджується в процесі відкритої торгівлі в біржовому залі. Виконання ф'ючерсного контракту гарантується біржею (кліринговою палатою). Ф'ючерсні угоди завжди знеособлені. Після укладання контракту сторонами (суб'єктами) угоди стають не продавець і покупець, а продавець і клірингова палата з одного боку, покупець і клірингова палата — з іншого боку. Власник ф'ючерсного контракту має право продати його впродовж терміну дії іншим особам.

Ф'ючерсні контракти можуть бути фінансовими (основу яких становлять різні фінансові інструменти — державні цінні папери, валюти тощо) і товарними, базисними активами яких є реальні товари.

Якщо порівнювати їх із первинними цінними паперами, можна виокремити переваги та недоліки (табл. 4.2).

Усі угоди з ф'ючерсними контрактами здійснюються через клірингову палату біржі, яка реєструє кожен контракт і проводить кліринг. Тому при укладанні контракту немає необхідності перевіряти фінансовий стан контрагента, його платоспроможність незалежно від усіх обставин виконання контракту гарантована біржею в особі її розрахункової палати. Особа, що з дозволу біржі підписує і продає контракт (продавець), бере на себе зобов'язання *поставити* у певний термін зазначений у контракті актив і отримати за нього певну суму. Ця особа посідає *коротку позицію*.

Особа, яка купує цей контракт (покупець), бере на себе зобов'язання *прийняти* даний актив і заплатити за нього в зазначений термін певну суму, вона посідає

довгу позицію. При відкритті позиції контрагенти зобов'язані внести на рахунок розрахункової палати певну суму як гарантійний внесок або застава. Ця застава — початкова або операційна маржа.

Таблиця 4.2

**ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ Ф'ЮЧЕРСІВ
ПОРІВНЯНО З ПЕРВИННИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> — вартість операцій із ф'ючерсами значно нижча; — ф'ючерсні контракти мають вищу ліквідність; — операції з ф'ючерсами можна виконати швидше; — ф'ючерси широко використовують для хеджування цінних ризиків; — контракти є знеособленими; після укладання контракту другою стороною для кожного учасника угоди виступає клірингова палата біржі; — виконання й усі розрахунки за ф'ючерсними контрактами гарантуються біржею та кліринговою палатою 	<ul style="list-style-type: none"> — неможливість поставки активів або товарів в іншій кількості або в іншому місці, ніж передбачено контрактом на даний актив; — на біржі може бути відсутнім ф'ючерсний контракт на необхідний у цей момент актив; — найчастіше метою цих угод є не поставка даного активу, а хеджування позицій учасників угоди або спекуляція, гра на різниці цін. У світовій практиці не більше 3—5 % укладених контрактів завершуються реальною поставкою активів, а інші угоди закриваються (ліквідуються) за допомогою офсетних (протилежних) угод

Урегулювання ф'ючерсних контрактів або закриття позиції за ними можливе двома способами: шляхом укладання зворотної (офсетної) угоди та шляхом поставки обумовленого в контракті активу.

Для врегулювання шляхом укладання *офсетної* угоди її учасник має дати брокерові наказ на здійснення такої угоди. Особа, що володіє контрактом, дає наказ на продаж цього ф'ючерсного контракту, особа, яка продала контракт, дає наказ на покупку такого самого контракту.

Усі офсетні угоди можуть бути виконані лише до кінця періоду поставки (терміну обігу контракту).

Форвард (форвардний контракт) — договір (похідний фінансовий інструмент), за яким одна сторона (продавець) зобов'язується у визначений певний договором термін передати товар (базовий актив) іншій стороні (покупцеві) або виконати альтернативне грошове зобов'язання, а покупець зобов'язується прийняти й оплатити цей базовий актив, і (або) якщо за умовами договору у сторін виникають зустрічні грошові зобов'язання в розмірі, що залежить від значення показника базового активу на момент виконання зобов'язань, сплатити у порядку і впродовж терміну або в термін, установлений договором.

Форвардні контракти укладають поза біржею. Такі угоди є твердими, тобто обов'язковими для виконання двома сторонами, що беруть участь у контракті. Предметом угоди за форвардними контрактами, як і за ф'ючерсними, можуть виступати різні активи: товари, цінні папери, валюта тощо (табл. 4.3). Для форвардних валютних операцій розроблено стандартні терміни виконання контрактів: 1, 2, 3, 6 і 12 місяців.

Таблиця 4.3

ОСНОВНІ ВІДМІННОСТІ МІЖ Ф'ЮЧЕРСНИМИ ТА ФОРВАРДНИМИ КОНТРАКТАМИ

Критерії	Форвард	Ф'ючерс
1. Розмір поставки	Узгоджується покупцем і продавцем	Стандартизований біржею
2. Термін поставки	Настає через термін, обумовлений сторонами при укладанні контракту	Стандартизований біржею
3. Якість товару	Узгоджується покупцем і продавцем. Товар іншої якості продається відповідно зі знижкою або премією	Стандартизована біржею, відхилення від стандарту вкрай невеликі
4. Ціна активу (товару)	Узгоджується покупцем і продавцем	Визначається в процесі відкритого торгу на біржі
5. Виконання контракту	Контракт завершується поставкою наявного активу	Найчастіше контракт ліквідується протилежною угодою
6. Гарант угоди	—	Клірингова палата біржі
7. Регулювання угод	Норми центрального банку за валютними форвардних контрактах; національне законодавство	Законодавство про ф'ючерсну торгівлю (про операції з деривативами)
8. Публікація інформації з угод	Необов'язкова й обмежена	Обов'язкова, провадиться біржею
9. Торгівля	Позабіржова, рідко біржова	Тільки біржова
10. Можливість дострокового закриття позиції	Найчастіше немає або істотно ускладнення	Є, шляхом укладання протилежної угоди
11. Доступність	Не є загальнодоступним	Рівна доступність професійним і непрофесійним учасникам ринку
12. Розрахунки	По завершенні терміну дії контракту	Проводяться біржею щодня за результатами торгів
13. Додаткові вимоги й витрати	Комісійні платежі, якщо угода укладається через посередника	У розрахункову палату вносяться гарантійні депозити (початкова маржа). Платяться комісійні, біржові збори
14. Ліквідність	Низька	Висока
15. Ризик зриву поставки	Є	Відсутній, поставка гарантується біржею

Форвард може бути розрахунковим (безпоставним) або поставним. Розрахунковий форвард не завершується поставкою базового активу. Поставний форвард завершується поставкою базового активу й повною оплатою на умовах угоди (договору).

Опціонний контракт — це такий дериватив, який дає право, але не зобов'язання купити (опціон «call») або продати (опціон «put») певний базовий інструмент чи актив за визначеною ціною на визначену майбутню дату чи до її настання.

Особливості укладання опціонних угод. Такі контракти укладаються між двома суб'єктами: інвестором або покупцем контракту та емітентом або продавцем (іноді цих учасників угоди називають надписувальником опціону). Емітент — особа, яка відповідно до опціону зобов'язується продати або купити базовий актив опціону в обговорений у контракті термін. Покупець опціонного контракту — особа, яка відповідно до опціону має право (але не обов'язок) купити (продати) базовий актив опціону в обговорений у контракті термін.

Опціон є цінним папером на пред'явника, що дозволяє здійснювати його вільний перепродаж без індосамента й без зміни умов контракту. Термін дії опціонного контракту, або строк виконання, вказують у контракті, і це може бути 3, 6, або 9 місяців від дня емісії контракту. Це фіксована дата, яка встановлюється біржовими правилами. Такий контракт є оборотним, тобто покупець не бере на себе зобов'язання здійснити зазначену операцію за будь-яких умов, але для продавця цей контракт є обов'язковим. Претензії стосовно неналежного виконання або невиконання зобов'язань опціонного контракту можуть пред'являтися винятково емітентові опціону. Опціон може бути проданий без обмежень іншим особам упродовж терміну його дії.

Покупець опціону сплачує його продавцеві премію за придбане право скористатися опціоном на певних умовах. Саме в цьому й полягає основна відмінність опціонів від інших видів контрактів — вони дають право, а не зобов'язання його покупцеві купити/продати актив. Тим часом продавець опціону зобов'язаний виконати умови опціонного контракту.

Ціна реалізації (ціна-страйк) — це ціна, за якою власник опціону може купити (продати) базовий актив. Ринкова ціна за базовим активом у конкретний момент називається *ціною-спот*.

Ціну реалізації опціону слід відрізнити від ціни контракту (ціни опціону). Вона називається премією. Премія має дві складові: внутрішню вартість і часову вартість.

Поділ опціонів на «call» і «put» дає підставу для виокремлення базових принципів ціноутворення цього похідного інструмента. Ключовим моментом тут, як уже зазначалося, є внутрішня і часова вартості, що лежать в основі опціонної премії.

Внутрішня вартість визначається як позитивна різниця між ціною-спот і ціною-страйк базового активу та сплачена премія для опціону «call» і між ціною-страйк і ціною-спот плюс сплачена премія для опціону «put». У цьому разі кажуть, що опціон «при грошах». У разі негативного результату і в першому, і в другому варіанті опціон не матиме внутрішньої вартості й називатиметься опціоном «без грошей».

Часова вартість відбиває рівень ризику придбання опціоном внутрішньої вартості від сучасного моменту до моменту *експірації* — терміну завершення контракту. Залежність рівня ризику від часу очевидна: чим більше часу залишається до завершення терміну дії опціону, тим більшою є ймовірність того, що зросте ризик збільшення внутрішньої вартості опціону.

Метою власників (покупців) опціону на покупку («call») є:

1. Прагнення отримання доходу при зростанні цін на акції без вкладання великих сум. Ризик втрат обмежується розміром премії (трейдер грає на підвищення, сподівається, що ціна-спот виявиться вищою за ціну-страйк. Дохід зменшується на розмір виплаченої премії. У зворотній ситуації можна відмовитися від угоди, але тоді трейдер втрачає премію).

2. Можливість покупки цінних паперів через визначений термін за певними цінами із фіксованим розміром оплати наприкінці обраного строку, якщо в момент висновку контракту немає достатніх коштів.

Метою емітентів опціонів на покупку («call») є:

1. Прагнення до отримання доходу при зниженні цін на базисний актив (емітент сподівається, що ціна на актив буде нижчою, ніж ціна виконання; власник опціону відмовиться його виконувати і премія залишиться емітентові — грає на зниження).

2. Прагнення підвищення доходності акцій, які є на руках, навіть у разі падіння цін на них за рахунок отримання премії. Опціон дає дохід.

Метою покупців (власників) опціонів на продаж («put») є:

1. Прагнення отримання доходу при зниженні ціни на акції. Власник опціону на продаж грає на зниження й розраховує, що до дня X ціна-спот упаде нижче рівня ціни-страйк; далі він купує на ринку акції за ціною спот і продає їх по опціону за ціною-страйк. Його витрати — виплачена раніше премія.

2. Страхування від ризику знецінювання капіталу в разі падіння цін.

Метою емітента опціону на продаж («put») є:

1. Прагнення збільшення доходів від цінних паперів за ймовірного зростання цін. Якщо власник опціону «put» відмовиться від угоди (ціна-страйк нижча за ціну-спот), це означає, що він грає на підвищення.

2. Емітент дістає додатковий дохід у вигляді премії, у результаті придбані акції виявляться дешевшими на суму премії.

У міжнародній практиці опціони класифікують за такими ознаками:

1) *за терміном виконання*: американський, європейський, азійський типи опціонів. Американський опціонний контракт може бути виконаний власником упродовж усього часу від моменту покупки. Європейський тип опціонів може бути виконаний тільки після завершення терміну. Азійський виконується за середньозваженою ціною за весь період дії опціону впродовж усього часу від моменту покупки;

2) *за характером вигоди*: при грошах, без вигоди, без грошей;

3) *залежно від наявності страхування*: покриті, непокриті;

4) *за характером виконання*: «put», «call»;

5) *за характером фінансового базового активу*: на індекси, на ф'ючерсні контракти, варанти, валютні опціони.

Похідний фінансовий інструмент називається **варантом**, якщо він засвідчує право його власника на покупку цінних паперів, що випускаються емітентом за встановленою ціною («ціна підписки»), у певний термін до дати експірації або в цю дату.

Особливості укладання варантних угод. Варант є складовою іншого цінного папера, але може відокремлюватися й обертатися на ринку самостійно. Ціна, за якою варант може бути обмінений на новий цінний папір, називається *ціною*

виконання. Базовими активами варанта можуть бути акції й облігації, при цьому емітентом варантів має бути емітент базових цінних паперів. Варанти технічно випускаються емітентом за умови достатності розміщеного до випуску капіталу для забезпечення майбутньої емісії базових цінних паперів. У цьому полягає основна відмінність між опціонами і варантами, оскільки перші емітуються виходячи з рішення сторін опціонної угоди.

Незважаючи на цей факт, варанти дуже схожі з опціонами, а тому мають аналогічну модель у ціноутворенні. Відмінність полягає у строках обігу: як правило, варанти мають триваліші терміни, ніж опціони, тож їхня часова вартість значно більша, ніж внутрішня. Часова вартість знижується дуже повільно від початку існування варанта, але різко знижується в останні дні терміну його дії (приблизно 2—3 тижні). І справді, варант із дуже високою внутрішньою вартістю може мати дуже малу або нульову часову вартість, отже, його ціна буде змінюватися пункт у пункт зі зміною ціни базового активу. Тим часом між цими двома інструментами такої тісної кореляції не спостерігається. У цьому й виявляється ефект фінансового важеля для варантів.

Цей ефект доцільно найкраще розглянути на конкретному прикладі. Припустимо, ціна акції 100 у.о., ціна виконання варанта 110 у.о., ціна варанта 20 у.о. Тобто фактично ціна покупки варантного права:

$$110 + 20 = 130 \text{ у.о.}$$

Нехай інвестор має 1000 у.о., тоді він може або купити 10 акцій по 100 або 50 варантів по 20 у.о.

Якщо ціна акції підніметься до 130 у.о., то ціна варанта може збільшитися вдвічі, бо в цьому разі до попередньої ціни варанта додається різниця між спотовою ціною базової акції й ціною підписки за варантом, отже:

$$20 + (130 - 110) = 30 \text{ у.о.}$$

Таким чином, у першому випадку при покупці акцій інвестор матиме дохід у розмірі 30 %, а в другому — 100 %, при цьому коефіцієнт фінансового важеля 3,3 до 1.

Однак, як і у випадку з опціоном, при зниженні ціни акції збитки інвестора за варантами могли б виявитися більшими: більш ніж утричі порівняно з інвестиціями в акції.

Свопи — угоди з обміну активів і пасивів на аналогічні активи або пасиви з метою пролонгації чи скорочення строків погашення, або з метою підвищення чи зниження відсоткової ставки, щоби максимально збільшити доходи або мінімізувати витрати фінансування. Розрізняють такі види свопів:

- валютний своп — угода з обміну зазначеного обсягу однієї валюти на іншу валюту на певну майбутню дату або на певні майбутні дати;
- облігаційний своп — придбання одних облігацій із одночасним продажем інших при зміні ринкової кон'юнктури;
- своп відсоткових ставок — обов'язкова угода між сторонами про обмін регулярними відсотковими виплатами за деякою умовною основною сумою кредитного зобов'язання;

• **свопціон** — опціон на своп відсоткових ставок. Покупець свопціона отримує право укласти угоду про своп відсоткових ставок на певну дату в майбутньому. В угоді на свопціон вказують, чи буде покупець свопціона отримувачем фіксованого курсу або його платником. Продавець свопціона стає протилежною стороною у свопі, якщо його покупець вирішує реалізувати своє право.

Депозитарні розписки — документи, які випускаються іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства.

Лінійні синтетичні цінні папери — лінійна комбінація двох чи більше первинних інструментів на ринку.

Іпотечні деривативи — похідні фінансові інструменти, базовим активом яких є іпотечні цінні папери.

Флори — є серією європейських опціонів call, які дають право їхньому власникові інвестувати грошові кошти під плаваючу ставку, не нижчу від визначеної в угоді мінімальної ставки «флор». Встановлення мінімальної ставки інвестування захищає власника «флор» від падіння ставок на ринку.

Кепи — серія європейських опціонів put, які дають їхньому власникові право на отримання кредиту з попередньо встановленим максимальним рівнем відсоткової ставки «кеп». Чим ближче поточні відсоткові ставки до ставки «кеп», тим більшою буде премія, яка сплачується позичальником продавцеві. Угода «кеп» захищає позичальника, який залучає кошти під плаваючу відсоткову ставку, від підвищення відсоткових ставок на ринку.

Колари, як і «кепи», застосовують для захисту позичальника в умовах плаваючих ставок, проте вони мають меншу вартість, ніж угода «кеп». Стратегія «колар» полягає в одночасному продажу контракту «флор» та купівлі контракту «кеп». При цьому ставка «кеп» встановлюється на рівні, вищому від поточних ринкових ставок, а ставка «флор» — на нижчому. Вартість угоди «колар» для позичальника визначається різницею між премією, сплаченою при купівлі «кепу», та премією, отриманою при продажу «флор». Як і прямиий «кеп», «колар» захищає позичальника від підвищення ставок вище за встановлену ставку «кеп». Водночас власник «колар» зазнає збитків при падінні ринкових ставок нижче ставки, встановленої в угоді «флор». При цьому власник «колар» сплачує покупцю «флор» різницю між нижчою ринковою ставкою та ставкою «флор», зафіксованою в контракті.

Обіг деривативів в Україні. В Україні торгівлю ф'ючерсними контрактами започатковано у 1995 році. Фахівці зазначають, що для ринку, якого фактично не існує, створено надто велику кількість документів, які є неузгодженими між собою, містять суттєві помилки, невизначеності та суперечать як один одному, так і нормам міжнародної практики визначення самої природи деривативів, трактування їх, меж регулювання, фінансового та податкового обліку з урахуванням спрямованості угод за деривативами — хеджувальними та спекулятивними.

Такі розбіжності та перепони унеможливають використання деривативів за їхнім безпосереднім призначенням. До того ж це негативно впливає на інтеграцію у світовий економічний процес та залучення іноземного капіталу на фінансовий ринок. Невизначеність у законодавчо-регуляторній сфері відштовхує потенційних інвесторів строкового ринку.

Строковий ринок України є вельми складним і ризикованим, а наслідком неврегульованості його діяльності стає порушення законодавства. Створення в державі умов для розвитку й функціонування ринку строкових інструментів сприятиме не лише вирішенню питання щодо підтримки макроекономічної рівноваги, а й збільшенню податкових надходжень до бюджету. Проте система оподаткування в Україні не дає змоги здійснювати операції хеджування, оскільки згідно із законами про оподаткування підприємств податком на доходи обкладають фінансовий результат, отриманий від операції з деривативами.

Щодо хеджера, то його фінансовий результат треба було б визначити як чисту позицію між доходом/збитком за деривативом та доходом/збитком за відповідним базовим активом, який хеджується деривативом. Тільки за такого визначення фінансового результату його можна оподаткувати.

Випуск та обіг деривативів регулюються насамперед Правилами випуску та обігу фондових деривативів, затвердженими рішенням ДКЦПФР від 24.06.1997 року, та Правилами випуску та обігу валютних деривативів, затвердженими постановою правління Нацбанку України від 07.07.1997 року № 216, Положенням про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів від 19 квітня 1999 року № 632. Ці Положення розроблено відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств», який встановлює стандартні (типові) реквізити деривативів. Згідно з цими документами деривативами є: форвардний контракт; ф'ючерсний контракт; опціон. Відповідно до виду цінностей деривативи поділяють на фондові, валютні і товарні.

Поряд із зазначеними проблемами функціонування ринку деривативів чітко окреслено основні тенденції розвитку ринку похідних фінансових інструментів. Серед них варто виокремити такі: глобалізація й пов'язане з нею різке загострення конкуренції; істотне зростання ринку й лібералізація його регулювання; розширення спектра інструментів і зміна їхньої другорядної ролі, а також істотне розширення складу учасників; застосування нових технологій і перехід до систем електронної торгівлі; перевага позабіржового ринку над біржовим; домінування валютних контрактів в обороті позабіржового ринку (основний тип контрактів — короткострокові валютні свопи); домінування відсоткових контрактів на біржовому ринку (основний тип контрактів — ф'ючерси та опціони на державні облігації й депозитні ставки).

4.2. ХАРАКТЕРИСТИКА ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Деривативи в економічній системі виконують дві важливі функції, створюючи, з одного боку, механізми для проведення операцій хеджування цінних ризиків, а з іншого — дають змогу біржовим спекулянтам гарантувати свої прогнози і здійснювати спекулятивні операції з метою отримання доходу від різниці в цінах. Сьогодні похідні фінансові інструменти настільки поширені у світі, що можна виокремити із системи фінансового ринку ринок деривативів. Він може виступати не лише як захисний бар'єр щодо поширення нових ризиків, а й

бути основою для формування інноваційних продуктів на фінансовому ринку з метою його розширення та зростання.

Ринок похідних фінансових інструментів — це сфера економічних відносин, особливість яких полягає у праві та/або зобов'язанні купівлі-продажу базового активу в майбутньому за заздалегідь обумовленою ціною та обсягом товару відповідної якості.

Угоди, що укладаються на такому ринку, не схожі ані на звичайні договори, ані на звичайні цінні папери. Однак такі угоди мають ознаки цінних паперів: чітко визначену на законодавчому рівні форму, можуть бути заставним майном. Якщо йдеться про звичайні фінансово-господарські операції, то вони здійснюються по факту поставки та оплати товару. Однак для впевненості у виконанні операцій та стабільності ціни товару в майбутньому укладають угоди із використанням деривативів, які здійснюються у два етапи. Перший етап полягає в укладанні строкового контракту, а другий — у безпосередній оплаті та поставці товару в майбутньому за заздалегідь визначеною ціною.

У міжнародній практиці ринок похідних фінансових інструментів поділяють за формою організації на біржовий (організований або стандартизований) та позабіржовий (неорганізований) сегменти (табл. 4.4). На біржовому сегменті ринку обертаються стандартизовані похідні фінансові інструменти — ф'ючерси та біржові опціони, а на позабіржовому — форварди, своп-контракти, позабіржові опціони. Особливістю операцій із біржовими інструментами є наявність розрахункової палати біржі (клірингової установи або клірингової організації), що гарантує виконання як продавцем, так і покупцем своїх зобов'язань.

Таблиця 4.4

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА БІРЖОВОГО ТА ПОЗАБІРЖОВОГО РИНКУ
ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ**

Критерії для порівняння	Біржовий ринок	Позабіржовий ринок
Сума угоди	Сума для кожного виду контракту встановлюється біржею	За бажанням інвестора
Якість товару	Визначається залежно від виду контракту	За бажанням інвестора
Поставки/терміни	Терміни поставки товару визначаються біржею	За бажанням інвестора
Ліквідність	В основному висока, але залежить від продукту базового активу	Можливі обмеження. На ринку може бути представлена продукція однієї фірми
Ризик контрагента	Ризику немає, бо контракт реєструється	Ризик залежить від кредитоспроможності контрагента
Маржа	Є	Немає
Контроль	Підлягає жорсткому контролю за принципом зареєстрована біржа/ незареєстрована біржа	Нижчий рівень контролю, який може не задовольняти деякі категорії вкладників

Суб'єктами ринку похідних фінансових інструментів є продавці та покупці похідних фінансових інструментів (трейдери), посередники (брокери, дилери, маклери) та інфраструктурні учасники (біржа, клірингова установа).

Покупцями та продавцями виступають великі й дрібні компанії, фонди й фізичні особи, що торгують від свого імені й за свій рахунок. Згідно із законодавством України фізичні особи не можуть прямо брати участь у торгах, вони можуть це робити тільки через брокера. За законами США фізична особа може стати учасником торгів, придбавши ліцензію й сплативши членський внесок. Основною метою трейдера є отримання доходу від угоди або страхування своїх фінансових ризиків. Усіх трейдерів (залежно від мети, з якою вони відкривають свої позиції на ринку похідних фінансових інструментів) розподіляють на три групи: хеджерів, спекулянтів та арбітражерів.

Посередницькою діяльністю можуть займатися юридичні особи, які мають відповідну ліцензію на право участі в торгах на біржі. Основною метою їх є надання приватним інвесторам доступу до біржових торгів й отримання доходу від комісії за обслуговування своїх клієнтів.

Біржа забезпечує регулярне функціонування організованого ринку товарів, валют, цінних паперів і похідних фінансових інструментів.

Клірингова установа (клірингова палата) відіграє особливу роль на ринку похідних фінансових інструментів, оскільки вона бере на себе зобов'язання перед покупцем поставити актив, а перед продавцем — сплатити його в обумовлені контрактом строки. Варто зазначити, що клірингова установа може виступати на ринку як відділенням біржі, так і незалежною організацією. Вона є водночас і контрагентом, і гарантом виконання угоди як для покупця, так і для продавця. Присутність такої установи на ринку захищає інтереси інвестора до дати поставки базового активу.

Клірингова палата зобов'язана допомогти покупцеві чи продавцеві ф'ючерного контракту у разі потреби придбати протилежний контракт. Клірингова палата також здійснює реєстрацію, узгодження, закриття позицій за укладеними контрактами, підготовку фінансових звітів. Її членами є розрахункові фірми, які виконують розрахунки для брокерських контор, що несуть фінансову відповідальність перед своїми розрахунковими фірмами. Усі члени клірингової палати вносять і тримають на рахунках за кожною торговельною позицією клірингову маржу, яка є гарантією виконання ф'ючерних контрактів з боку учасників ринку. Щодня вона звіряє рахунки своїх членів, встановлює та регулює клірингову маржу залежно від ситуації на ринку.

На ринку похідних фінансових інструментів здійснюються такі **операції**: хеджування, спекуляція та арбітраж.

Хеджування (від англ. hedging, hedge) — спосіб зменшення ризику шляхом укладання протилежної угоди. Можна вважати хеджинг формою страхування вартості товару або доходу, валютного ризику при здійсненні ф'ючерських угод у банківській, страховій, біржовій та комерційній практиці. Учасники угоди мають можливість уникнути, зменшити рівень фінансового ризику, пов'язаного з можливою зміною кон'юнктури ринку, попиту чи рівня цін упродовж виконання умов угоди.

Хеджування можна легко зрозуміти на прикладі зовнішньоторговельної компанії, яка постійно зустрічається із ризиком зміни курсів валют, тобто з валютним ризиком. У експортерів існує постійна необхідність продавати іноземну валюту, а в імпортерів — купувати її. У зв'язку зі змінами курсу валют на міжнародному фінансовому ринку реальна вартість товару, що купується або продається за валюту, може значно змінитися, і вигідний контракт може стати невигідним або навіть збитковим. Звісно, можлива і зворотна ситуація, коли зміна курсу валюти приносить дохід. З метою уникнення такої ситуації компанії широко використовують у своїй діяльності хеджування валютних ризиків.

Загальний принцип хеджування при зовнішньоторговельних операціях полягає у відкритті валютної позиції на торговому рахунку з метою здійснення в майбутньому конвертації коштів. Імпортерів необхідно купувати іноземну валюту, тому він заздалегідь відкриває позицію купівлі валюти на торговому рахунку, а при настанні моменту реальної покупки валюти в своєму банку закриває цю позицію. Експортерів необхідно продавати іноземну валюту, тому він заздалегідь відкриває позицію продажу валюти на торговому рахунку, а при настанні моменту реального продажу валюти в своєму банку закриває цю позицію.

Щодо *спекуляції*, то її зміст можна визначити як формування певних очікувань на основі прогнозування майбутнього та використання їх для отримання доходу від різниці в ціні купівлі та продажу фінансових інструментів чи товарів.

На строковому ринку спекулянти беруть на себе ризик хеджерів, тобто ризик зміни ціни базового інструмента протягом форвардного періоду, в надії на те, що сформовані ними очікування виявляться правильними, і це дозволить отримати доходи. Оскільки прогнози не завжди виправдовуються, спекулянти можуть не лише вигравати, а й програвати. За деякими оцінками, на західних біржах понад 75 % спекулятивних операцій із деривативами мають збитковий характер. Отже, доходи спекулянтів за економічним змістом правомірно розглядати як винагороду за прийнятий ризик. І хоча строкові угоди теоретично можуть укладатися між двома хеджерами з полярними позиціями, проте на практиці така відповідність є скоріше винятком.

Розрив між попитом і пропозицією, створений під час хеджування, можна подолати лише за допомогою спекулятивних операцій, а тому ефективна діяльність строкового ринку без участі спекулянтів стає вельми проблематичною. Для ефективної роботи строкових ринків необхідні і хеджери, і спекулянти, адже останні забезпечують ринку високу ліквідність, створюючи хеджерам умови для вільної купівлі чи продажу деривативів у великих кількостях у будь-який час.

Такі спекулянти, як скальпери, зорієнтовані на отримання швидкого доходу, тому тримають ф'ючерсні позиції дуже короткий час. Вони грають на мінімальних цінових коливаннях за великих обсягів, отримують невеликі доходи та збитки. Вони вкрай рідко залишають позиції до наступного робочого дня. Існують також так звані одноденні спекулянти, які грають на коливаннях цін у межах торговельного дня. Вони ліквідують свої позиції щоденно перед закриттям торговельної сесії. Позиційні спекулянти тримають ф'ючерсні позиції до наступного робочого дня. Часто вони тримають позиції відкритими тривалий час.

Крім того, спекулянти на строковому ринку виконують інформаційну функцію щодо майбутньої динаміки цін. Це пояснюється тим, що спекулятивні позиції відкриваються з огляду на певні очікування, які, своєю чергою, формуються в результаті збирання та комплексного аналізу всієї доступної інформації щодо обсягів виробництва, урядових звітів, платіжного балансу країн, норм споживання, динаміки ринкових цін тощо. Використання різноманітних сучасних способів прогнозування ринкових цін дозволяє спекулянтам отримувати доволі надійні прогнози, якими можуть скористатися інші учасники ринку, аналізуючи відкриті спекулятивні позиції. Інакше спекулянт змушений буде залишити ринок, оскільки він не матиме джерел поповнення своїх ресурсів. Таким чином, доходи спекулянтів можна трактувати і як винагороду за успішне прогнозування.

Більшість сучасних науковців, які досліджують макроекономічні аспекти функціонування ринку деривативів і роль кожної групи його учасників, погоджуються на думці щодо позитивної ролі спекулянтів у цьому процесі, хоча в суспільстві в цілому спектр поглядів на спекуляцію варіює досить широко. Як показує практика, у свідомості більшості суб'єктів господарської діяльності строкові операції пов'язуються насамперед зі спекулятивними мотивами, які до того ж сприймаються з негативним відтінком [4].

Арбітраж розглядають як різновид спекулятивної операції, а іноді — як самостійний вид діяльності. Розрізняють просторовий арбітраж, коли операції проводяться на різних ринках, та часовий арбітраж, спрямований на використання сприятливих цінових змін упродовж певного періоду. На строковому ринку арбітражні операції доволі популярні і навіть дістали спеціальну назву — стреддл, або спред (спредова угода). Унаслідок проведення арбітражу різниця в цінах вирівнюється й ліквідується порушення паритетних відносин. Після цього підґрунтя для проведення арбітражних угод зникає. Якщо хеджер і спекулянт, здійснюючи угоди, змінюють свій ризик (хеджери зменшують, спекулянти підвищують), то арбітражні операції не пов'язані із жодним ризиком.

Функції ринку похідних фінансових інструментів. Основна функція такого ринку полягає у *формуванні механізмів хеджування (мінімізації) цінових ризиків*. Це дає змогу суб'єктові господарської діяльності стати незалежним від кон'юнктури ринку та забезпечує йому фінансову стабільність. Із використанням ф'ючерсів і опціонів підприємець дістає можливість домовитися сьогодні про ціну, за якою товар буде в подальшому проданий. У зв'язку із цим не існує коливань у цінах. Поряд із функцією мінімізації ризику виконується функція *планування*, тобто бізнесмен має чітку інформацію для прогнозування грошових потоків.

Щодо *стимуляційної функції*, то її зміст відображається у такому. Окрім того, що підприємець отримує можливість продати товар по обумовленій заздалегідь ціні, він також бере на себе зобов'язання поставити саме якісний товар базового активу вчасно та в повному обсязі. Це й створює додатковий стимул дбайливого ставлення до товару з боку продавця базового активу.

Регуляційна функція ринку похідних фінансових інструментів полягає у тому, що угоди такого типу регулюються з боку державних органів влади, особ-

ливо це стосується біржового сектору ринку. У Великій Британії діє єдиний мегарегулятор для всіх видів деривативів — Агентство з фінансових послуг; у Франції ринок фінансових і товарних деривативів регулюється Міністерством економіки і фінансів, у складі якого працює Рада зі строкового ринку; у США регулятором ринку деривативів є Комісія строкової біржової торгівлі.

Інша модель функціонує із кількома регуляторами, розподіленими за базовими активами. Так, у Японії та Гонконзі Міністерство фінансів контролює ринок фінансових деривативів, Міністерство зовнішньоекономічної торгівлі опікується енергетичними деривативами, а Міністерство сільського господарства — деривативами на сільськогосподарську продукцію.

В Україні функцію регулювання такого ринку здійснює ДКЦПФР.

Стосовно *функції ціноутворення*, то вона відображається в тому, що ціна товару обумовлюється, перш ніж товар перейде у власність від продавця до покупця. Зазначимо, що в ціну такого товару закладається вартість агентських (брокерських) послуг щодо обслуговування угод із використанням деривативів.

4.3. ІНВЕСТИЦІЙНІ МОЖЛИВОСТІ З ВИКОРИСТАННЯМ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ПОРТФЕЛЬНОМУ ІНВЕСТУВАННІ

Використання опціонів та об'єднання їх в один портфель із акціями й облигаціями значно розширює можливості інвестора в плані визначення оптимального співвідношення дохідність/ризик. В основі створення будь-якого портфеля лежить рівняння:

$$P_{oc} + (e^{-rT}) \times E = P_s + P_{op}, \quad (4.1)$$

де P_{oc} — ціна опціону на покупку, $e = 2,72$, r — ставка дисконтування, T — строк володіння акцією, E — наведена вартість ціни реалізації базового активу, P_s — ціна акції, P_{op} — ціна опціону на продаж.

Розглянемо портфелі з використанням опціонів. Зазначимо, що вибір портфеля залежить від напрямку використання похідних інструментів: диверсифікація ризиків (хеджування) чи отримання доходів (спекулятивні операції).

Якщо йдеться про **хеджування**, матиме місце портфель, що передбачає *продаж забезпечених опціонів на покупку*. Забезпеченим вважається опціон, коли його продавець у момент продажу вже має основну акцію (базовий актив) і в разі реалізації опціону його власником у змозі продати йому цю акцію. Отже, продаж покритих опціонів на покупку означає, що інвестор одночасно продає опціон на покупку основної акції й купує цю акцію. Продаж забезпечених опціонів на покупку привабливий тоді, коли за оцінкою інвестора прогнозовані зміни ціни будуть не надто високими. Іншими словами, у такому разі дохідність портфеля не буде дуже високою (що може відбуватися при об'єднанні в портфелі одних акцій і значному підвищенні їхньої ціни), можуть спостерігатися численні невеликі позитивні й негативні коливання дохідності навколо середнього значення, а також певна кількість значних негативних дохідностей (у разі різко-

го падіння ціни акції). Якщо побудувати розподіл випадкових величин дохідностей покритих опціонів на покупку, то, на відміну від симетричного нормального розподілу (характерного для дохідностей акцій), він буде асиметрично негативно скошеним.

Зазвичай очікувана дохідність і стандартне відхилення дохідностей забезпечених опціонів на покупку трохи нижчі, ніж у портфеля з одних лише акцій. Але, на жаль, зниження ризику відбувається внаслідок негативної скошеності. Негативну скошеність можна зменшити, якщо вибирати опціони з вищою ціною реалізації або варіювати співвідношення проданих опціонів і куплених акцій.

Забезпечені опціони на покупку використовують переважно консервативні інвестори (наприклад, пенсійні фонди), оскільки отримувана одразу опціонна премія розглядається як доповнення до доходів фонду. Крім того, це забезпечує певний захист від незначних знижень ціни акцій.

Продаж опціонів на продаж і покупка безризикових облігацій. Рівняння (4.1) можна також подати у вигляді:

$$P_s - P_{oc} = (e^{-rT}) \times E - P_{op}. \quad (4.2)$$

Ліва частина рівняння являє собою розглянутий вище варіант продажу забезпечених опціонів на покупку. Як бачимо, отримувані при цьому вигоди точно відповідають тим, які отримує інвестор, продавши опціон на продаж і використавши отриманий виторг для придбання безризикового цінного папера. Інституційні інвестори вважають цю стратегію ризикованішою, ніж продаж покритих опціонів на покупку, тому вона менш поширена.

Придбання забезпечених опціонів на продаж використовується для хеджування від можливого зниження цін акцій, особливо за умов нестабільного ринку. За цієї стратегії інвестор купує основну акцію й опціон на продаж цієї ж акції. Подібна стратегія вигідна, коли відбуваються значні позитивні коливання ціни акції. Разом із тим за при будь-якого зниження ціни основної акції віддача портфеля ніколи не буде нижчою за величину опціонної премії. Оскільки величина втрат лімітована, а дохід необмежений, то розподіл ймовірностей при покупці опціонів на продаж має позитивну скошеність, що є привабливим для інвесторів. Ця стратегія вельми поширена, проте застосовувати її за умов стабільного ринку недоцільно бо за невеликих позитивних і негативних коливань вона дає втрати більші, ніж портфель, складений лише з акцій.

Придбання опціонів на покупку та безризикової облігації, виходячи з рівняння (4.1), має давати такий само дохід, як і розглянутий вище варіант покупки акції й опціону на продаж. З точки зору професійних менеджерів ця стратегія менш приваблива порівняно із придбанням акції й опціону на продаж. Пояснюється це тим, що за такого варіанта близько 90 % коштів необхідно вкладати в безризикові облігації, що може викликати недовіру клієнтів. Крім того, опціони на купівлю вважають ризикованішими. Порівнювати зазначені вище стратегії можна тільки на підставі реальних даних, оскільки результати багато в чому пояснюються екзогенними чинниками (насамперед нестабільністю ринку).

Щодо спекулятивних операцій, то в портфелях часто використовують опціони на підвищення або зниження ціни акції. Можливості фінансового ле-

веріджа (використання позикових коштів) і страхування від можливих значних втрат зумовлюють спекуляцію на очікуваних коливаннях ціни акції. Наприклад, якщо інвестор припускає, що ціна акції виросте, він може купити або акцію, або опціон на її покупку. У разі покупки опціону він ще й гарантує себе від втрат нижче вартості опціону (опціонної премії). На практиці часто використовують покупку кількох опціонів і їхніх різних комбінацій або один з одним, або з акцією.

Розкриємо деякі способи формування портфельів, що мають свої умовні назви. **«Ножиці»** — це спосіб формування портфеля інвестицій, суть якого полягає в купівлі або продажу опціонів на покупку й опціонів на продаж з ідентичними характеристиками (ціна реалізації і термін погашення). Він використовується в очікуванні на значні коливання цін основної акції. Залежно від того, купуються чи продаються опціони, розрізняють довгі й короткі ножиці. Довгі ножиці формуються шляхом придбання опціону на покупку й одночасного придбання опціону на продаж. Подібна стратегія має сенс, якщо інвестор упевнений у значному зниженні або підвищенні ціни акції — саме в цих випадках портфель буде дохідним.

Короткі ножиці — це одночасний продаж опціонів на покупку й опціонів на продаж однієї й тієї ж акції. Отримана при цьому сума опціонних премій представляє максимальний дохід, що його може отримати інвестор. Короткі ножиці треба застосовувати при очікуваному стабільному ринку акції; якщо ж коливання будуть дуже високими, інвестор зазнає значних збитків.

«Стелаж» — це один спосіб формування портфеля, що відрізняється від «ножиців». Щоб краще зрозуміти цю відмінність, необхідно ввести поняття, широко використовувані в опціонній практиці. Якщо в момент негайної реалізації опціону ціна акції дорівнює ціні реалізації, то говорять, що опціон «на паритеті» (at-the-money). Якщо в момент негайної реалізації опціон дає виторг, то вважається, що він «вище паритету» (in-the-money); зрештою, коли негайна реалізація дає збиток, то опціон «нижче паритету» (out-of-the-money). Принцип «ножиців» будується із використанням опціонів «на паритеті». При «стелажі» обидва опціони обираються «нижче паритету», бажано на ту саму величину. «Стелаж» також може бути довгим і коротким.

«Довгий стелаж» буде досягнутий, якщо інвестор придбає як опціон на продаж, так і опціон на покупку. Перевага «довгого стелажа» порівняно з «довгими ножицями» в тому, що для їхнього конструювання потрібні менші початкові витрати, а недолік — необхідність більш значних коливань ціни акції для отримання доходу.

«Короткий стелаж» можна отримати, продавши опціон на покупку й опціон на продаж. «Короткий стелаж» порівняно з «короткими ножицями» дає менший дохід на більшій ділянці коливання ціни акції. Якщо ціна акції виросте, він може купити або саму акцію, або опціон на її покупку. У разі покупки опціону він ще й забезпечує себе від витрат нижче вартості опціону (опціонної премії).

Операції з *портфелями, що містять ф'ючерси*, схожі на угоди з акціями: і ті, й інші здійснюють на біржах, клієнти при цьому користуються практично

аналогічними видами доручень, операції на самій біржі проводять тільки її члени. Але є й принципові відмінності:

- якщо портфель складається з акцій, це означає безпосереднє їх придбання, якщо є ф'ючерс у портфелі, то його власник зовсім не стає власником базового активу, на який укладена ф'ючерсна угода, аж до завершення строку контракту, коли базовий актив буде доставлено продавцем ф'ючерсного контракту його покупцеві;
- портфелі з ф'ючерсними контракти вимагають значних сум початкових витрат. При покупці акцій початкова маржа значно вища (понад 50 % вартості акцій), тоді як при покупці ф'ючерсного контракту така маржа не перевищує 20 % суми угоди;
- ціни акцій можуть змінюватися поза всякими обмеженнями, а угоди з ф'ючерсами обов'язково передбачають ліміти, в межах яких допускається зміна цін контрактів. Якщо цей рівень перевищено, угоди припиняються;
- немає жодних обмежень у короткому продажі ф'ючерсів, тоді як для акцій забороняється короткий продаж у разі тенденції до зниження їхньої ціни;
- портфелі з ф'ючерсами значно простіші, оскільки не передбачають дивідендних виплат, консолідації й дроблення ф'ючерсів;
- ф'ючерсні контракти діють кілька місяців, рідше 1—2 роки, тоді як час дії акцій практично необмежений;
- як і у разі опціонної торгівлі, ф'ючерсні контракти передбачають конкретні місяці завершення контракту. Терміни дії ф'ючерсних контрактів і місяці їх завершення різні залежно від базового активу. Термін дії акцій зазвичай необмежений.

Слід зазначити, що взаємозв'язок між нинішньою ф'ючерсною ціною (тобто ціною, котра, як припускають учасники угоди сьогодні, встановиться на наявному ринку в майбутньому) і фактичною ціною, що насправді спостерігатиметься в майбутньому, існує. Тому, використовуючи інформацію про сьогоднішні ф'ючерсні ціни, інвестори можуть зробити висновок стосовно того, яким чином учасники ф'ючерсного ринку прогнозують майбутні ціни. Це дає їм змогу ухвалювати відповідні інвестиційні рішення.

Портфельні інвестори, які використовують у своїх портфелях ф'ючерсні угоди, мають дотримуватися таких принципів їх укладання:

— ціна товару має коливатися в обидва боки (тобто бути волатильною, мінливою). Ця вимога має принципове значення, адже кожна ф'ючерсна угода передбачає участь двох сторін, з яких одна обов'язково розраховує на збільшення ціни базового активу в майбутньому, а інша — на його зниження. Якщо ціна активу повільно змінюється або має тенденцію тільки до зростання (зниження), то знайти партнерів для ф'ючерсної угоди важко;

— мають забезпечуватися конкурентні умови ринку базового активу з більшою кількістю покупців і продавців. До ф'ючерсних торгів не допускаються товари галузей із високим рівнем монополізації, що дозволяє виробникові значною мірою впливати на ціну товару. Має бути відсутнім і державний контроль за цінами на цей товар. Наприклад, проводяться ф'ючерсні торги на золото й срібло, але не на діаманти, торгівлю якими практично повністю контролює компанія Де Бірс;

— необхідний значний наявний (спот) ринок товару із широко доступною інформацією. Зрештою за відсутності широкого наявного ринку товару коли немає його пропозиції й відсутній попит, немає сенсу укласти на нього ф'ючерсну угоду;

— товар має складатися з гомогенних (ідентичних) частин, коли кожна частина товару може бути продана безпосередньо як товар. Отже, предметом ф'ючерсних угод не можуть бути облігації корпорацій занадто мінливий у них ризик, натомість угоди з державними цінними паперами широко застосовують.

Серед особливостей використання похідних фінансових інструментів у портфелі інвесторів можна назвати такі:

1. Склад портфеля похідних фінансових інструментів залежить від загальної ситуації на ринку базових активів та від їх дохідності.

2. Для зменшення ризиків (хеджування) використовують забезпечені опціони консервативними інвесторами задля уникнення зниження цін на акції, що є базовим активом похідного фінансового інструмента.

3. З метою отримання прибутку (спекуляції) за рахунок здійснення операцій із похідними фінансовими інструментами в портфелі використовують різні способи їх формування: «ножиці» та «стелажі».

4. Використання ф'ючерсів у портфелях за своєю природою схоже на угоди з акціями, проте має відмінності, що назагал, підвищує дохідність портфеля, з одного боку, та зменшує рівень ризиків — з іншого.

Резюме за змістом розділу

Ринок похідних фінансових інструментів — це сфера економічних відносин, особливість яких полягає у праві та/або зобов'язанні купівлі-продажу базового активу в майбутньому за заздалегідь обумовленою ціною, обсягом товару відповідної якості.

У міжнародній практиці ринок похідних фінансових інструментів класифікують за формою організації: існують біржовий (організований або стандартизований) і позабіржовий (неорганізований) ринки похідних фінансових інструментів. На біржовому сегменті ринку обертаються стандартизовані інструменти — ф'ючерси та біржові опціони, а на позабіржовому — форварди, своп-контракти, позабіржові опціони. Особливістю операцій з біржовими інструментами є наявність розрахункової палати біржі (клірингової установи), що гарантує виконання своїх зобов'язань як продавцем, так і покупцем.

Цей ринок виконує такі функції: мінімізація цінних ризиків, планування, стимуляційна, регульовальна, ціноутворення. Усіх учасників (залежно від мети, з якою вони відкривають свої позиції на ринку деривативів) розподіляють на три групи: хеджерів, спекулянтів (трейдерів, торговців) та арбітражерів.

Похідні фінансові інструменти поділяються на такі види: ф'ючерси, форварди, опціони, депозитарні розписки, свопи, кепи, флори, колари.



Запитання для перевірки знань

1. Назвіть основні особливості ринку деривативів.
2. У тому полягає відмінність між біржовим та позабіржовим ринком похідних цінних паперів?
3. Дайте визначення таким поняттям: «хеджер», «арбітражер» та «спекулянт». Яка між ними відмінність?
4. Визначте, якою є роль скальперів.
5. Що таке опціон «put» та опціон «call»?
6. Що означає дата експірації?



Тестові завдання

Тест 1. Варант є різновидом...

- 1) ф'ючерса,
- 2) свопу,
- 3) опціону,
- 4) облігації.

Тест 2. Внутрішня вартість опціону визначається як...

- 1) позитивна різниця між ціною-спот і ціною-страйк базового активу та сплачена премія для опціону «call» і між ціною-страйк і ціною-спот плюс сплачена премія для опціону «put»;
- 2) негативна різниця між ціною-спот і ціною-страйк базового активу та сплачена премія для опціону «call» і між ціною-страйк і ціною-спот плюс сплачена премія для опціону «put»;
- 3) позитивна різниця між ціною-страйк і ціною-спот базового активу та сплачена премія для опціону «call» і між ціною-страйк і ціною-спот плюс сплачена премія для опціону «put»;
- 4) негативна різниця між ціною-страйк і ціною-спот базового активу та сплачена премія для опціону «call» і між ціною-страйк і ціною-спот плюс сплачена премія для опціону «put».

Тест 3. Депозитарні розписки є...

- 1) власністю депозитарію;
- 2) власністю інвестора;
- 3) власністю клірингової палати;
- 4) власністю Міністерства фінансів.

Тест 4. Свопи — це вид деривативів, а також є...

- 1) різновидом ф'ючерса;
- 2) різновидом облігації;
- 3) різновидом форварду;
- 4) жодної правильної відповіді.

Тест 5. При укладанні ф'ючерсного контракту в Україні ціна базового активу фіксується...

- 1) на момент укладання угоди;
- 2) під час виконання контракту;
- 3) Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку;
- 4) Міністерством фінансів.



Завдання для індивідуальної роботи

1. Порівняльна характеристика особливостей обігу деривативів в Україні та у США.
2. Зарубіжний досвід застосування деривативів у веденні господарської діяльності.
3. Основні учасники строкового ринку в Україні.



Типові задачі

Задача 1. Розглядається можливість придбання європейського опціону «call». Ціна виконання — 160 дол. США за акцію, опціонна премія — 7 дол. США. Курс акції виріс і становить 171 дол. США. Покупець вирішив виконати опціон. Визначити чистий прибуток за цією операцією.

Задача 2. Нехай інвестор уклав ф'ючерсну угоду на долар США (базовий актив) у вересні за курсом 7,7 гривень за долар США. Згідно з контрактом інвестор має купити 100 000 доларів США у грудні за курсом 7,9 гривень. На момент настання терміну угоди курс долара США виріс до 8,2 гривень. Визначити суму отриманої вигоди інвестором.



Рекомендована література

1. Савчук Н. Роль похідних цінних паперів у економічному розвитку суспільств / Н. Савчук, Я. Новодворський // Цінні папери України. — 2002. — № 11—12.
2. Пересада А. А. Портфельне інвестування : Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004.
3. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк : Пер. с англ. — М.: Дело, 1999.
4. Аскинадзи В. М., Максимова В. Ф. Портфельные инвестиции. — М.: Московская финансово-промышленная академия. — М., 2005.
5. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли : Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2001.

- 5.1. *Фундаментальний і технічний аналізи: поняття й особливості. Передінвестиційні дослідження*
- 5.2. *Фундаментальний аналіз фінансового стану фірми-емітента*
- 5.3. *Технічний аналіз ринку цінних паперів*
- 5.4. *Аналіз та оцінювання ризиків фінансового активу*

- ◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**
 - сутність і відмінності фундаментального і технічного аналізів;
 - методологію фундаментального аналізу фінансових інвестицій;
 - методологію технічного аналізу ринку цінних паперів;
 - види ризиків портфеля цінних паперів;
 - підходи до оцінювання ризиків портфеля цінних паперів;
- ◆ **а також УМІТИ:**
 - визначати доцільність застосування певного виду аналізу для прийняття інвестиційного рішення;
 - аналізувати інвестиційну привабливість країни і галузі;
 - використовувати методи фундаментального аналізу для оцінювання фінансового стану фірми-емітента;
 - застосовувати методи технічного аналізу при виборі фінансових активів;
 - аналізувати ризики портфеля цінних паперів.

5.1. ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ І ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗИ: ПОНЯТТЯ І ОСОБЛИВОСТІ. ПЕРЕДІНВЕСТИЦІЙНІ ДОСЛІДЖЕННЯ

Неможливо знайти цінні папери, які б одночасно були високодохідними, надійними (безпечними) та високоліквідними. Тому для успішного здійснення інвестицій портфельному інвестору необхідно провести попередній аналіз якості фінансових інструментів.

У світовій практиці інвестиційний процес передбачає прийняття інвестиційного рішення з урахуванням передумов інвестування. Оцінювання інвестиційної привабливості фірм-емітентів і конкретних цінних паперів здійснюють по-різному. У розділі 2 йшлося про те, що при аналізі процесів на фондовому (фінансовому) ринку використовують дві засадові теорії, які є підґрунтям важливих гіпотез. Згідно з фундаменталістською теорією рух цін на фондовому ринку

цілком визначається *зовнішніми, фундаментальними* чинниками (макроекономічними зрушеннями, соціальними змінами, природними катаклізмами, політичними подіями), тож прогноз, ґрунтований лише на аналізі внутрішніх параметрів ринку (цін, об'ємів продажу), неможливий. За технократичною теорією всі зміни цін на фондовому ринку визначаються *передісторією процесу руху цін*, обсягів продажу, попиту та пропозиції, що й акумулює (зосереджує) всю інформацію про зовнішні чинники, які сукупно впливають на фінансовий ринок.

Багатьма дослідниками висувається ще одна життєздатна теорія, за якою на зміну цін на фондовому ринку сукупно впливають *як зовнішні чинники, так і предісторія розвитку процесу*. Тобто результат впливу зовнішніх чинників багато в чому зумовлений тим станом, в якому перебуває ринок: наприклад, дія могутнього зовнішнього чинника, що сприяє падінню цін, послаблюється, якщо ринок перебуває у фазі зростання. Але за відсутності потужних зовнішніх впливів рух цін на ринку зумовлений його власною динамікою.

Важливим для будь-якого напряму дослідження ринку цінних паперів є чітке розмежування тлумачень методів та засобів аналізу. Особливу увагу слід звернути на відмінність понять «метод» та «засіб» (інструмент) аналізу. «Метод» має значно ширший зміст порівняно із «засобом». У межах обраного методу можна застосовувати конкретні засоби (інструменти) дослідження з метою отримання конкретних висновків, яких дійдуть фінансові аналітики. Коло таких конкретних засобів (інструментів), які застосовують упродовж аналізу дослідники, доволі різноманітне.

Методи аналізу ринку, в основі яких лежить перша теорія, належать до фундаментального аналізу, а застосовувані другою — до технічного аналізу. Прихильники першого напряму (техноаналітики) заснували школу технічного аналізу, користувачі другого — школу фундаментального аналізу. Обидва підходи намагаються вирішити одну й ту саму проблему — з'ясувати напрям подальшого руху ціни на фінансові активи. Спірним є питання стосовно того, котрий із них надає аналітикові достовірнішу й об'єктивнішу інформацію щодо стану та прогнозів змін на ринку. Воно дотепер залишається відкритим.

На думку дослідників, надання переваги певному підходу щодо аналізу криється у підсвідомому оцінюванні аналітиком міри інформаційної ефективності ринку, адже всі чинники, що впливають на ринок, надходять у вигляді інформаційних потоків. Це вимагає від ринку інформаційної прозорості через формування досконалої інформаційної інфраструктури та доступності для інвесторів необхідних відомостей щодо змін кон'юнктури ринку і фінансового стану емітентів.

Як фундаментальний, так і технічний аналізи можна застосовувати на різних секторах фінансового ринку. На кредитному ринку переважно застосовують фундаментальний аналіз, який зазвичай дає позитивні результати, але в деяких випадках, наприклад, з метою прогнозування відсоткових ставок, можна запровадити й технічний аналіз. На валютному ринку технічний аналіз аналітики традиційно застосовують для прогнозування валютних курсів, але при цьому обов'язково враховують поточні фундаментальні дослідження макроекономічних умов. На ринку цінних паперів накопичено чималий позитивний досвід застосування методів і фундаментального, і технічного аналізу.

Фундаментальний аналіз має з'ясувати, який цінний папір треба купувати, продавати чи утримувати в портфелі, а технічний аналіз визначає, коли це потрібно здійснити. Якщо фундаментальний аналітик прагне з'ясувати причини руху ринку, а також те, чому склалася відповідна ринкова ситуація, то технічний аналітик обмежується визначенням напрямку цього руху, його цікавить, як спостережувана динаміка ринкових цін змінюватиметься далі. У загальній сукупності методів оцінювання інвестиційної привабливості фінансових активів саме фундаменталісти володіють доволі надійним методичним апаратом ведення відповідних досліджень, але складність та висока вартість істотно обмежують можливості практичного використання їх.

Фахівці ринку дійшли висновку, що сталі позитивні результати частіше можна отримати у разі поєднання (комбінації) зазначених підходів. Рекомендації технічних аналітиків щодо руху ринку можуть забезпечити отримання доходів лише за оптимістичного прогнозу сприятливих позаринкових умов. Разом із тим, навіть за всієї очевидної сприятливості фундаментальних передумов, дії на фондовому ринку не мають суперечити канонам технічного аналізу.

Проте нерідко ці підходи суперечать один одному, особливо в разі виникнення найкритичніших ринкових ситуацій позиції й оцінки технократів і фундаменталістів не збігаються. Не всі екстремальні події на ринку можна, приміром, пояснити фундаментальним аналізом. Із часом за суттєвої зміни стану ринку їхні оцінки зазвичай зближуються, але на певному етапі чиясь концепція не виправдовується. Треба додати, що оцінки технократів нерідко суто інтуїтивні й не завжди мають логічне обґрунтування.

Дослідники ринку виокремлюють комп'ютерний і психологічний аналізи. Проте і технічний, і фундаментальний аналізи за сучасних умов широко застосовують комп'ютеризацію. До того ж технічний аналіз передбачає врахування як психології окремих суб'єктів ринку, так і психології натовпу загалом, адже ринок поєднує дії і сприйняття його учасників. Тож самостійного значення в портфельному інвестуванні комп'ютерний і психологічний аналізи не мають. Це радше засоби реалізації технічного та фундаментального підходів.

Для фундаментальних аналітиків першочерговим є оцінювання доходів емітента, його стану на ринку на підставі показників об'ємів продажу, активів і пасивів, дохідності та іншої інформації, яка характеризує ефективність діяльності емітента. Ці доволі трудомісткі дослідження дають підстави для висновку: завищено чи занижено фактичну вартість (ринкову ціну) цінного папера порівняно зі справедливою вартістю активів, майбутніми прибутками корпорації тощо. За допомогою фундаментального аналізу, наприклад, здійснюють прогнозування доходу, який визначається майбутньою вартістю акції й тому в подальшому може впливати на ринкову ціну. Дані прогнозу є підґрунтям для рекомендацій стосовно купівлі та продажу ринкових інструментів.

Фундаментальні аналітики переважно аналізують розмір сукупного доходу на цінні папери впродовж тривалого часу, зосереджуючись на рівні дивідендів і можливостях зростання ринкової ціни акції (капіталу). Вони зазвичай зважають на довготривалу перспективу, намагаючись визначити вартість акцій, вивчають різноманітні зміни на ринку цінних паперів загалом під впливом позаринкових

чинників. Проте неможливо врахувати дію всього комплексу фундаментальних чинників, деякі з них залишаються поза увагою дослідників.

Прихильники технічного аналізу прогнозують на короткий термін, здебільшого приділяючи увагу зростанню капіталу (коливанням ринкової ціни), враховуючи сукупну дію всіх чинників мінливості ринкових цін без конкретизації їх. Технічні аналітики переконані: якщо певні дії в минулому приводили до певних наслідків у багатьох випадках, того ж результату слід очікувати й у майбутньому. Універсальний за методами дослідження технічний аналіз можна застосовувати на фондовому, валютному, товарному, ф'ючерсному ринках, а також з метою виявлення тенденцій зміни ринкових індексів.

Фундаменталістський підхід виходить із можливості в будь-який час отримати відомості щодо фінансових активів, які ще не надійшли на ринок і не вплинули на ціни, а саме вони визначають справедливу (внутрішню, справжню) вартість активів. Утім, якщо фундаментальному аналітику і вдасться вилучити в процесі досліджень якусь особливу інформацію, то навіть за умов її правильного оцінювання йому бракує передбачення можливої реакції інвесторів та інших суб'єктів ринку на цю інформацію в разі її надходження. Їхня реакція може виявитися непередбачуваною, протилежною очікуваній навіть за наявності повідомлень стосовно ймовірності настання якоїсь надзвичайної позитивної події.

Перелік напрямів досліджень на підставі фундаментального аналізу доволі широкий. Це — аналіз макроекономічної ситуації в країні, її інвестиційного клімату, ринкової кон'юнктури, інвестиційної привабливості окремих галузей та регіонів, фінансової позиції фірм. Узагальнено можна виокремити такі напрями застосування методичного апарату фундаментального аналізу:

- аналіз і прогнозування кон'юнктури ринку цінних паперів у зв'язку з оцінкою загальноекономічного розвитку та особливостей інвестиційного клімату;
- аналіз і оцінювання перспектив інвестиційної привабливості окремих галузей економіки (промисловості);
- аналіз і оцінювання перспектив інвестиційної привабливості окремих регіонів;
- аналіз і прогнозування фінансового стану фірм-емітентів;
- порівняльний аналіз інвестиційних якостей різних цінних паперів, з'ясування їхньої справедливої вартості і прогнозування зміни ринкової ціни на них.

Традиційний підхід до фундаментального аналізу з метою прийняття інвестиційного рішення щодо стратегічного і портфельного інвестування у разі формування великих портфелів цінних паперів із залученням закордонних цінних паперів, тобто **підхід «згори — донизу»** (від загального до конкретного), зазвичай проводять на трьох рівнях. Він розпочинається з дослідження на макроекономічному рівні з метою з'ясування макроекономічної ситуації і характеру та особливостей інвестиційного клімату країни, фінансові активи емітентів якої зацікавили інвестора, потім стосується конкретніших, специфічних секторів — галузей, підгалузей, виробництва (далі галузей) — так званого індустріального аналізу і завершується оцінюванням фінансового й економічного стану фірми-емітента й прогнозуванням (моделюванням) ринкової ціни фінансових інструментів (рис. 5.1).



Рис. 5.1. Етапи фундаментального аналізу при реалізації підходу «згори—донизу»

Деякі дослідники обирають такий підхід до фундаментального аналізу, як «знизу—догори», що розпочинається аналізом фірми-емітента і просувається до ширших аспектів, тобто здійснюється у зворотній послідовності. Доцільність застосування певного підходу до фундаментального аналізу визначає аналітик. За необхідності зазначені підходи можуть поєднуватися.

Початковим етапом передінвестиційних досліджень за типом «згори—донизу» є загальноекономічний, або макроекономічний аналіз для визначення інвестиційного клімату країни. **Інвестиційний клімат країни характеризується сукупністю інвестиційних ризиків, тобто непередбачуваних втрат капіталу і доходів.** Це — міра сприятливості ситуації, що складається в певній країні для надходження інвестицій. *Чинники, що забезпечують подолання або зниження інвестиційних ризиків, захист інвестора від них формують сприятливий інвестиційний клімат.*

При дослідженні інвестиційного клімату фахівці нерідко припускаються суттєвої помилки, ототожнюючи підприємницький клімат з інвестиційним. Це відбувається через помилкове ототожнення підприємницької та інвестиційної діяльності. Проте слід мати на увазі, що для держави інвестиційна діяльність не є підприємницькою, а для фірм інвестиційна діяльність є лише однією зі складових підприємницької. До речі, навіть за умов стрімкого розвитку підприємництва процес інвестування не завжди буде дуже активним, саме така ситуація спостерігалася в Україні на початку 90-х років минулого століття.

Надаючи загальну оцінку інвестиційного клімату країни, характеризуючи його складові, аналітик оцінює стан економіки з урахуванням статистичних даних стосовно темпів зростання валового національного продукту, доходів на душу населення, рівня зайнятості, темпів інфляції, рівня відсоткових ставок, валютного курсу тощо. Додатково він визначає фіскальну й монетарну політику уряду, її вплив на функціонування ринку цінних паперів.

На другому етапі здійснюється *індустріальний (галузевий) аналіз*, який передбачає комплексний підхід щодо аналізу функціонування певних галузей. На підставі дослідження ділового циклу в економіці здійснюють відповідний розподіл галузей за рівнем ділової активності, а також за стадіями розвитку з метою з'ясування рівня їхньої інвестиційної привабливості.

Наступний етап — *аналіз конкретного емітента* — підприємства, фірми, корпорації — передбачає встановлення стадії життєвого циклу й аналіз фінансового стану компанії (підприємства) на підставі визначення фінансових коефіцієнтів, оцінювання її платоспроможності й фінансової сталості, визначення ціни фірми тощо, а також дослідження перспектив розвитку менеджменту, організаційних і комерційних умов функціонування. Підсумковим етапом є прогнозування (моделювання) ринкової ціни цінних паперів з метою остаточного прийняття інвестиційного рішення.

Макроекономічний аналіз передбачає, зокрема, дослідження інвестиційного ринку, в тому числі ринку цінних паперів як його складової на основі вивчення попиту і пропозиції. Ціна фінансових інструментів передусім залежить від сукупного капіталу, що інвестується в цінні папери (попит), і від обсягів цінних паперів для продажу (пропозиція). Співвідношення попиту і пропозиції визначає кон'юнктуру ринку цінних паперів

Для ринкової кон'юнктури характерною є динаміка за такими послідовними стадіями (рис. 5.2):

- піднесення кон'юнктури (пожвавлення, зростання попиту, підвищення цін);
- кон'юнктурний бум (різке зростання попиту, яке пропозиція задовольнити не в змозі, різке зростання цін);
- ослаблення кон'юнктури (надлишок пропозиції, зниження цін);
- кон'юнктурний спад (низький попит, скорочення пропозиції, різке падіння цін).

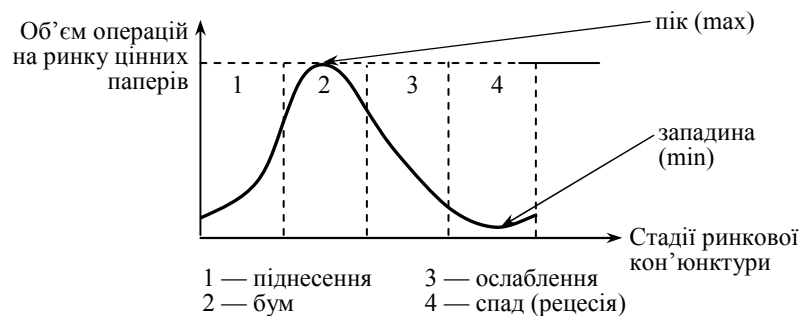


Рис. 5.2. Стадії кон'юнктури ринку цінних паперів

На стадії високої кон'юнктури відбувається приплив грошової маси до ринку, що супроводжується підвищенням курсів фінансових інструментів. За умови низької кон'юнктури обсяг цінних паперів на продаж перевищує платоспроможний попит, що спричиняє відплив капіталу з ринку. Критична стадія — це спад (або рецесія). Макроекономічний аналіз досліджує вплив різних чинників на ці ринкові процеси.

Зокрема вивчають такі чинники, як зростання доходів на душу населення, збільшення рівня зайнятості, зниження податків, що сприяють припливу заощаджень населення на ринок цінних паперів. Гальмує процес інвестування чинник інфляції, який може призвести до того, що переважну частину доходів приватні інвестори використовуватимуть з метою споживання. Досліджують також умови, за яких різні групи інвесторів надають перевагу інвестуванню в цінні папери порівняно з іншими видами використання заощаджень. Конкуренція може спостерігатися не лише між реальним і фінансовим інвестуванням, а й між окремими сегментами фінансового ринку.

Позаяк макроекономічна ситуація є предметом особливої уваги і відстежується широким колом науковців, є сенс залучити до фундаментального аналізу результати відповідних досліджень провідних фахівців. Інвестиційний рейтинг країни узагальнює оцінку її інвестиційного клімату. Найважливішими світовими авторитетними системами оцінювання інвестиційного клімату країн є такі рейтингові агенції, як *Institutional Investor*, *Euromoney* та *Business Environment Risk Index (BERI)*.

Серед чинників, що сукупно формують сприятливий інвестиційний клімат, важливе місце посідають правові чинники: надійність законодавства з інвестиційної й зовнішньоекономічної діяльності (правове регулювання), а також стабільність політичної системи і національної валюти, сприятливі умови припливу іноземних інвестицій, валютне регулювання та інші політичні чинники.

Для закордонного інвестора особливу роль відіграють сприятливий режим іноземного інвестування й реєстрації іноземних інвестицій, позитивні умови створення спільних підприємств і вільних економічних (офшорних) зон (статус іноземного інвестора). Сприятливі передумови портфельного інвестування формують також достатня активність фондових бірж і позабіржового сектору, наявність досконалої інфраструктури тендерів (стан інвестиційного ринку); достатній рівень інвестиційної активності комерційних банків і фінансових компаній (стан фінансово-кредитної системи); наявність альтернативних форм власності, господарських товариств, особливо відкритих акціонерних товариств (інвестиційна активність населення); достатній розвиток і раціональна структура виробничого потенціалу, інвестиційна активність суб'єктів підприємницької діяльності (рівень розвитку продуктивних сил), а також достатній рівень розвитку й структура інвестиційного (будівельного) комплексу та системи матеріально-технічного забезпечення, сприятливі умови забезпечення вітчизняним та імпортом устаткуванням (рівень розвитку інвестиційної сфери).

Проте на кожну зі сфер економіки впливають як загальні, так і притаманні саме цій сфері внутрішні чинники. Навіть за сприятливого загального аналізу економіки можуть знайтися галузі, де інвестування на деякому часовому відріз-

ку виявиться недоцільним. Тож з метою визначення загальних пріоритетів інвестування здійснюють **галузевий (індустріальний) аналіз**.

Ціни на більшість фінансових інструментів змінюються відповідно до ринкової кон'юнктури. Слід зважати на те, що в разі загального зниження ринкових цін найбільше падає курс акцій тих галузей (підгалузей, виробництв), які мають слабку виробничу базу або потужні конкурентні виробництва. Галузевий (індустріальний) аналіз виявляє внутрішні галузеві тенденції й прогнозує відповідні відхилення від змін загальної ринкової кон'юнктури. Саме ця частина аналізу надає інформативну базу для класифікації галузей стосовно рівня ділової активності й за стадіями життєвого циклу.

Галузевий аналіз розпочинають з розгляду галузі як найагрегованішої системи, вивчення якої дає змогу в загальному вигляді визначити перспективи галузі, зокрема передбачувані доходи та необхідні інвестиції для підтримання або підвищення дохідності. Відбір галузей для портфельного інвестування здійснюють з огляду на мету інвестора щодо отримання доходу за цінними паперами і/або примноження капіталу.

Якщо інвестор зацікавлений у стабільних високих дивідендах, пріоритет надаватиметься галузям, підприємства яких виплачують такі дивіденди постійно. За такого підходу всі галузі класифікують за типами: галузі, що тільки формуються; галузі, що зростають (характеризуються постійним і випереджувальним порівняно з іншими галузями зростанням темпів об'ємів продажу і прибутку); стабільні галузі (об'єми продажу й прибутку відносно стабільні); циклічні галузі (з особливою чутливістю до фаз ділового циклу); спекулятивні галузі (про їхню активність відсутня достовірна інформація); галузі, що відмирають (із застарілою технологією й неконкурентною продукцією).

Оцінювання циклічності розвитку галузі ґрунтується на зіставленні її динаміки із загальноекономічними тенденціями. Virізняють, зокрема, галузі, що зростають, але їхня активність затьмарюється загальноекономічним спадом; захищені галузі, незалежні від загальноекономічного стану (виробництво продуктів харчування); циклічні галузі, які за показниками обсягів виробництва і цін розвиваються синхронно до загальноекономічних циклів; контрциклічні, які найінтенсивніше розвиваються саме під час відносно нетривалих і неглибоких спадів (видобуток мінеральної сировини, особливо нафти, золота); а також чутливі до зміни доходів галузі (до змін ставок відсотка).

Галузевий аналіз зазвичай доповнюють дослідженням особливостей розміщення виробничих об'єктів певної галузі, впливом регіональних передумов на стабільність їх функціонування. Галузевий аналіз передбачає також специфічні дослідження, щоб з'ясувати, на якій стадії розвитку перебуває галузь.

Стадія початкового розвитку характеризується розробленням і впровадженням на ринок принципово нових видів продукції, що викликає створення нових виробництв, а згодом — уведення нових спеціалізованих підприємств, які відокремлюються у самостійну галузь. На цій стадії нова галузь поглинає значні інвестиції, а від підприємницької діяльності зазвичай немає прибутку.

На **стадії швидкого зростання** продукція нової галузі широко схвалюється споживачами на ринку, зростання попиту на яку веде припливу інвестицій і

збільшення кількості виробників. Прибуток реінвестується, дивіденди виплачують переважно у вигляді додаткових акцій.

Стадія поступового зростання є періодом між високими темпами зростання продукції за рахунок збільшення кількості (зростання потужностей) підприємств і поступовим уповільненням росту (стабілізація). Головним напрямом інвестування стає розширення діючих підприємств, частішають випадки сплати дивідендів готівкою.

На **стадії стабілізації** досягається найвищий попит на продукцію, схвалення її якості і високі виплати дивідендів готівкою. Для товарів постійного вжитку (сільськогосподарська продукція, переробка сільськогосподарської сировини, сировинні галузі) ця стадія — завершальна.

Далі спостерігається **зниження росту й занепад** через появу нової конкурентоспроможної взаємозамінної продукції. Дивіденди падають, частішають випадки банкрутства підприємств.

Схему дослідження стадій розвитку галузі для визначення її інвестиційної привабливості наведено на рис. 5.3. Найвищі темпи приросту об'ємів виробництва й реалізації продукції характерні для стадій зростання, які вважають найпривабливішими для інвесторів. Утім, слід пам'ятати, що вибір для інвестування успішно працюючої упродовж тривалого часу галузі може виявитися помилковим. Напрямок, який напередодні був дуже ефективним, невдовзі може виявитися застарілим через появу нових ефективних конкурентних виробництв. Інвестиції доцільно спрямовувати насамперед у перспективні галузі.

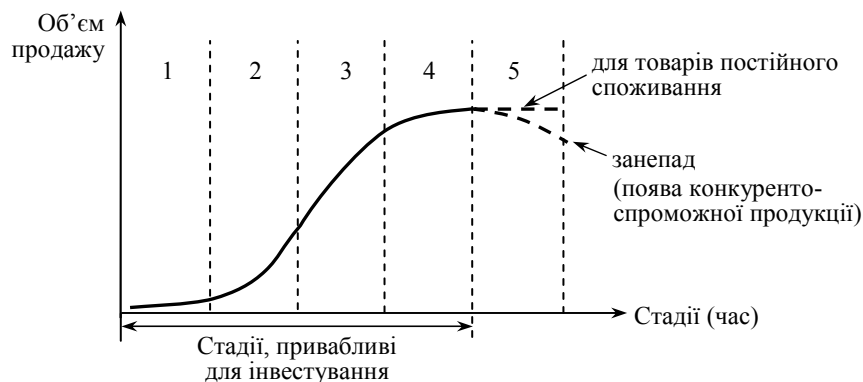


Рис. 5.3. Схема визначення інвестиційної привабливості галузі за стадіями розвитку

Доцільність фінансових інвестицій встановлюють з'ясуванням стадії життєвого циклу компанії-емітента (рис. 5.4).

Перша стадія: **передпроектні дослідження, проектування й освоєння інвестицій**. Стадія характеризується великими ризиками, витратами власних коштів або залучених і отриманих у борг, відсутністю прибутку.

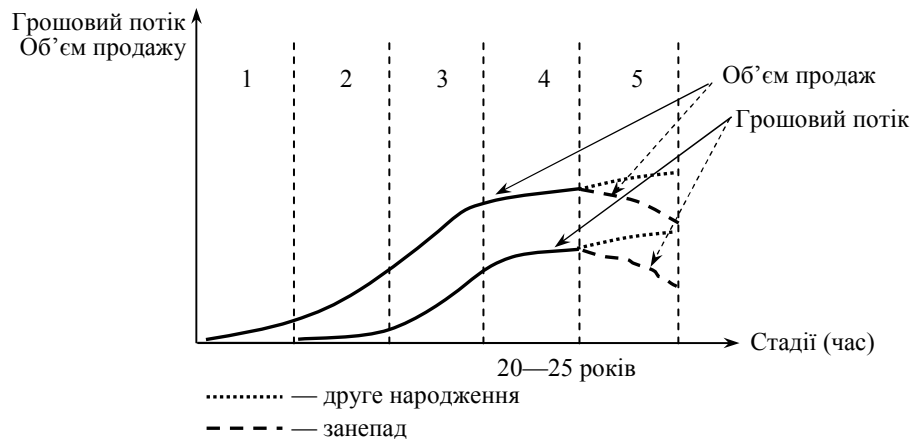


Рис. 5.4. Схема життєвого циклу компанії-емітента

Друга стадія: **початок експлуатації фірми**. На цій стадії великими є потреби в банківських позиках або венчурному капіталі. Прибуток реінвестується. Починають даватися ознаки ризику, пов'язані з конкуренцією на ринку.

Третя стадія: **швидке зростання**. Фірма починає диктувати ціни на продукцію. Характерним є високий рівень прибутку, але існує потреба у великих витратах на маркетинг і в інвестиціях. Компанія сплачує невеликі дивіденди.

Четверта стадія: **стабільне функціонування фірми**. На цій стадії вже добре відома компанія відшкодовує власні борги. Високий рівень конкуренції не дає змоги диктувати ціни, але невисокі витрати вможливають отримання середніх за галуззю прибутків. Компанія має можливості злиття, придбання інших компаній галузі, придбання компаній інших галузей, інвестування нових проектів, вихід на нові ринки, перепрофілювання виробництва тощо.

П'ята стадія: **занепад**, або **друге народження**. На цій стадії продукція не користується попитом, високою є конкуренція. Банки не зацікавлені у співпраці. Акції компанії вже не користуються попитом. Якщо на попередній стадії не було вироблено стратегії відродження й не здійснено солідних інвестицій, на компанію очікують занепад і банкрутство.

Найвищі темпи приросту показників динаміки випуску продукції (надання послуг) і прибутку спостерігаються на третій стадії. Ця стадія вважається найпривабливішою для стратегічних і портфельних інвесторів. На четвертій стадії інвестиції доцільні, якщо емітент має сприятливі маркетингові перспективи.

5.2. ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ АНАЛІЗ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ФІРМИ-ЕМІТЕНТА

Фундаментальний аналіз як оцінювання життєздатності і кредитоспроможності фірми-емітента сформований на основі розробок Бенджаміна Грехема з вибору недооцінених ринком акцій, Філа Фішера щодо новітніх методів збирання інформації стосовно об'єкта інвестування, Воррена Баффета щодо ви-

вчення фінансової звітності і конкретизації підходів до оцінювання бізнесу для формування інвестиційної політики, Томаса Прайса, який ув'язав вибір фінансових активів з розглядом загального стану економіки і етапів життєвого циклу галузі, Джона Темплтона щодо удосконалення підходів до інвестування з урахуванням глобалізаційних процесів в економіці та ін.

Всебічне оцінювання фінансового стану емітентів сприяє визначенню конкретних цінних паперів, у які доцільно інвестувати кошти. Переважна більшість фундаментальних аналітиків вважає, що найістотнішим для інвестора є з'ясування рівня доходу на акції фірми-емітента й дивідендів. Конче важливою є поточна ринкова ціна на її акції, те, як вона виглядає порівняно з найвищим і найнижчим рівнями цін минулого циклу, як ринковий курс акцій співвідноситься з його розрахунковим рівнем, виходячи з активів компанії, наявних у неї резервів, як оцінюють її сучасні і майбутні маркетингові умови, наскільки великою є довіра до її керівництва, як здійснюється менеджмент, завданням якого є прогнозування ціни на продукцію.

Слід розглянути такі основні елементи оцінювання: об'єм резервів, фінансові операції, структура ринку цього цінного папера і дохідність цінного папера, яка, власне, й слугує підґрунтям для прогнозування (моделювання) його ринкової ціни. Гарантією стабільності дивідендних виплат є резерви компанії, які зазвичай підвищують ліквідність акцій. Таким чином, інформація стосовно збільшення резервів сприятливо позначається на курсі акцій, тому має враховуватися аналітиками під час визначення справедливої ціни акцій.

Хоча фінансові операції, здійснювані компанією, за певних умов можуть суттєво не позначитися на курсах її акцій, однак ринкові очікування акціонерів (інвесторів) зумовлять зміну курсу цінного папера. Слід брати до уваги, що на ринку бувають протилежні оцінки однієї події (як оптимістичні, так і песимістичні). Якщо корпорація розширює капітал за рахунок резервів, інвестори сприймають це як передвісник (ознаку) піднесення її діяльності. Позитивно оцінюють інвестори і збільшення капіталу за рахунок злиття або поглинання іншого підприємства. Зростання курсу акцій може відбуватися після емісії облігацій, адже інвестори очікують на ефективне використання позикових коштів облігаційної позики.

Під час прогнозування ціни треба зважати на масштаби ринку конкретного цінного папера. Невеликий ринок, на якому здійснюють операції з обмеженою кількістю цінних паперів, швидко реагує на будь-які зміни. Ціна на такому ринку хоча й мінлива, але доволі керована, невелика кількість операцій здатна спричинити непередбачене підвищення або зниження курсу. Навпаки, на курсах фінансових інструментів широкого ринку не позначаються навіть операції у великих масштабах, які відбуваються щоденно.

Проведення кількісного аналізу передбачає дослідження динаміки доходів. Кількісний аналіз змін цього показника слід поєднувати з оцінюванням впливу багатьох якісних чинників, які прямо чи опосередковано впливають на нього. Серед впливових чинників варто вирізнити зростання цін на продукцію та об'ємів виробництва, введення в дію нових потужностей, витрати реалізації та управління, проникнення на нові ринки, рекламу, зміну циклів ділової активності.

Поточні витрати зіставляють з об'ємах продажу, позитивна динаміка такого співвідношення показує дієвість контролю фірми над витратами. Зростання цього співвідношення свідчить про зниження ефективності, зменшення — про більшу ефективність такого контролю.

Важливими для аналізу емітента є рівень і динаміка показника прибутку до виплати податків, який становить виручку від реалізації продукції за вирахуванням витрат і платежів (крім податків). Його відношення до об'єму продажу також може засвідчувати зростання чи зниження ефективності діяльності фірми-емітента. Чистий прибуток визначає об'єм коштів, які компанія може спрямувати на саморозвиток і дивідендні виплати. Підвищення такого показника як виручка в розрахунку на одну звичайну акцію сприяє зростанню ринкової ціни акції. Необхідно також проаналізувати фактичний рівень виплати дивідендів, який не має бути меншим 40—60 % прибутку.

Додатково вивчають нематеріальні чинники: goodwill (ділову репутацію фірми), товарні знаки, торгові марки. До третини рішень приймають саме на підставі розгляду здебільшого нематеріальних чинників. На засадах їх урахування західні науковці запропонували «індекс створення вартості» (Value Creation Index), який розраховує компанія Ernst & Young на підставі таких нематеріальних чинників, як дослідження та інновації, здатність затримувати кадри, співпраця і зв'язки, якість оперативного управління, вплив на довкілля, вкладення у створення і розвиток бренду.

Для оцінювання фінансового стану емітента фундаментальні аналітики використовують *дескриптивні (описові) моделі*, які являють собою систему аналітичних коефіцієнтів та *предикативні (прогностичні)* для з'ясування ймовірності банкрутства фірми. У фундаментальному аналізі, як правило, використовують такі моделі обох типів, які допомагають структурувати й ідентифікувати взаємозв'язки між показниками. *Нормативні моделі* для аналізу відхилень фактичних рівней показників від нормативних зазвичай застосовують при внутрішньому аналізі фірм.

До формалізованого інструментарію фундаментального аналізу належить насамперед **метод фінансових коефіцієнтів**, який широко застосовують під час оцінювання фінансового стану та місця емітента на ринку цінних паперів. Дослідники вважають фінансові коефіцієнти зручним засобом узагальнення величезного об'єму фінансових даних та інструментом порівняльного аналізу діяльності компанії, правильна інтерпретація коефіцієнтів може вказати аналітикові на сфері, які вимагають поглибленого дослідження. Утім, недоліком методу фінансових коефіцієнтів є те, що він враховує лише кількісні дані. Тому використання фінансових коефіцієнтів без додаткового якісного аналізу не завжди вможливає правильність висновків.

Фінансовий стан фірми-емітента характеризується сукупністю показників (так званих *мультиплікаторів*) оцінювання. У розрахунках їх спираються на показники рівня прибутку до вирахування відсотків і податку на прибуток (ЕВІТ — earnings before interest and tax), прибутку до вирахування відсотків, податку на прибуток і амортизації (ЕВІТДА — earnings before interest, tax, depreciation and amortization), виручки (revenues (sales), капіталізації — ринкової

вартості акцій (market value). EBITDA — необхідний показник при аналізі фінансового стану емітентів, які прискорено зростають, але не показують чистий прибуток. Він може бути використаний для компаній, що демонструють чисті збитки. Похідний від EBITDA мультиплікатор EV/EBITDA (enterprise value / EBITDA) є цікавим тим, що дозволяє порівнювати компанії з різною структурою капіталу.

Найчастіше закордонні фундаментальні аналітики застосовують у практиці показники, які враховують ринкову ціну акції емітента (K_1, K_2, K_7, K_8). Для визначення інвестиційної привабливості простих акцій компанії-емітента використовують, зокрема, такі показники (деякі назви в перекладі — умовні):

1. Коефіцієнт «ціна—дохід», або цінність акції (K_1):

$$K_1 = P / E, \quad \text{«Price — Earnings»},$$

де P — ринкова ціна акції; E (EPS — «Earnings Per Share») — чистий прибуток, зменшений на величину дивідендів за привілейованими акціями, у розрахунку на одну просту акцію (цей показник впливає на ринкову ціну акцій).

2. Коефіцієнт дивідендної віддачі акцій (K_2):

$$K_2 = D / P, \quad \text{«Dividend Yield»},$$

де D — дивіденд за акцією; P — ринкова ціна акції.

3. Коефіцієнт дивідендних виплат, дивідендний вихід, або коефіцієнт платіжності (K_3):

$$K_3 = C / R, \quad \text{«Dividend Payout»},$$

де C — прибуток для сплати дивідендів; R — чистий прибуток.

4. Коефіцієнт дивідендного покриття (K_4):

$$K_4 = 1 / K_3 = R / C,$$

де R — чистий прибуток; C — прибуток для сплати дивідендів.

5. Коефіцієнт рентабельності акціонерного капіталу з чистого доходу (K_5):

$$K_5 = R / G,$$

де R — чистий прибуток; G — капіталізована вартість акцій¹.

6. Коефіцієнт рентабельності акціонерного капіталу з обсягу реалізації (K_6):

$$K_6 = F / G,$$

де F — обсяг реалізації; G — капіталізована вартість акцій.

7. Коефіцієнт «ціна—виручка» (K_7):

$$K_7 = 1 / K_6 = G / F = P / S, \quad \text{«Price—Sales»},$$

де G — капіталізована вартість акцій; F — обсяг реалізації; P — ринкова ціна акції; S — виручка від реалізації в розрахунку на одну акцію.

¹ Капіталізована вартість акцій (market value — ринкова вартість усіх акцій корпорації) $G = Q \cdot P$, де Q — кількість акцій в обігу, P — ринкова ціна акції.

8. Коефіцієнт «ціна—балансова вартість» (K_8):

$$K_8 = P / B, \quad \text{«Price to Book Value Ratio»},$$

де P — ринкова ціна акції; B — балансова (облікова) вартість активів у розрахунку на одну акцію.

Наведений перелік можна доповнити показниками, які оцінюють суто ринкове становище емітента (K_9, K_{10}). Їх розраховують так.

9. Коефіцієнт ліквідності (K_9):

$$K_9 = L_p / L_R,$$

де L_p — загальний об'єм пропозиції; L_R — реальний об'єм продажу акцій.

10. Коефіцієнт «пропозиції—попит» (K_{10}):

$$K_{10} = W_p / W_R,$$

де W_p — ціна пропозиції; W_R — ціна попиту на акцію.

Підсумкове оцінювання інвестиційної привабливості фірми-емітента доцільно зробити на підставі узагальненого показника інвестиційної якості, який розраховують за методом «суми рангів» (аналогічні коефіцієнти різних компаній ранжують залежно від їхнього значення, сума рангів усіх коефіцієнтів кожної компанії визначає абстрактний узагальнений показник її інвестиційної привабливості).

Чистий прибуток на одну просту акцію Earnings Per Share (EPS) як відношення чистого прибутку, зменшеного на величину дивідендів за привілейованими акціями до загальної кількості простих акцій, значною мірою впливає на ринкову ціну акцій. Цей показник фундаменталісти досить часто розглядають як справедливую вартість простої акції. Головний його недолік — неможливість зіставлення через неоднакову ринкову вартість акцій різних компаній-емітентів.

При розрахунку чистого прибутку прискіплені аналітики враховують: історичні дані про зміни прибутку, стабільність прибутку, а також за необхідності — зовнішні чинники, що можуть впливати на майбутній прибуток. Слід зазначити, що західні дослідники вказують на «ненауковість» методу розрахунку чистого прибутку, зокрема, через розбіжності в локальних і міжнародних підходах щодо оцінювання амортизації гудвілла за різних методик бухгалтерського обліку; через різні рівні заборгованості та податкові ставки.

Коефіцієнт «ціна—дохід» Price-Earnings Ratio (P/E) характеризує зв'язок між ринковою ціною і доходом, який вона приносить. Є індикатором попиту на акції компанії. Він показує, скільки згодні платити інвестори в даний момент за одиницю прибутку на акцію. Відносно високе зростання цього показника в динаміці засвідчує, що інвестори очікують прискореного зростання прибутку цієї фірми порівняно з іншими. Цей показник можна використовувати у просторових (міжгосподарських) зіставленнях.

Компаніям, які мають відносно високу сталість економічного зростання, притаманні високі значення показника «ціна—дохід». Разом із тим цілком можливо, що потенціал зростання курсової вартості цього цінного папера вичерпа-

ний, тож невдовзі може розпочатися падіння ринкової ціни. Коефіцієнт «ціна—дохід» показує, як порівняно із середньоринковим рівнем на початку «ведмежого» ринку може впасти курс акцій. За інших рівних умов слід очікувати, що акції із вищим P/E у відсотках більше втрачатимуть у ціні порівняно з тими, в яких цей показник нижчий.

За загального падіння курсів передусім потерпають ті акції, курс яких не відповідає фактичному фінансовому стану емітента. **«Ціна—дохід» — інформативний показник, який демонструє відрив ринкової вартості акцій від їхньої справедливої (внутрішньої) вартості й уможливорює визначення рівня переоціненості чи недооціненості акцій на ринку.**

Високе значення P/E нерідко свідчить про переоціненість акцій. На розвинутих ринках значення P/E для близьких за профілем та розмірами компаній має наближатися до певної константи, значення якої для кожної галузі визначають статистичні дані. При зіставленні цього показника по акціях низки фірм інвестиційно привабливими є ті, по яких P/E найменший. Але це не стосується акцій компаній так званих «блакитних корінців», які працюють стабільно.

Попри недоліки мультиплікатор P/E зрозумілий усім учасникам ринку, навіть індивідуальним інвесторам. На практиці показник P/E обчислюють так. Спочатку на підставі останнього за роком звіту про доходи підприємства визначають балансову величину доходу підприємства в розрахунку на одну акцію шляхом ділення прибутку після оподаткування на число акцій в обігу. Далі визначають ринкову ціну простих акцій підприємства (використовують ціну останньої угоди за акціями або інформацію у фінансовій пресі). Нарешті ринкову ціну акції ділять на дохід у розрахунку на одну акцію.

Альтернативний підхід передбачає розрахунок подібного мультиплікатора ($P/EBIT$) на підставі показника $EBIT$ — earnings before interest and tax. Таку методику розрахунку використовують для збиткових компаній або тих, які мають значне боргове навантаження, котре погашає чистий прибуток. Вона дозволяє також усунути невизначеність, пов'язану з розбіжностями у ставках податку на прибуток.

Коефіцієнт дивідендної віддачі ($Dividend Yield$) у компаніях, що розширюють свою діяльність шляхом капіталізації більшої частини прибутку, відносно невеликий. Він характеризує відсоток повернення коштів на капітал, вкладений в акції фірми (прямий ефект). Спостерігається також побічний ефект, що виявляється в зміні ринкової ціни акцій фірми-емітента.

Коефіцієнт дивідендних виплат, або дивідендний вихід ($Dividend Payout$) вказує на можливі зміни в попиті на акції за умов «ведмежого» ринку. Курс акцій із вищим рівнем цього коефіцієнта падає у відсотковому відношенні менше, ніж курс акцій із нижчим рівнем цього показника.

Коефіцієнт дивідендних виплат — це частка чистого прибутку, сплачена власникам акцій у вигляді дивідендів. Значення коефіцієнта залежить від інвестиційної політики фірми. Із цим показником тісно пов'язаний коефіцієнт реінвестування прибутку, який характеризує його частку, реінвестовану у розвиток виробничої діяльності. Сума значень показника дивідендного виходу й коефіцієнта реінвестування прибутку дорівнює одиниці.

Деякі аналітики часто розглядають коефіцієнт «ціна—балансова вартість» P/B (Price to Book Value Ratio), який характеризує відношення ринкової ціни акції до її балансової вартості — частки власного капіталу фірми, що припадає на одну акцію. Балансова ціна (вартість) акції складається з її номінальної вартості (тобто вартості, за якою акція врахована в акціонерному капіталі), частини емісійного прибутку (накопичуваної різниці між ринковою ціною акцій у момент їх продажу та їхньою номінальною вартістю) і частини прибутку накопичуваного та вкладеного в розвиток фірми, що припадає на одну акцію.

Балансова вартість є відносно постійною величиною, яку можна зіставляти як у часі, так і між окремими емітентами. Проте цей показник не відображає якість прибутку, тож прогноз грошових потоків залежить від методів нарахування амортизації. Він може застосовуватися при аналізі компаній, які не мають значних основних засобів. Значення коефіцієнта P/B більше одиниці означає, що інвестори, купуючи акцію, здатні дати за неї ціну, що перевищує облікову оцінку реального капіталу, який припадає на акцію (переоцінені акції). Значення P/B менше одиниці розглядається як свідчення недооціненості акції.

Відношення ринкової ціни акції до виручки від реалізації продукції у розрахунку на одну акцію характеризує показник P/S (Price-Sales). За умов економічної стабільності для великих фірм значення P/S зазвичай становить 0,4—0,8. Якщо цей показник менший за 0,4, це свідчить про недооціненість акції.

Коефіцієнт ліквідності акцій характеризує кількісний результат — частку проданих акцій конкретного емітента у загальному обсязі їх пропозиції, а коефіцієнт «пропозиція—попит» свідчить про співвідношення цін пропозиції та попиту.

Західні інвестори приділяють велику увагу рентабельності компанії. Тому у зарубіжній практиці прийнято кілька показників рентабельності. За поглибленого аналізу при наявності даних розраховують коефіцієнт — відношення чистого прибутку до акціонерного капіталу, коефіцієнт — відношення балансового прибутку до середньої вартості всіх активів, дохід на акцію оцінює рентабельність з точки зору власника акції, рентабельність продажу визначається відношенням балансового прибутку до виручки від реалізації продукції. У випадку, коли звітні документи емітента недосяжні, аналітик обмежує перелік використовуваних показників.

Слід зазначити, що таку аналітичну роботу здійснюють під час відбору до портфеля простих акцій. Аналіз щодо привілейованих акцій буде значно спрощеним, оскільки інвестору заздалегідь відомий рівень фіксованого доходу за ними. Проте він має деякі особливості.

Для аналізу привабливості привілейованих акцій використовують коефіцієнти забезпечення привілейованих акцій чистими активами; покриття дивідендів з привілейованих акцій.

Коефіцієнт забезпечення привілейованих акцій чистими активами (K_A):

$$K_A = \frac{A - B}{V},$$

де A — загальна вартість активів; B — загальна величина заборгованості; V — кількість привілейованих акцій.

Коефіцієнт покриття дивідендів з привілейованих акцій (K_D):

$$K_D = \frac{E}{D},$$

де E — чистий прибуток, D — сума дивідендів, яка передбачається до виплати.

Аналізуючи фінансовий стан підприємства, необхідно врахувати таке:

- відносні показники дають змогу зосередити увагу на «точках» успіху чи невдач у діяльності конкретного підприємства, але не завжди зроблені на цій підставі висновки є беззаперечними;

- перш ніж зробити будь-які висновки, потрібно ретельно проаналізувати як верхню частину певного відносного показника (чисельник), так і його нижню частину (знаменник);

- слід пам'ятати, що значення показника набуває реального змісту лише порівняно з галузевими стандартами та відповідними показниками даного підприємства за попередні періоди або в динаміці.

Усі показники перебувають у взаємозв'язку, тому оцінити реальний фінансовий стан підприємства можна лише на підставі використання певного комплексу коефіцієнтів з урахуванням впливу на них різних чинників. Залежно від мети та завдань аналізу фахівець у кожному конкретному випадку може самостійно обирати доцільний, на його думку, комплекс показників оцінювання фінансового стану. Додамо, що всі розрахунки передбачають урахування думки аналітика — обов'язкової складової будь-якого оцінювання. Попри формалізований підхід, який надає підсумкам видимість науковості, на думку багатьох фахівців, методика фінансових коефіцієнтів значною мірою спирається на досвід й інтуїцію дослідника.

Дослідження певного комплексу (системи) обчислених коефіцієнтів та розроблення висновків про фінансовий стан суб'єкта господарювання за результатами такого дослідження в працях деяких учених дістав назву **однофакторного (одновимірного) дискримінантного аналізу**. Найвідомішими моделями однофакторного дискримінантного аналізу є системи показників У. Бівера та П. Вайбеля, розроблені у 60—70-х роках минулого століття.

Запровадивши досконалішу статистичну методику порівняно з тою, якою користувалися його попередники, американський економіст У. Бівер з'ясував, що на підставі фінансових коефіцієнтів можливе прогнозування банкрутства та невиконання зобов'язань фірмою за п'ять років до краху. Він обрав шість із 30 досліджених фінансових коефіцієнтів, які й утворили його систему прогнозування. З них відношення Cash-flow до позикового капіталу, показники концентрації позикового капіталу та загальної ліквідності широко застосовують в аналітичній практиці й українські аналітики.

Показник відношення Cash-flow до всього позикового капіталу в літературних джерелах та методичних рекомендаціях найчастіше називають коефіцієнтом (моделлю) У. Бівера. Він вважається доволі точним. За міжнародними стандартами орієнтовне значення коефіцієнта Бівера перебуває в межах 0,17—0,4. Значення показника менше 0,17 дає підстави віднести підприємство до високої групи ризику втрати платоспроможності. Значення показника від 0,17 до 0,4

ідентифікує підприємство як таке, що має середній рівень платоспроможності. Значення показника понад 0,4 дозволяє віднести фірму до групи низького ризику втрати платоспроможності.

Аналогічним є розроблення висновків про фінансовий стан на основі обчислення та дослідження шести показників за моделлю П. Вайбеля, яка поширена в німецькомовній економічній літературі.

Прикладом вітчизняної методики однофакторного дискримінантного аналізу може слугувати система показників, що зазначена у Положенні про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, які підлягають приватизації. Названі показники можна доволі просто розрахувати на підставі річної звітності підприємства-емітента.

Однією з найважливіших характеристик фінансового стану фірми є стабільність її діяльності в подальшій перспективі, пов'язана з рівнем залежності від кредиторів та інвесторів. Дослідження структури джерел фінансування пов'язане з поняттям лівериджу. **В економічній термінології ліверидж — це «ефект важеля» під час визначення співвідношення власного залученого і позикового, основного і обігового капіталу.** Від середини 1980-х років у західних країнах набула поширення практика придбання компаній чи їх підрозділів за рахунок викупу контрольного пакета акцій корпорацій (leveraged buy-outs — *LBO*), фінансованого значною мірою за допомогою позикових коштів — банківських кредитів, забезпеченням яких виступали активи (викуп на основі позики).

LBO — узагальнювальний термін (аббревіатура), що охоплює три специфічні форми leveraged buy-outs: викупи менеджерами (management buy-outs, *MBO*), викупи менеджерами частки власності (management buy-ins, *MBI*) та переуступку часток (buy-in management buy-outs, *BIMBO*). Акціонерну частину фінансування забезпечують, за Россом Геддесом, венчурні капіталісти та фонди прямих інвестицій, які в Європі часто ідентифікують себе з венчурним капіталом. Венчурні капіталісти забезпечують фінансову підтримку новоствореним компаніям на початкових фазах їх розвитку. Фонди прямих інвестицій — це вкладення професіоналів — інституційних інвесторів зазвичай у вже доволі відомі компанії за рахунок позик. Фонди прямих інвестицій, які переважно зареєстровані у формі *Ltd*, називають себе венчурними, але в жодному разі не інвестують компанії на початкових фазах розвитку.

LBO-фірми функціонують за умов високого рівня боргів, а отже низької частки їхнього власного капіталу. Фонди прямих інвестицій, які дуже пильно відстежують власні вкладення, прагнуть вийти зі складу акціонерів ризикової *LBO*-фірми через 2—7 років після здійснення інвестицій. Цей вихід може відбуватися, зокрема, за рахунок продажу *LBO*-фірми стратегічному інвесторові. Високі показники рівня запозичених коштів, невелика кількість вільних грошових коштів через великі виплати відсотків кредиторам знижують ринкову ціну акцій *LBO*-фірм з огляду на високий рівень ризику, притаманний їхній діяльності.

Якщо співвідношення «власний капітал/позикові кошти» матиме значний нахил у бік боргів, фірма-емітент може збанкрутіти, якщо кілька кредиторів одночасно вимагатимуть повернення своїх грошей. У випадку викупу за рахунок позики — із використанням боргових ресурсів мультиплікатор $EV/EBITDA$

(enterprise value /EBITDA) демонструє здатність компанії leveraged buy-outs генерувати грошові потоки, які можуть спрямовуватися на виплату боргу в короткотерміновій перспективі.

Проте співвідношення власних і позикових коштів дає лише загальну оцінку фінансової сталості компаній. Тому у світовий і вітчизняній практиці застосовують систему додаткових показників.

Наприклад, коефіцієнт концентрації власного капіталу характеризує частку коштів власників фірми в загальній сумі коштів, авансованих у її діяльність. Цей показник разом із коефіцієнтом концентрації залученого (позикового) капіталу в сумі дорівнює одиниці.

Загалом стосовно доцільності використання позикових коштів у зарубіжній практиці існують різні погляди. Поширеною на Заході є думка, що частка власного капіталу має бути доволі великою — не нижче за 0,6 (або 60 %). Західні інвестори вважають, що такі фірми з більшою ймовірністю здатні у разі потреби погасити різні борги за рахунок власних коштів.

Компаніям Японії, навпаки, притаманна вища частка позикового капіталу (до 80 %), і це вважається доцільним. Така різниця в поглядах пояснюється тим, що інвестиційні потоки в різних країнах мають різну природу — у США інвестиції надходять переважно від населення (акціонуванням), в Японії — від банків, де високе значення коефіцієнта концентрації позикового капіталу свідчить про довіру до корпорації з боку банків, тобто про її фінансову надійність.

Зворотним до зазначеного коефіцієнта є коефіцієнт фінансової залежності, зростання якого в динаміці засвідчує збільшення частки позикових коштів в інвестиціях у фірми. Структуру капіталу фірми характеризує коефіцієнт довготермінового залучення запозичених коштів, зростання якого в динаміці означає, що залежність підприємства від зовнішніх інвестицій збільшується.

Коефіцієнт маневрування власного капіталу показує, яку частку власного капіталу використовують для фінансування поточної діяльності, тобто вкладено в обігові кошти, а яку капіталізовано (цей коефіцієнт може змінюватися залежно від структури капіталу та галузевої належності фірми).

Обчислення коефіцієнта структури довготермінових вкладень ґрунтоване на передбаченні, що довготермінові позики використовуються для фінансування основних засобів. Коефіцієнт визначає частку основних засобів, профінансованих зовнішніми інвесторами та належних їм.

Можливість виконання боргових зобов'язань фірмою-емітентом залежить насамперед від розміру і сталості балансу грошових надходжень і виплат. Платоспроможність боржника характеризує відношення чистого грошового потоку (прибутку до сплати відсотків і податків) за певний період до загальної суми боргу. Практики вважають, що падіння цього коефіцієнта нижче 0,4 є передвісником неплатоспроможності фірми-емітента.

Щоб з'ясувати, якою мірою доходи фірми-емітента перевищують суму щорічних відсоткових сплат і основної суми боргу, застосовують коефіцієнт покриття боргу (відношення прибутку до сплати відсотків і податків до загальної суми обслуговування боргу — відсотки й відрахування до фонду сплати основного боргу). Достатнім вважається рівень надійності виконання зобов'язань, якщо

коефіцієнт перевищує 6, а для фірм галузей із регулярними змінами піднесення та спаду, тобто циклічних — 4. Якщо цей коефіцієнт менше за 2, це свідчить про низький рівень надійності боргових зобов'язань. Відношення прибутку після сплати податків і відсотків за всіма позиками до суми щорічних сплат з усієї заборгованості характеризує коефіцієнт обслуговування боргу.

Фінансовий аналіз підприємств України передбачає розрахунок і оцінювання коефіцієнтів: автономії, фінансування, забезпеченості власними оборотними коштами та маневреності власного капіталу. Запропоновано до практичного використання також комплекс показників фінансової незалежності та структури капіталу, який включає ширший перелік коефіцієнтів.

На Заході в оцінюванні кредитоспроможності, ймовірності банкрутства фірм досить поширеним є підхід, який використовують при розробленні моделей, що дістали назву функцій *багатофакторного дискримінантного аналізу*. Найвідомішими моделями *прогнозування банкрутства з використанням інтегрованого Z-показника* є моделі Альтмана, Лиса, Тафлера-Тішоу, Беєрмана, Спрінгейта та ін.

Розроблення інтегрованих Z-показників у зарубіжній аналітичній практиці для оцінювання ймовірності банкрутства досліджуваного підприємства є результатом досліджень можливості комплексного оцінювання фінансового стану за допомогою багатофакторного дискримінантного аналізу, метою якого є виведення та інтерпретація значення однієї залежної (пояснюваної) змінної за допомогою значень багатьох незалежних (пояснювальних) змінних. У процесі аналізу добирають низку показників, для кожного з яких визначається вага у «дискримінантній функції». Величина окремих ваг характеризує різний вплив певних показників на значення змінної, яка в інтегрованому вигляді відображає фінансовий стан підприємства.

Американські аналітики вважають, що *мультидискримінантний аналіз* (*Multipli-discriminant analysis — MDA*) є статистичним методом, який найбільше годиться для розрахунків «ваги» кожної змінної. Цей метод ще називають методом *дискримінантних показників платоспроможності*.

Загальний вигляд моделі багатофакторного дискримінантного аналізу такий:

$$Z = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + \dots + a_nX_n,$$

де a_0 — вільний член дискримінантної функції; a_1, a_2, \dots, a_n — вагомість показників; $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_n$ — фінансові коефіцієнти.

Розглянемо зміст найчастіше застосовуваних у закордонній аналітичній практиці моделей оцінювання фінансового стану фірм із використанням інтегрованого Z-показника.

Так, для оцінювання надійності фірми-емітента і прогнозування її можливого банкрутства здійснюють **розрахунок індексу кредитоспроможності, так званого коефіцієнта (індексу) Е. Альтмана**, який являє собою багатофакторне регресійне рівняння. Е. Альтман (*Altman*) удосконалив однофакторний аналіз У. Бівера, запропонувавши індекс, побудований за технікою мультиплікативно-го дискримінантного аналізу, що дає змогу в першому наближенні вирізнити серед суб'єктів господарювання потенційних банкрутів.

Індекс Альтмана — це функція п'яти показників, які найбільш репрезентативно характеризують економічний потенціал фірми. Індекс кредитоспроможності (коефіцієнт) Альтмана для фірм, акції яких обертаються на фондових біржах, обчислюють за адитивним рівнянням, яке має такий вигляд:

$$Z_A = 3,3K_1 + 0,99K_2 + 0,6K_3 + 1,4K_4 + 1,2K_5,$$

де показники K_1, K_2, K_3, K_4, K_5 розраховують таким чином:

$$K_1 = \frac{E}{A},$$

де E — прибуток до виплати відсотків і податків; A — всі активи фірми.

$$K_2 = \frac{V}{A},$$

де V — виручка від реалізації; A — всі активи фірми.

$$K_3 = \frac{S}{B},$$

де S — власний капітал (ринкова оцінка); B — залучений капітал.

$$K_4 = \frac{R}{A},$$

де R — реінвестований прибуток; A — всі активи фірми.

$$K_5 = \frac{C - Z}{A},$$

де C — короткотермінові активи; U — короткотермінові зобов'язання; A — всі активи фірми.

Критичне значення індексу Z , розраховане Альтманом за даними статистичної вибірки, становить 2,67. З цією величиною зіставляють обчислене значення індексу кредитоспроможності конкретної фірми.

Зіставлення вможливує розмежування між наявними фірмами і висловити припущення стосовно доволі ймовірного в передбачуваному майбутньому (2—3 роки) банкрутства одних із $Z < 2,67$, відносно недостатньо стабільного фінансового стану фірм із $3,0 > Z > 2,67$ та стабільного стану із $Z > 3,0$. Практики вважають, що $Z < 1,8$ свідчить про надто високу ймовірність близького банкрутства (табл. 5.1).

Зазначимо, що правильний розрахунок індексу кредитоспроможності за наведеною моделлю можливий лише для компаній, які котирують свої акції на фондових біржах. Тільки для таких компаній можна обчислити ринкову оцінку власного капіталу емітента (показник K_3).

Таблиця 5.1

**ВИЗНАЧЕННЯ ЙМОВІРНОСТІ БАНКРУТСТВА ЗА МОДЕЛЮ АЛЬТМАНА
ДЛЯ ФІРМ, АКЦІЇ ЯКИХ ОБЕРТАЮТЬСЯ НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ**

Значення Z-рахунка	Ймовірність банкрутства
До 1,8	Дуже висока
1,81—2,66	«Туманна область» (висока)
2,67—2,9	Можлива, потрібен додатковий аналіз
3,0 і вище	Малоймовірна

Для решти фірм (у формі ЗАТ) адитивна модель Альтмана набуває вигляду:

$$Z_{\text{АЛ}} = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,42 X_4 + 0,995 X_5,$$

де X_1 = робочий капітал / усього активів;

X_2 = чистий нерозподілений прибуток / усього активів;

X_3 = прибуток до сплати податків та відсотків / усього активів;

X_4 = ринкова вартість акцій / усього зобов'язань;

X_4 = облікова вартість акцій / усього зобов'язань;

X_5 = обсяг продажу / усього активів (ресурсовіддача).

Висновки щодо ймовірності банкрутства фірм відповідно до цієї моделі наведено у табл. 5.2.

Таблиця 5.2

**ВИСНОВКИ ЩОДО ЙМОВІРНОСТІ БАНКРУТСТВА ФІРМ
ЗА ДРУГОЮ МОДЕЛЮ АЛЬТМАНА**

Значення Z-рахунка	Ймовірність банкрутства
До 1,22	Дуже висока
1,23—2,89	«Туманна область» (висока)
2,9 і вище	Малоймовірна

Модель імовірності банкрутства, розроблена Спрінгейтом (США), є модифікацією моделей Альтмана, чотирифакторною моделлю розрахунку Z-показника і має вигляд:

$$Z_c = 1,03 X_1 + 0,66 X_2 + 3,07 X_3 + 0,4 X_5,$$

де X_1, X_3, X_5 обчислюються як у моделях Альтмана;

X_2 = прибуток до сплати податків / короткострокова заборгованість.

Критичне значення за застосування моделі Спрінгейта становить 0,862. При отриманні аналітиком у розрахунках $Z < 0,862$ підприємство вважається потенційним банкрутом.

Відомі й інші моделі, насамперед британських учених Тафлера (Tafler) і Тішоу (Tishaw), які запропонували чотирифакторну модель для прогнозування банкрутства фірм. Модель Тафлера—Тішоу має вигляд:

$$Z_{TT} = 0,53 X_1 + 0,13 X_2 + 0,18 X_3 + 0,16 X_4.$$

Порядок обчислення параметрів моделі Тафлера—Тішоу і висновки щодо аналізу наведено в табл. 5.3 і 5.4.

Таблиця 5.3

ВИЗНАЧЕННЯ ПАРАМЕТРІВ МОДЕЛІ ТАФЛЕРА—ТІШОУ

Параметр	Порядок обчислення
X_1	прибуток від реалізації / короткострокові зобов'язання
X_2	оборотні активи / сума зобов'язань
X_3	короткострокові зобов'язання / всього активів
X_4	виручка / всього активів

Таблиця 5.4

ВИСНОВКИ ЩОДО ЙМОВІРНОСТІ БАНКРУТСТВА
ЗА МОДЕЛЛЮ ТАФЛЕРА—ТІШОУ

Значення Z-рахунка	Ймовірність банкрутства
$Z > 0,3$	малоймовірна
$Z < 0,2$	висока

Далі наведемо модель розрахунку Z-показника Романа Лиса (Велика Британія):

$$Z_L = 0,063 X_1 + 0,092 X_2 + 0,057 X_3 + 0,001 X_4.$$

Критичне значення інтегрального Z-показника за моделлю Романа Лиса дорівнює 0,037. За меншого значення Z-показника можливість банкрутства підприємства вважають дуже ймовірною. Вихідні параметри моделі наведено у табл. 5.5.

Таблиця 5.5

ВИЗНАЧЕННЯ ПАРАМЕТРІВ МОДЕЛІ РОМАНА ЛИСА

Параметр	Порядок обчислення
X_1	оборотний капітал / усього активів
X_2	прибуток від реалізації / усього активів
X_3	нерозподілений прибуток / усього активів
X_4	власний капітал / позиковий капітал

У Німеччині методологію багатофакторного дискримінантного аналізу при дослідженні фінансового стану підприємств вперше застосував 1976 року К. Беєрман. Висновки німецького економіста базувалися на емпіричному дослідженні низки підприємств, половина з яких були збитковими й перебували у кризовому стані. Надто довгу десятифакторну модель Клауса Беєрмана зазвичай наводить у табличний спосіб (табл. 5.6).

Таблиця 5.6

ПАРАМЕТРИ ДЕСЯТИФАКТОРНОЇ МОДЕЛІ К. БЕЄРМАНА

Параметр	Порядок обчислення	Вагомість (коефіцієнт)
X_1	позиковий капітал / валюта балансу	+0,077
X_2	чистий прибуток / валюта балансу	+0,813
X_3	чистий прибуток / позиковий капітал	+0,124
X_4	чистий прибуток / чиста виручка від реалізації	-0,105
X_5	cash-flow / позиковий капітал	-0,063
X_6	чиста виручка від реалізації / валюта балансу	+0,061
X_7	запаси / чиста виручка від реалізації	+0,268
X_8	сума амортизації / вартість основних засобів на кінець періоду	+0,217
X_9	введені основні засоби / сума амортизації	+0,012
X_{10}	заборгованість за банківськими позиками / позиковий капітал	+1,165

Отримані значення інтегрального Z -показника К. Беєрман рекомендує інтерпретувати так:

$Z > 0,32$ — підприємство під загрозою банкрутства;

$0,32 > Z > 0,236$ — потрібен додатковий аналіз;

$Z < 0,236$ — банкрутство підприємству не загрожує (табл. 5.7).

Таблиця 5.7

ВИСНОВКИ ЩОДО ЙМОВІРНОСТІ БАНКРУТСТВА ЗА МОДЕЛЮ К. БЕЄРМАНА

Значення Z -рахунка	Ймовірність банкрутства
$Z > 0,32$	Загроза банкрутства
$0,32 > Z > 0,236$	Потрібен додатковий аналіз
$Z < 0,236$	Банкрутство підприємству не загрожує

За результатами статистичних обстежень підприємств упродовж 1970—1975 років французькі дослідники Конан і Гольдер вивели дискримінантний Z -показник. Дискримінантна модель Конана і Гольдера виглядає так:

$$Z_{\text{КГ}} = -0,16 X_1 - 0,22 X_2 + 0,87 X_3 + 0,10 X_4 - 0,24 X_5.$$

Далі наведено порядок обчислення параметрів моделі Конана і Гольдера та інтерпретацію значень Z -показника (табл. 5.8 і 5.9).

Таблиця 5.8

ВИЗНАЧЕННЯ ПАРАМЕТРІВ МОДЕЛІ КОНАНА І ГОЛЬДЕРА

Параметри	Порядок обчислення
X_1	(дебіторська заборгованість + грошові кошти) / всього активів
X_2	постійний капітал / усього пасивів
X_3	фінансові видатки / обсяг продажу (після оподаткування)
X_4	видатки на персонал / додана вартість (після оподаткування)
X_5	валовий прибуток / позиковий капітал

Таблиця 5.9

ІМОВІРНІСТЬ ЗАТРИМКИ ПЛАТЕЖІВ (у %) ДЛЯ РІЗНИХ ЗНАЧЕНЬ Z -ПОКАЗНИКА

Значення Z -показника	+0,210	+0,048	+0,002	-0,026	-0,068	-0,087	-0,107	-0,131	-0,164
Імовірність затримки, %	100	90	80	70	50	40	30	20	10

Конан і Гольдер розраховували ймовірність затримки платежів у відсотках для різних 9 значень Z -показника. Надалі ці дослідження були продовжені групою аналітиків, яку очолював Гольдер. Результатом стало розроблення неординарної методики обчислення показників платоспроможності диференційовано для галузей: будівельних робіт (будівництва), оптової торгівлі і транспорту.

Український економіст О. О. Терещенко запропонував модель дискримінантного аналізу для оцінювання кредитоспроможності вітчизняних підприємств, розробив алгоритм багатофакторного дискримінантного аналізу з урахуванням вітчизняних умов господарювання. Ним запропоновано сім алгоритмів оцінювання фінансового стану.

Групування досліджуваних підприємств здійснено за принципом наближеності середніх значень показників, у результаті чого виокремлено 7 груп фірм за видами економічної діяльності. Для підприємств транспорту і зв'язку О. О. Терещенко пропонує застосовувати таку адитивну модель інтегрального оцінювання фінансового стану:

$$Z_T = 0,61X_1 + 1,047X_2 + 0,207X_3 + 0,252X_4 + 1,077X_5 - 0,06X_6 - 1,9.$$

За використання зазначеної моделі рекомендується така інтерпретація значень інтегрованого Z -показника:

- $Z < -0,5$ — незадовільний фінансовий стан;
- $-0,5 < Z < 0,5$ — потрібен додатковий аналіз;
- $Z > 0,5$ — задовільний фінансовий стан.

Якщо значення Z -показника перебуває у межах від $-0,5$ до $+0,5$, рекомендований додатковий аналіз динаміки таких абсолютних показників фінансового стану підприємства за 2—3 роки: валюта балансу, робочий капітал, обсяг виручки від реалізації; величина чистого прибутку (збитку); чистий грошовий потік від операційної діяльності.

За результатами додаткового аналізу базовий показник Z коригується на коефіцієнт ΔZ зміни основних абсолютних показників. Точність оцінювання та можливості прогнозування фінансового стану за використання пропонованого підходу вітчизняний економіст оцінює у 87—95 %.

Розроблено й рекомендовано до використання для оцінювання кредитоспроможності вітчизняних фірм офіційну методику багатофакторного дискримінантного аналізу.

Важливе місце в оцінюванні фірми-емітента належить *методу «критичного обсягу продаж»* (або *методу точки беззбитковості — ВЕР*), сутність якого полягає у визначенні для певної ситуації мінімального обсягу реалізації продукції, здатного забезпечити беззбиткову діяльність монопродуктового підприємства.

Наостанок додамо, що корпорації можуть не лише здійснювати обґрунтований вибір і купувати цінні папери інших емітентів для поповнення портфеля. Фірми-емітенти за потреби викупувають емітовані ними (власні) акції у їхніх власників за поточною ринковою ціною. Розглянемо, за яких причин корпорації зацікавлені у придбанні акцій власної емісії.

Так, за сприятливої ринкової кон'юнктури й упевненості емітента у збереженні ним міцності потенціалу викупівля власних акцій на деякий термін може стати ефективним напрямом розміщення тимчасово вільних грошових коштів. За умови придбання власних акцій за тимчасового падіння попиту і цін на них при їх подальшому продажу за підвищення цін на них корпорація може отримати додатковий дохід від різниці ринкових цін придбання і продажу.

Деякі емітенти практикують придбання на ринку власних акцій як превентивний захід проти їх скупівлі тими, хто має намір поглинути компанію-емітента або встановити контроль над нею. До того ж викуп емітентом великих пакетів власних акцій, зосереджених у потужних власників, за деяких обставин може запобігти падінню їхнього ринкового курсу. Трапляються також поодинокі випадки, коли компанії-емітенти скуповують власні акції з метою виплати ними дивідендів акціонерам. Отже, фундаментальний аналіз дає цінну і різнобічну інформацію інвесторові для прийняття інвестиційних рішень.

5.3. ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Технічний аналіз полягає в дослідженні цінової динаміки ринку за допомогою аналізу закономірностей зміни трьох ринкових чинників: ціни, об'єму та у разі вивчення строкового ринку (ринку термінових контрактів) — відкритого інтересу (кількості відкритих позицій на кінець торгового дня). Первинними для аналізу вважають ціни, а зміну решти чинників досліджують для підтвердження висновків щодо напрямку руху ринкових цін. Ціною виступає ринкова

ціна фінансового активу, об'єм — це загальна кількість укладених угод за певний проміжок часу.

Інформація про ринкові ціни є загальнодоступною, вона з'являється без затримки за частки секунди в інформаційних системах, у газетах — за добу. Складніше використовувати індикатор об'єму, дані стосовно якого зазвичай надходять зі значними затримками. Тому він застосовується рідше. Відкритий інтерес, як правило, вивчають на ф'ючерсному ринку.

Технічний аналіз ґрунтується на переконанні, що в ринкових цінах фінансових інструментів акумульованні всі ті дані, які в подальшому публікуються у звітах фірми й із запізненням стають об'єктом фундаментального аналізу. Недаремно серед технічних аналітиків Заходу поширений вислів: «Хто не вивчає ринок, той залишає ринок».

За технічного аналізу головним об'єктом спостереження (дослідження) стає зміна руху ринку цінних паперів, попиту та пропозиції на певні фінансові активи без урахування ролі фундаментальних чинників (економічного, політичного й технологічного характеру). Для цього будують спеціальні моделі руху ринкових цін і виявляють загальні тенденції ринку. На підставі результатів таких досліджень приймають конкретні тактичні інвестиційні рішення щодо купівлі та продажу цінних паперів.

Конкретні методи технічного аналізу базуються на твердженні, що динаміка цін на ліквідних ринках чітко підпорядкована загальним закономірностям. **Ліквідні ринки** — це ринки з великою кількістю учасників, на яких операції здійснюються безперервно у значних обсягах із невеликими коливаннями курсів. Особливості класичного технічного аналізу висувають до його застосування певні вимоги. По-перше, наявність висококонкурентного ринку, що забезпечує високу ліквідність активів, на якому в будь-який час інвестор може як купити, так і продати фінансовий актив за ринковою ціною. Класичний технічний аналіз передбачає для застосування наявність саме ліквідного ринку. По-друге, відсутність суб'єкта ринку, здатного одноосібно істотно впливати на кон'юнктуру ринку й чинити перешкоди конкуренції, об'єктивним ринковим процесам.

Щоб ефективно використовувати технічні індикатори, необхідно оцінити їх прояв за тривалий період у минулому. За малої фондової історії ринку використання індикаторів технічного аналізу фахівцями можливе переважно методом спроб та помилок, хоча це не виключає отримання позитивних результатів.

Технічний аналітик виходить з уявлення, що всі фундаментальні причини опосередковано відображаються в цінах ринку цінних паперів. Основними об'єктами технічного аналізу є попит і пропозиція цінних паперів, динаміка обсягів операцій з купівлі-продажу їх, і особливо — динаміка ринкових цін. Прихильники технічного аналізу схильні до заперечення прямого впливу змін дохідності компанії й ризику інвестування на вартість акцій.

Утім, між технічним і фундаментальним аналізом на практиці немає принципних суперечностей. Представники обох напрямів перебувають у реальному світі, отже, вони усвідомлюють, що зрештою зміни спричинили фундаментальні чинники. Ціна на ринку швидко реагує на чутки, раціональні й ірраціональні уявлення покупців і продавців. Але вони спираються як на технічну, так і на

фундаментальну оцінку фінансового активу, оскільки ринкова ціна відображає потребу покупця-інвестора в цінному папері певної якості.

Однак технічний аналіз є поширенішим завдяки таким перевагам, як простота, легкість і швидкість здійснення, придатність для дослідження більшої кількості фінансових активів різних емітентів, ніж у разі застосування фундаментального аналізу. Проте фахівці, котрі спираються на технічний аналіз, не завжди достатньо точно передбачають ціни ринку цінних паперів на далеку перспективу. Довготермінове прогнозування зазвичай зумовлює необхідність додаткового залучення до дослідження низки елементів фундаментального аналізу.

Знаходити всебічну інформацію для фундаментального аналізу доволі важко. Майже кожному аналітику-професіоналу доступний інструментарій технічного аналізу, але не кожен здатен реалізувати фундаментальний підхід. Попри пов'язані з технічним аналізом витрати цей підхід популярний серед суб'єктів ринку цінних паперів, бо вможливує користування доступною інформацією.

З метою визначення майбутнього руху кон'юнктури фондового ринку в технічному аналізі застосовується безліч індикаторів, які враховують чинники, що існували в минулому. Проте вони впливали на поведінку суб'єктів ринку саме в минулому, а тому немає гарантії, що ці індикатори будуть ефективно працювати в майбутньому. Кожен аналітик ринку цінних паперів формує власні підходи, за якими обирає адекватні індикатори для аналізу ринку. Одним із найпоширеніших індикаторів технічного аналізу, що достатньо адекватно відображає рівень активності суб'єктів ринку, є об'єм торгівлі (угод).

Показник об'єму відображає рівень інтенсивності (або сили) цінової тенденції. Позитивною властивістю індикатора об'єму є те, що він завжди йде попереду цін, тобто спад «тиску» з боку покупців при зростаючому тренді, а також спад «тиску» з боку продавців при спадній тенденції першою чергою фіксуються показниками об'єму ще до того, як він достатньо проявиться безпосередньо в переломі цінової тенденції. Застосовують такі *способи дослідження об'єму*:

- за фактичною кількістю проданих фінансових активів;
- за числом укладених угод за певний період;
- дослідження тікового об'єму, який дорівнює сумарній кількості випадків зміни ціни за деякий проміжок часу (наприклад, за 30 хвилин).

Відстежуючи зміни об'єму порівняно зі змінами цін, можна з'ясувати рівень «тиску», що здійснюється різними суб'єктами ринку — покупцями або продавцями. Такі висновки можуть підтверджувати виявлений напрям руху цін на ринку або, навпаки, попереджати про те, що ціновому руху далі довіряти не слід.

Загальноприйнятим є розподіл усіх методів технічного аналізу на дві групи за станом ринку: методи, призначені для аналізу ринків із чітко визначеною тенденцією, та методи, придатні для аналізу неактивного (млявого) ринку. Аналітик, визначивши, з яким ринком йому доведеться працювати, реалізує спеціально розроблені підходи.

Загалом багатоманіття методів прогнозування технічного аналізу можна розділити на дві узагальнені групи: *графічні методи і аналітичні методи*. Найпопулярнішими є такі графічні методи технічного аналізу, як *«фігури на графіках»*

цін» і прямування за трендом. Постулатами графічного напрямку технічного аналізу є такі основні поняття, як лінії тренду, рівні ринкового опору і підтримки, рівні коригування поточного тренду. До суто аналітичних методів переважно відносять методи, що застосовують фільтрацію або математичну апроксимацію часових рядів.

Часові інтервали між спостереженнями можуть бути різними залежно від мети дослідження та наявності вихідної інформації. Зазвичай технічні аналітики здійснюють помісячні спостереження ринкових даних (Monthly-«M»), щотижневі (Weekly-«W») та щоденні (Daily-«D») спостереження, а також реєструють та досліджують внутрішньоденні зміни: погодинні (Hourly-«H»), півгодинні (Semihourly), п'ятнадцятихвилинні (Quarterly), п'ятихвилинні тощо.

Метод класичного технічного аналізу із використанням фігур (графічний) був створений одним з перших, проте й досі позбавлений чіткої системи. Вважають, що прогнозування руху ринку винятково на його підставі недостатньо ефективне через нечіткість критеріїв їх тлумачення. **Графічний технічний аналіз — це насамперед тлумачення різноманітних ринкових графічних моделей, які характеризуються певними закономірностями руху цін, з метою прогнозування ймовірності продовження чи зміни виявленого тренду.**

Розрізняють два види графічних моделей: *моделі перелому тенденції* — тобто структури, які формуються на цінних графіках і в разі виконання деяких умов можуть свідчити про зміну наявного на ринку тренду (до них належать моделі «голова — плечі», «подвійний пік», «подвійна основа», «потрійний пік», «потрійна основа») і *моделі продовження тенденції*, які утворюються на графіках і в разі виконання деяких умов дають підстави стверджувати про ймовірність продовження наявної тенденції (до цієї групи належать моделі «трикутники», «смагади», «прапори», «вимпели» тощо).

Моделі продовження тенденції дозволяють припускати, що, можливо, основна тенденція розвивалася надто стрімко і тимчасово на ринку спостерігається стан перекупленості або перепроданості фінансових активів. Після тимчасового проміжного коригування основна тенденція, найімовірніше, відновиться і подальший розвиток триватиме у тому ж напрямі. Щоб ідентифікувати фігуру продовження, потрібно мати чітко виражений тренд. Сигналом, що фігуру ідентифіковано правильно, слугує відновлення попереднього напрямку тренду по її завершенні. Такі фігури зазвичай свідчать про завершення періоду застою в розвитку основної тенденції і її напрям лишається незмінним.

Фігури, які сигналізують про перелом тенденції (глобальну зміну тренду), дістали назву *розворотних*, а фігури продовження — *фігур тимчасового характеру*. Щоби відшукати розворотну фігуру, треба бути впевненим у наявності чіткого тренду. Суттєвий сигнал про правильне тлумачення фігури — пробиття важливої лінії тренду.

Усі фігури перелому тенденції мають відповідати таким умовам: модель перелому виникає на підставі попередньої тенденції; прорив лінії тренду зазвичай є початковим сигналом перелому в наявній тенденції; за більшої моделі подальший рух ринку буде значущим; моделі «піків» зазвичай коротші в часі і мінливіші за моделі «основа»; моделям «основа» зазвичай притаманні малий розмах

варіації цін, їхня побудова потребує більше часу; за настання перелому від ведмежого до бичачого ринку індикатор об'єму торгівлі зазвичай відіграє важливішу роль.

До провідних видів графіків можна віднести *стовпчикову діаграму*, *лінійний графік ціни закриття*, *точкову діаграму* («хрестики-нуліки») та «японські свічки». Спільним для всіх цінових графіків за винятком точкової діаграми є те, що цінові зміни відображаються за вертикаллю (по вісі ординат), а часові — за горизонталлю (по вісі абсцис). Обсяги торгів вказують у нижній частині графіка вертикальними рисками під ціновими показниками. Вибір інтервалів для побудови діаграми вільний. На точковій діаграмі вісь часу відсутня.

При побудові *лінійного графіка ціни закриття (Line Chart)* чартист оперує двома видами інформації — ціною останньої угоди (ціною закриття) на даному часовому проміжку та обсягами торгів. Саме цей графік є найбільш придатним для ринків, що розвиваються, ринкова ціна на яких у межах торгової сесії змінюється мало. Єдиною вимогою до побудови лінійного графіка є збереження рівномірного інтервалу часу між його точками. Лінійний графік є ламаною лінією, яка за умови великої кількості даних у відповідному масштабі візуально може сприйматися як крива лінія.

Графічне тлумачення таких понять графічного аналізу, як *лінія підтримки* (*support line — sup*) та *лінія опору* (*resistance line — res*), проілюстроване на рис. 5.10. Лінії опору і підтримки є фундаментом класичного трендового аналізу; понад те, вони застосовуються для аналізу сходжень і розходжень деяких індикаторів. Прорив лінії опору і підтримки означає зміну напрямку тренду. Прорив лінії опору свідчить про чіткий бичачий тренд, а прорив лінії підтримки (провал) — про виражений ведмежий тренд.

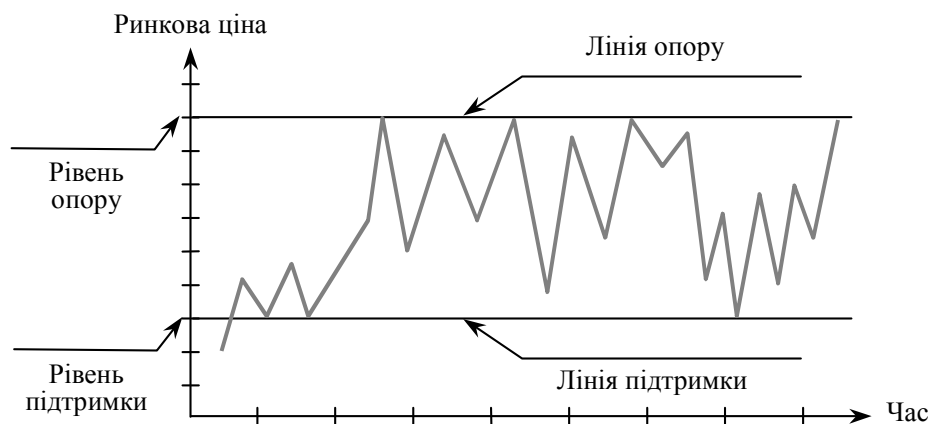


Рис. 5.10. Лінії підтримки та опору цінового графіка

У якийсь момент ціна піднімається (падає) і наштовхується на рівень опору (підтримки). Рівні опору і підтримки можуть виникати на шляху тренду знена-

цька, а можуть бути передбачуваними. Зрештою в технічному аналізі трендові лінії, графічні фігури та моделі є лише комбінацією ліній опору і підтримки, які набувають різноманітних форм. Виникнення ліній опору і підтримки має логічне тлумачення.

Як показано на рис. 5.10, ціна акції за певний час кілька разів піднімалася до рівня опору і опускалася вниз. Лінія опору визначає межу, яку ціна акції не має перетнути. У графічному аналізі прийнято вважати: якщо ринкова ціна акції перетинає лінію опору, це слугує сигналом для її купівлі. У такому разі очікується подальше зростання курсової вартості цінного папера, адже вона перетнула певний психологічний бар'єр оцінювання ринкової ситуації інвесторами. Спробуймо логічно обґрунтувати існування рівня опору.

Припустимо, що за попередній проміжок часу ціна акції кілька разів піднімалася до певного рівня (лінії опору), але знову опускалася вниз. Інвестори спостерігали й запам'ятали таку цінову динаміку. Тому коли ринкова ціна знову почне наближатися до цього рівня, суб'єкти ринку, які придбали акції за нижчою ціною, почнуть продавати їх, оскільки, на їхню думку, великою є ймовірність того, що ціна акції в подальшому опуститься, як це відбувалося раніше.

Своєю чергою, інвестори, які бажають придбати акції, не квапитимуться з придбанням, бо вони, з огляду на попередні спостереження, припускають, що за певний час їхня ціна опуститься. Тож у такій ситуації має бути більше продавців і менше покупців, що й визначає рівень опору. Якщо на ринку запанує дуже сприятлива інформація щодо перспектив акцій фірми-емітента, це порушить перебіг подій і попит перевищить пропозицію. Інвестори почнуть активно купувати акції і подолають рівень опору.

Межу, нижче за яку ціна акції не має опуститися, характеризує лінія підтримки. Якщо ринкова ціна папера падає нижче цього рівня, вважається, що вона падатиме й далі. Це — сигнал до продажу акцій, бо подолано психологічний бар'єр оцінювання ситуації інвесторами. Існування рівня підтримки можна пояснити так.

Припустимо, що за минулий відрізок часу ціна акції неодноразово опускалася до певного рівня (підтримки) і знову піднімалася. Інвестори спостерігали й запам'ятали таку цінову динаміку. Тому коли ціна знову опускається до цього рівня, інвестори, які мають намір придбати акції, починають їх купувати, оскільки, на їхню думку, великою є ймовірність того, що ціна фінансового активу не опуститься нижче.

Своєю чергою, інвестори, які раніше придбали акції за вищою ціною, сподіваючись продати їх ще дорожче, втримаються від продажу, бо виходячи із попередніх спостережень, гадають, що з часом ціна акції зросте. Тож за такої ситуації на ринку буде більше покупців, ніж продавців, що й утримає ціну акції від подальшого падіння.

Аналіз тенденційних графіків уможливорює побудову ліній тренду ринку. **Тренди (trend) — це графічно виявлені тенденції, які відображають переважне спрямування ринкових цін.** Один з найвідоміших висловів фахівців інвестиційного світу такий: «trend is your friend» («тренд — ваш друг»), що вказує на важливість встановлення ринкових трендів. Тренди розрізня-

ють за часом. На кожному ринку спостерігають довгострокові тенденції (1—2 роки), середньострокові (від 3—6 місяців до 1 року), короткострокові (від 1 дня до 2 місяців).

Одним із критеріїв сили тренду є його взаємодія з рівнем опору і рівнем підтримки. Якщо тренд відреагував на рівень опору (або рівень підтримки) один раз, а потім пробив його, це свідчить про збереження ним сили. Чим більше разів тренд наштовхується на рівень опору або підтримки й не в змозі їх подолати, тим сильніший сигнал отримує аналітик про слабкість тренду.

Відповідно до можливих напрямів руху цін **тренди можуть бути зростаючими, знижувальними або бічними**. Висхідна тенденція — це ряд послідовно зростаючих піків і западин (провалів). Про розворот висхідної тенденції можна говорити лише тоді, коли бодай один пік і одна западина перебуватимуть нижче попередніх (зворотне правильно для розвороту низхідної тенденції). **Зростаючий тренд (uptrend)** характеризує поступове підвищення цін (висхідну тенденцію), відповідно **знижувальний (downtrend, downward)** — зниження цін (низхідну тенденцію). **Бічний, або горизонтальний тренд (flat market, trendless)** відтворює горизонтальний рух ринкових цін. Його унаочнює рис. 5.10.

Зазначені типи трендів у чистому вигляді майже не зустрічаються. Як висхідний тренд можна схарактеризувати за умови, якщо прояв руху ціни догори сильніший за її рух униз. За низхідного тренду домінує рух ціни вниз.

Тренд визначають шляхом побудови лінії тренду, яка з'єднує кілька верхніх або нижніх точок графіка. Зростаючий тренд з'єднує нижні точки графіка таким чином, що графік опиняється над лінією тренду. Водночас знижувальний тренд з'єднує точки графіка таким чином, що сам графік опиняється під лінією тренду (рис. 5.11). Деякі аналітики проводять лінії тренду через крайні крапки — максимуми або мінімуми. Але це неправильно. Лінія тренду буде вважатися точною, якщо вона побудована на трьох крапках. Доцільніше проводити лінії тренду через краї зон щільного (зосередженого) штрихування, бо саме вони показують ті області, в межах яких купили і продали цінні папери більшість інвесторів.

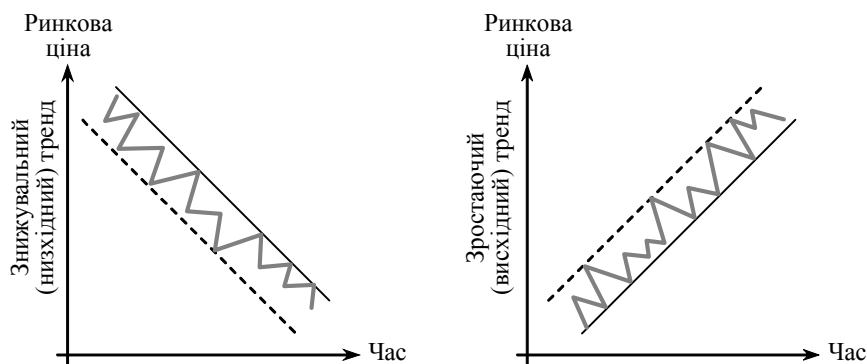


Рис. 5.11. Побудова лінії тренду

Якщо за чіткого тренду одночасно побудовані лінії підтримки і опору, виникає канал (*Channel*). Канал, що утворюється проведенням паралельних ліній підтримки і опору, показує оптимальні межі змін ринкових цін. Отже, лінія каналу визначатиме опір за бичачого тренду і підтримку за ведмежого.

Напрямок каналу показує ринкову тенденцію. Якщо канал розташований горизонтально, це свідчить про бічний тренд. Іноді ціни змінюються в межах між основною лінією тренду і лінією каналу. Виявивши такий канал, фондовий аналітик може отримати дуже корисну інформацію для прийняття конкретних інвестиційних рішень.

Лінії тренду і лінії каналу підпорядковані загальним правилам опору і підтримки. За їх допомогою можна з'ясувати межі дії тренду і визначити, доки можна зберігати довгі та короткі позиції. Після підтвердження пробитої лінії бичачого тренду може виникнути ситуація, за якої пізно закривати довгі позиції або за якої дохід не виправдовуватиме витрат часу. Якщо вчасно довідатися, що коригування (тимчасова зміна тренду) чи повний розворот (глобальна зміна тренду) спостерігається після зміни тренду, можна суттєво заощадити час.

Аналітики вважають, що *наближення графіка до лінії тренду сигналізує про настання сприятливого моменту для продажу (за знижувального — низхідного тренду) або купівлі фінансового активу (за зростаючого — висхідного тренду)*. Зростаючий тренд, на думку фахівців, є свідченням переваги на ринку попиту над пропозицією, знижувальний — пропозиції над попитом.

Нерідко перевагу чинника попиту на фондовому ринку пов'язують з акумуляцією, коли великі суб'єкти ринку скуповують у значних розмірах певні цінні папери. Перевагу пропозиції пов'язують з розподілом, коли спостерігається продаж великих пакетів цінних паперів. Періоди відносної стабільності ринкових цін є періодами консолідації. Проблема полягає у правильній ідентифікації стану фондового ринку та поточної тенденції зміни ринкових цін.

Перелом тенденції ринкової ціни зі зростаючої на спадну, який фіксується графічно як ціновий пік, зазвичай пояснюють тим, що припиняється перевага чинника попиту. У разі перелому ринкової тенденції зі спадної на зростаючу відбувається послаблення чинника пропозиції. Загалом зростання ціни при зниженні обсягу угод свідчить про можливість перелому тенденції (рис. 5.12 а).

Встановлені й інші закономірності, які пов'язують індикатор об'єму з ринковими цінами. Наприклад, ціновий мінімум за умови кульмінації продажу зазвичай залишається мінімумом упродовж тривалого періоду, а кульмінація продажу (різке зростання об'єму) при падінні ціни є передвісником подальшого повільного зростання ціни (рис. 5.12 б).

Розглянемо техніку ідентифікації тенденції американського техноаналітика Томаса ДеМарка, яка полягає у пошуку критичних точок. За ДеМарком, критична точка попиту — це найвищий рівень ціни, більший за найвище значення ціни в попередньому і наступному обраних часових відрізках. Необхідно також, щоб забезпечувалася така ознака критичної точки: певне максимальне значення має перевищувати ціну закриття двох попередніх часових відрізків.

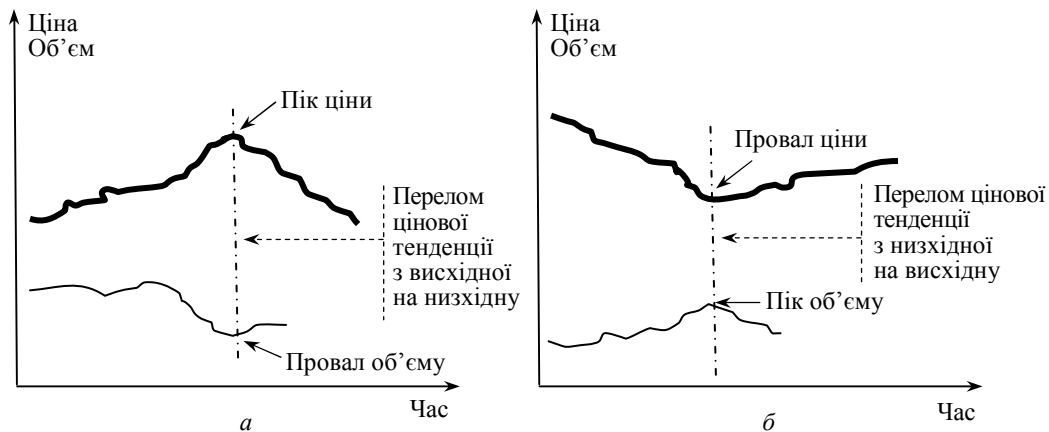


Рис. 5.12. Графіки взаємозв'язку динаміки індикаторів ринкової ціни і об'єму продажу цінних паперів

За такою самою схемою встановлюють критичні точки пропозиції. Загалом лінії тренду, за ДеМарком, розглядають як рівні підтримки та опору ціни. Якщо рівень ціни здійснює прорив лінії тренду, це може бути сигналом перелому тенденції. Як певне застереження можна розглядати пораду ДеМарка, що сигнал перелому тенденції не слід брати до уваги, якщо, по-перше, одночасно спостерігається прорив як лінії підтримки, так і лінії опору, по-друге, якщо за прориву вгору ціна відкриття наступного періоду нижче за ціну закриття у день прориву (для прориву вниз — навпаки), по-третє, якщо ціна відкриття наступного за проривом часового відрізка нижча за тренд за прориву догори (за прориву вниз — навпаки).

За дослідженнями ДеМарка, прорив догори слід вважати суттєвим, якщо ціна закриття у день до прориву догори нижча за ціну закриття за два періоди до прориву, а для прориву вниз — ціна закриття за день до прориву вища за ціну закриття за два дні до часу прориву тренду.

Стан ринку, що характеризується браком угод, має назву розривів. Вони можуть траплятися і за зростаючого, і за знижувального трендів. Побудова трендів різних рівнів уможлиблює аналіз розривів з різних позицій і визначення їхніх характерних ознак. Так, щоденні графіки дають змогу схарактеризувати розриви за мінімально короткостроковою динамікою цін.

Розриви поділяють на неважливі та важливі. Неважливі розриви — це ті, що не пов'язані із загальною ситуацією на фондовому ринку. Вони, наприклад, виникають у зв'язку із виплатою дивідендів на акції, які обертаються на ринку, або характеризують спред між заявками. Важливі розриви свідчать про формування на ринку нової цінової ситуації.

За зміни трендів часто виникають повторювані ситуації. Здебільшого вони трапляються за зміни тренду на тренд зі зворотним напрямом. Моделі, які описують стандартні зміни у тренді, є графічними зворотними моделями. **Структуру називають інверсійною, якщо вона демонструє зміну цін у зворотному**

напрямі. Інверсійною структурою є, наприклад, «потрійний пік» (рис. 5.13) або «подвійна основа» (рис. 5.14).

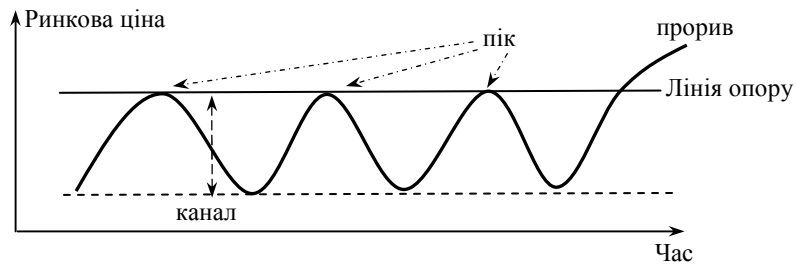


Рис. 5.13. Графічна інверсійна модель «потрійний пік»

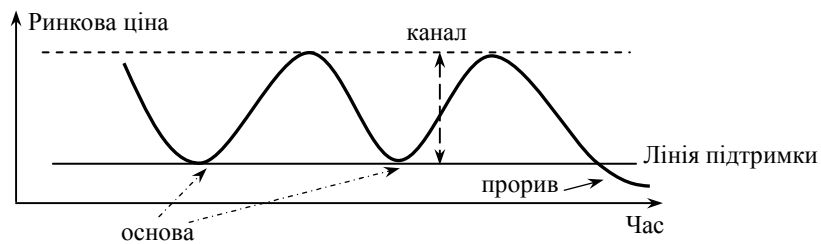


Рис. 5.14. Графічна інверсійна модель «подвійна основа»

Доволі поширеними в ринковому аналізі є фігури, які дістали назву «трикутників» (рис. 5.15 а). Трикутники є фігурами бічного тренду. Їх розрізняють за видами відповідно до розміщення обмежувальних ліній (верхньої — лінії опору та нижньої — лінії підтримки).

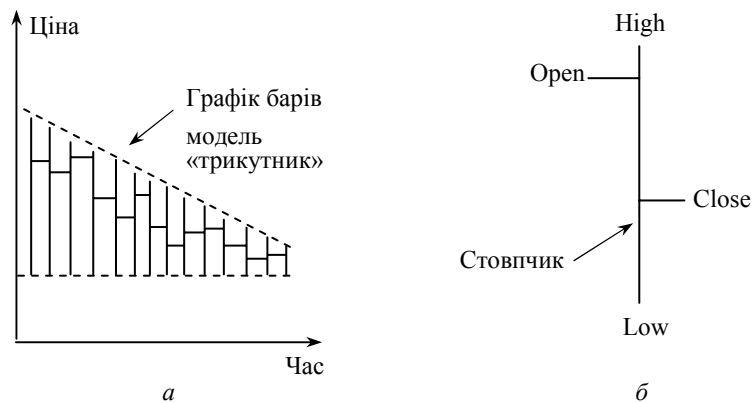


Рис. 5.15. Стовпчикова діаграма (графік барів)

Висхідний та низхідний трикутники, що зустрічаються не так часто, особливо тим, що одна з меж є паралельною до вісі абсцис, а друга має нахил, який наближає її до першої, формуючи трикутник. Тільки в окремих випадках аналітик має справу з трикутником, що розширюється, межі якого із плином часу симетрично розходяться. По завершенні цієї фігури аналітикові можна чекати на відновлення попередньої тенденції. Якщо за цих умов ціна стрімко зростає або падає, спостерігається так званий поштовх (або удар — «thrust»).

Момент закінчення трикутника ідентифікують за трьома проявами. По-перше, всередині трикутника кожного типу стає помітним непарне число хвиль (не менше п'яти). По-друге, висхідні і низхідні трикутники, що звужуються, зазвичай закінчуються наближено до точки перетину меж і не пізніше. По-третє, після закінчення трикутника ціна має стрімко пробити верхню або нижню межі.

На Заході основним інструментом графічного аналізу ринку є **стовпчикові діаграми (або графіки барів — Bar Chart)**, у країнах Східної Азії поширений інший вид графіків — **«японські свічки» (Japanese Candle Stick)**. Ці види графіків відрізняються за формою, але інформація (ряди динаміки цін), яку використовують чартисти за їх побудови, та сама.

Під час побудови стовпчикових діаграм на горизонтальній осі графіка відкладають відрізки часу, а на вертикальній — ціну. Ціна визначається вертикальною лінією, яка відповідає певному періоду (день, тиждень, місяць тощо). Довжина лінії показує амплітуду коливань ціни (від найвищої до найнижчої) за певний період. Нерідко на графіку чартисти роблять позначки «тікві» (разових коливань ринкової ціни), вказують ціни відкриття й закриття ринку.

Стовпчикова діаграма ринкових цін буває типу «мінімум — максимум — закриття» (high — low — close) або «відкриття — максимум — мінімум — закриття» (open — high — low — close). Максимальна ціна відображається верхньою точкою стовпчика, мінімальна — нижньою, ціна відкриття — ризикою ліворуч від стовпчика, ціна закриття — праворуч. Отже, на графіку зображають максимальну ціну (верхня точка стовпчика), мінімальну ціну (нижня точка стовпчика), ціну відкриття (ризика зліва від вертикального стовпчика) і ціну закриття (ризика праворуч від вертикального стовпчика). Надписи роблять у такий спосіб: high — вища ціна; last, close — ціна закриття; open — ціна відкриття; low — нижча ціна (рис. 5.15 б). Аналітик, маючи достатній обсяг статистичної інформації й досвід, зосереджується на специфіці «фігур», самостійно визначаючи рівень значимості їх.

За тими ж принципами будується графік, який дістав назву **«японської свічки» (Japanese Candle Stick)**. Японські свічки будуються по аналогії зі стовпчиковими діаграмами (барами). Прямокутник між цінами відкриття (open) і закриття (close) називають тілом свічки, а ризики від тіла свічки до максимального (high) і мінімального значення ціни (low) на певному часовому відрізку — тіню. Японська свічка з high більше low дістала назву «бичачої» свічки (Bullish Candle). Тіло «бичачої» свічки замальовують білим (рідше зеленим) кольором. Свічку з high менше low називають «ведмежою» свічкою (Bearish Candle), її тіло зафарбовують чорним (або червоним) кольором. Так виглядають японські свічки основної форми — істотні свічки (рис. 5.16 а, б). Зазвичай вони відобра-

жають нейтральний ринок. Залежно від сполучень різних рівнів цін закриття, відкриття, максимальної та мінімальної, особливо за збігу деяких із них, свічки набувають специфічних форм, відмітних від основної, і характеризують різні стани ринку (сильний тиск «биків», сильний тиск «ведмедів», кінець тренду тощо).

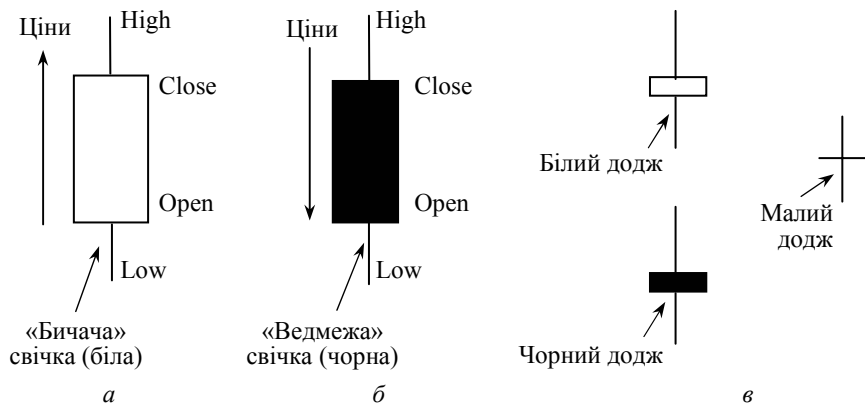


Рис. 5.16. Японські свічки та доджи

Якщо ціни open та close японської свічки є приблизно рівними або мало відрізняються, а ціни high і low значно відрізняються, то тіло свічки менше за її тінь (рис. 5.16 в). Таку японську свічку чартисти називають доджем, або «доджи» (Doji). Якщо ціни відкриття й закриття доджа збігаються, свічка набуває форми — «малого доджа» («Small Doji»). Технічні аналітики вбачають у доджах ознаки нерішучості у поведінці інвесторів і тлумачать їх як передвісник повороту тенденції. Це зазвичай точка зміни тренду. Найчастіше японські свічки застосовують на щоденних чартах.

Точкова діаграма або графік типу «хрестики—нуліки» (або графік точок і цифр) будується у формі матриці (рис. 5.17). Цей чарт має відмітні особливості: на ньому відсутня вісь часу, цінові зміни відображаються на вертикальній лінії, кожна риска на якій — це один пункт зміни ціни. Початкове значення ціни в обраному часовому інтервалі (тижні, місяці, році) позначається порядковим номером цього інтервалу (1, 2, 3 і т. д.).

Кожен новий стовпчик ринкових цін будують після зміни напрямку руху ринку. Тобто допоки напрям руху не змінюється на протилежний, усі зміни ринкової ціни відмічають у тому самому стовпчику. Позначкою «О» чартист фіксує зниження ціни на певну кількість пунктів. Якщо ціни підвищилися на певну кількість пунктів, то чартист переходить до нового стовпчика і ставить хрестик «Х» (або навпаки, на розсуд аналітика). Нового стовпчика розпочинають тільки за перелому тенденції.

Противники графічного підходу переконані, що графік дає відповідь на питання про минулий рух ринку, але здебільшого не вказує на майбутній напрям руху його кон'юнктури. Позитивні результати, на їхню думку, пояснюються не «фігурами» графіків, а інтуїцією фахівця та його здатністю правильно тлумачи-

му, флуктуацій. Такі індикатори найчастіше використовують аналітики строкового ринку на зміні тренду, або за бічного тренду. До таких індикаторів відносять Chaikin's Volatility, Standard Deviation, Bollinger Bands.

Для вимірювання швидкості зміни ціни за певний проміжок часу застосовують індикатори моменту — Momentum Indicator, Relative Strength Index (RSI) та Price- Rate-Of-Change (ROC), а за певних умов — і MACD. Сигнали індикаторів моменту можна використовувати як для підтвердження тренду, так і для прогнозування моменту його завершення.

З метою виявлення циклічних складових і їхньої довжини застосовують індикатори циклу — Fibonacci Time Zones, MESA Sine Wave Indicator тощо, які використовують лише на бічних трендах. Особливістю індикаторів сили ринку — On Balance Volume, Volume Accumulation та ін. є те, що спираючись на ряди даних об'єму, вони подають сигнали про силу поточної тенденції.

Серед обчислюваних методів технічного аналізу цінової динаміки, найпоширеніших на світових ринках цінних паперів завдяки легкості побудови, обчислення й оцінювання індикатора, можна особливо вирізнити *метод плинних середніх значень*. Коли ціни акцій упевнено рухаються догори чи донизу залежно від тренду, вони можуть мати досить сильну волатильність. «Шум», пов'язаний зі щоденними даними, може ускладнити довгостроковий аналіз. Щоб згладити цю волатильність, використовують плинну середню.

Якщо результати графічного аналізу часто є суперечливими і в аналітиків виникають розбіжності щодо тлумачення цінових моделей, то сигнали середніх плинних точні й однозначні. До того ж вони доволі легко піддаються комп'ютерному програмуванню.

Середня плинна формується на підставі динаміки ринку, не випереджає її, а тільки підтверджує наявність певного напрямку руху. Середнє плинне значення ціни ніби відстає від загального руху ринку і поточна тенденція унаочнюється. Зміну тренду аналітик зможе побачити після того, як вона вже відбудеться. Побудова графіка середніх плинних є поширеним *статистичним методом згладжування* рівнів ринкових цін.

На практиці застосовують різні типи середніх плинних, як прості середні плинні, так і зважені: ціні, яка припадає на більший об'єм при розрахунку середньої ціни за певний проміжок часу, дають більшу вагу. Значна частина аналітиків із цим не згодна, бо вважає, що найбільшу вагу повинні мати останні значення ряду. З метою зменшення лагу простого середнього плинного значення більшу вагу надають останнім даним і меншу — давнім.

Для цього ж запропонували експоненціальні середні плинні. Їх особливість теж полягає в тому, що більша вага надається недавнім значенням емпіричного ряду цін, а вага давніх значень зменшується. Суттєва перевага експоненціальних середніх плинних полягає в тому, що вони реагують на зміну цін швидше за інших і незначно відстають від дійсного рівня ціни, через що їхні сигнали ближчі до емпіричних.

Найпростіший спосіб дослідити будь-який ціновий графік — це накласти на емпіричний графік ринкових цін плинне середнє значення або навіть два таких значення для різних періодів. Значення простої середньої плинної обчислюють

на підставі визначення середніх значень ціни закриття («за курсом дня») за певний відрізок часу. Розглянемо принцип розрахунку простої середньої плинної для з'ясування її сутності. Середня плинна, подібно до будь-якої середньої, — це частка від ділення деякої суми на кількість додатків. Наприклад, просте середнє плинне значення цін закриття за 5 днів становить суму цін закриття за останні 5 днів, ділену на 5 (кількість додатків).

Під час обчислення чисельника п'ятиденної простої середньої плинної періодично (наприклад, щоденно або щотижня) до динамічного ряду додають новий додаток (нове значення ціни) і одночасно вилучають із цього ряду найстаріший додаток, щоб сума додатків дорівнювала 5 (рис. 5.18). Просту середню плинну можна обчислити за будь-який період. Зазвичай технічні фахівці віддають перевагу визначенню плинної середньої за 3, 5, 7 або 10 днів. Оскільки середня плинна належить до середини інтервалу, доцільно формувати інтервали з непарного числа значень первинного ряду.

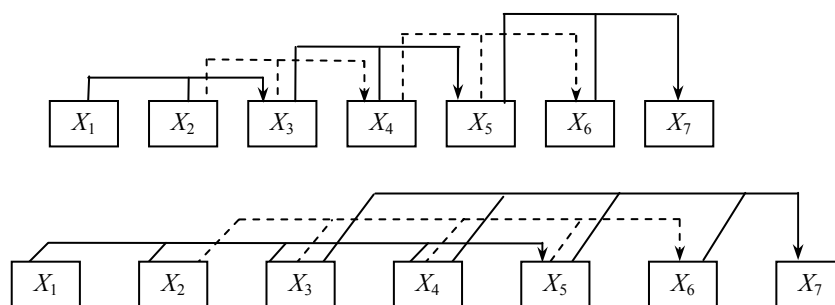


Рис. 5.18. Принципова схема розрахунку чисельника триденної і п'ятиденної простих середніх плинних

У разі парного числа рівнів цін необхідно здійснити додаткове центрування. Схему розрахунку триденної і п'ятиденної простих середніх плинних для згладжування динамічного ряду ринкових цін наведено на рис. 5.18. Цей приклад показує, як розраховують прості середні плинні.

Ряд розрахованих простих середніх плинних завжди коротший за початковий емпіричний на $(t - 1)$ рівнів, що потребує уважного ставлення до вибору ширини часового інтервалу t . Якщо встановлено, що первинному ряду притаманна певна періодичність коливань, то інтервал згладжування має бути рівним (або кратним) періоду коливань. Метод середніх плинних значень практики застосовують для попереднього оброблення дуже мінливих динамічних рядів. Можливе подвійне згладжування їх.

Зіставлення графіка плинної середньої із емпіричним графіком фактичних щоденних цін закриття (за курсом дня) або з графіком плинної середньої за менший проміжок часу (інтервал) демонструє, що в плинній середній за триваліший період більше згладжуються випадкові коливання («шум», «артефакти»), ніж за короткий період, і вона значно краще відображає ринкові тенденції руху цін.

Середня плинна за тривалий період дає аналітику більше можливостей виявити зміну тенденції. Покладаючись на такий аналіз, багато інвесторів ринку купують акції, коли лінія середньої плинної за короткий період або лінія поточних цін сягне вище рівня середньої плинної за тривалий період, і позбавляються акцій, коли лінія фактичних цін, або «короткої» середньої плинної стає нижчою за лінію середньої плинної за триваліший відрізок часу. Чим більший період, за який визначають середню плинну, тим більш плавною буде лінія на графіку, тим більшим є відставання (лаг) і тим рідше вона перетинає емпіричні лінії цін і «коротших» середніх.

Якщо обчислювати середню плинну за короткі проміжки часу, графік дуже чутливо реагуватиме на зміни цін. Спираючись на такий графік, треба виходити на ринок одразу після виявлення тенденції росту цін і негайно залишати ринок після перелому тенденції. Якщо тенденція руху цін вирізняється малою тривалістю, «вихід» на ринок і «відхід» з нього стають наскільки частими, що дохід може виявитися меншим за операційні витрати. Намагання позбавитися небажаних витрат шляхом визначення середньої плинної за триваліший період можуть знизити ефект через швидку зміну тенденцій.

Прихильники середньої плинної досліджують різні за тривалістю періоди, приділяючи особливу увагу перетину ліній. Різновидом методу є побудова «каналу», що становить дві паралельні прямі, які є межами нормального діапазона коливань ціни у межах загальної тенденції. Однак значення ціни на графіку може виходити за межі «каналу», а за деякий час повернутися до нього.

Технічні аналітики намагаються усунути цей недолік «каналів», запроваджуючи додаткові прийоми для визначення справжніх «вузлів перелому» тенденції. Дехто з них обчислює середні плинні за щоденними цінами закриття та максимальними й мінімальними значеннями цін за день, позначаючи їх на графіках у вигляді діапазона. Межі діапазона виникають також зі значень, які відповідають фіксованим верхнім і нижнім відхиленням у відсотках від цін закриття. Щоб коливання ринкових цін були визнані важливими, лінія середньої плинної щоденних значень цін або іншої середньої плинної має перетинати весь діапазон.

Поширеною помилкою в разі застосування методу середніх плинних є думка стосовно доцільності прогнозування на його підставі майбутньої цінової динаміки. Утім, на практиці метод плинної середньої дає лише підтвердження діючої тенденції, але не може передбачити її.

Прихильники методу прямування за трендом намагаються надати йому кількісного виразу. Вони вдаються до спроб обґрунтувати тривалість періоду, за який розраховуватиметься плинна середня. Надійність методу перевіряється шляхом аналізу попередньої динаміки ринку. Якщо на ринку діє виявлена довготривала висхідна тенденція, інвестор, імовірно, зможе отримувати прибуток упродовж доволі тривалого часу і, напевно, не зазнає втрат до того моменту, коли графік вкаже йому на необхідність залишити ринок.

У разі поєднання аналітиком достатнього інтуїтивного передбачення стану ринку із застосуванням середніх плинних з оптимальними періодами розрахунку, можна передбачити ймовірність цінової динаміки в майбутньому. Група

Меррілл Лінч (США) як прихильник методу середньої плинної провела кілька цікавих досліджень стосовно виявлення ефективності практичного застосування різних типів середніх плинних та їх сполучень. Статистично доведено переваги простих середніх плинних порівняно з експоненціальними, зваженими та різними комбінаціями їх.

Проте хоча цей метод доволі поширений, він має низку суттєвих недоліків. По-перше, за його допомогою неможливо науково обґрунтувати вибір необхідної кількості членів динамічного ряду для розрахунків та обчислюваного розрахункового часового інтервалу (днів, місяців тощо). По-друге, кінці розрахункового ряду динаміки не мають визначення середніх плинних величин, тож отримуваний теоретичний ряд коротший за вихідний емпіричний.

Розглянемо умовний приклад застосування п'ятиденної простої середньої плинної для згладжування динамічного ряду ринкових цін на цінні папери. Дослідження ґрунтується на побудові двох діаграм — за емпіричними (фактичними) і усередненими даними. Емпіричні дані про ринкові ціни на цінні папери (динамічний ряд) наведено у табл. 5.10.

Таблиця 5.10

ДАНИ ДЛЯ РОЗРАХУНКУ

Дні	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ціна	800	810	810	820	810	820	820	820	815	815	830	825	830	830	840

Який ряд простих середніх плинних отримуємо за результатами розрахунків? Насамперед ми можемо встановити кількість значень цього ряду. Він буде коротшим за початковий на $n - 1$ значень, тобто становитиме 11 значень.

Розглянемо розрахунок простих середніх плинних.

Перше значення п'ятиденної простої плинної середньої C_1^a розрахуємо так:

$$C_1^a = (800 + 810 + 810 + 820 + 810) : 5 = 810.$$

Друге значення п'ятиденної простої плинної середньої C_2^a дорівнюватиме:

$$C_2^a = (810 + 810 + 820 + 810 + 820) : 5 = 814 \text{ і т. ін.}$$

На підставі розрахунків отримуємо ряд простих середніх плинних:

C_n^a	810	814	816	818	817	818	820	821	823	826	831
---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Скористаймося побудовою і зіставленням діаграм за емпіричними і розрахунковими даними. Рис. 5.19 унаочнює, що отриманий методом згладжування динамічного ряду ринкових цін розрахунковий ряд простих середніх плинних (розрахункових даних) на графіку середньої плинної виглядає значно менш кильовим і тому на вигляд навіть наближається до кривої лінії замість вихідної ламаної.

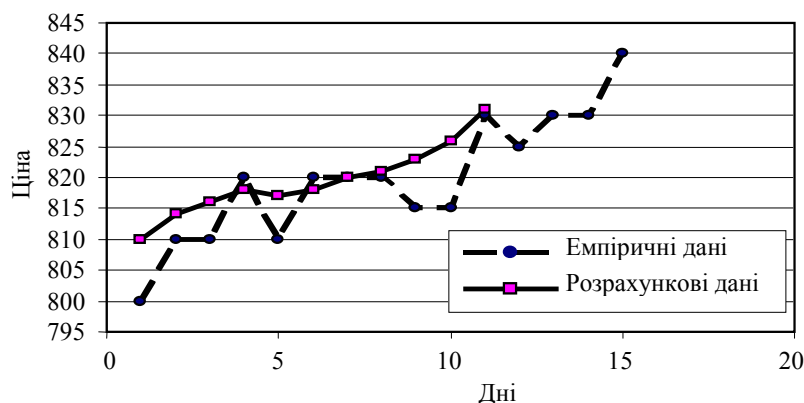


Рис. 5.19. Згладжування емпіричного ряду даних про ринкові ціни на фінансові активи методом простої середньої плинної

За короткотермінового прогнозування майбутнього значення ціни подеколи застосовують спосіб вирівнювання ряду динаміки на підставі методу найменших квадратів. Шляхом математичних розрахунків знаходять таку теоретичну лінію, яка найудаліше апроксимує емпіричний ряд ринкових цін. При **аналітичному вирівнюванні динамічного ряду** фактичні значення цін y_t змінюють на обчислені на основі певної функції $Y_t = f(t)$, яку називають **трендовим рівнянням** (t — змінна часу, Y_t — теоретичний рівень ряду).

Обґрунтуванням вибору типу функції є теоретичний аналіз суті досліджуваного явища і характеру його динаміки. Якщо ланцюгові абсолютні прирости окремих значень ряду динаміки відносно стабільні, не мають чіткої тенденції щодо зростання чи зменшення, його вирівнювання виконується на основі лінійної функції: $Y_t = a + bt$. У разі, коли можна вважати відносно стабільними ланцюгові темпи приросту, то найбільш адекватною такому характеру динаміки є експонента $Y_t = ab^t$. У зазначених функціях t — порядковий номер періоду, a — рівень ряду при $t = 0$. Параметр b характеризує швидкість динаміки.

На практиці для вирівнювання емпіричного ряду даних цін акцій з метою короткотермінового прогнозування у разі припущення прямолінійного зв'язку найчастіше застосовують лінійну функцію вирівнювання за прямою типу:

$$y = a + bt,$$

де y — теоретична ринкова ціна акції; t — порядковий номер періоду; b — коефіцієнт (тангенс кута нахилу прямої); a — вільний член формули.

Скористаймося методом найменших квадратів. Математично доведено, що значення параметрів a і b , при яких мінімізується сума квадратів відхилень емпіричних значень від теоретичних, визначають із системи нормальних рівнянь.

Використовуємо систему нормальних рівнянь:

$$\begin{cases} na + b\sum t = \sum y, \\ a\sum t + b\sum t^2 = \sum yt. \end{cases}$$

Розрахунок параметрів здійснюють за формулами:

$$b = \frac{n\sum ty - \sum t \sum y}{n\sum t^2 - (\sum t)^2}; \quad a = \bar{y} - b\bar{t}.$$

Надрядкова позначка ($\bar{}$) означає середнє значення.

Система нормальних рівнянь спрощується, якщо початок відліку часу ($t = 0$) перенести в середину динамічного ряду. Тоді значення t , розміщені вище середини, будуть від'ємними, а нижче — додатними. За непарного числа членів ряду (наприклад, $n = 5$) змінній t надаються значення з інтервалом одиниця: $-2, -1, 0, 1, 2$; за парного: $-2,5, -1,5, -0,5, 0,5, 1,5, 2,5$. В обох випадках $\sum t = 0$, а система рівнянь набирає вигляду:

$$\begin{cases} na = \sum y \\ b\sum t^2 = \sum yt. \end{cases}$$

Отже, $a = \frac{\sum y}{n}$, $b = \frac{\sum yt}{\sum t^2}$.

Значення $\sum t^2$ можна вивести для непарного числа членів ряду за формулою:

$$\sum t^2 = \frac{n(n^2 - 1)}{12};$$

для парного числа членів ряду за формулою:

$$\sum t^2 = \frac{n(n^2 - 1)}{3}.$$

Підставивши в отриману на підставі розрахунків параметрів a і b формулу для визначення y конкретне значення t (наприклад, $t = 8$), ми матимемо прогнозоване значення ціни акції для t -періоду. Наголосимо, що на підставі наведених розрахунків прогнозування здійснюється лише на короткий термін.

Здійснімо функціональне вирівнювання динамічного ряду цін з метою екстраполяції їхнього рівня на найближчу перспективу (період 8) за наявності таких емпіричних даних (табл. 5.11).

Таблиця 5.11

ДАНІ ДЛЯ РОЗРАХУНКУ

Періоди (t)	1	2	3	4	5	6	7	$\Sigma_t =$	8
Ринкова ціна акції, дол (y_t)	9,1	7,4	10,8	7,9	9,6	11,4	11,9	$\Sigma_t =$?

На підставі наведених даних за методом найменших квадратів визначимо параметри a і b й отримуємо таку функцію для розрахунку теоретичних значень ціни (Y_t):

$$Y_t = 7,557 + 0,543t.$$

Відповідь. Розрахункове значення ціни у восьмому періоді дорівнює

$$Y_8 = 11,9 \\ 7,557 + 0,543 \cdot 8 = 11,901.$$

Графічну інтерпретацію наведено на рис. 5.20.

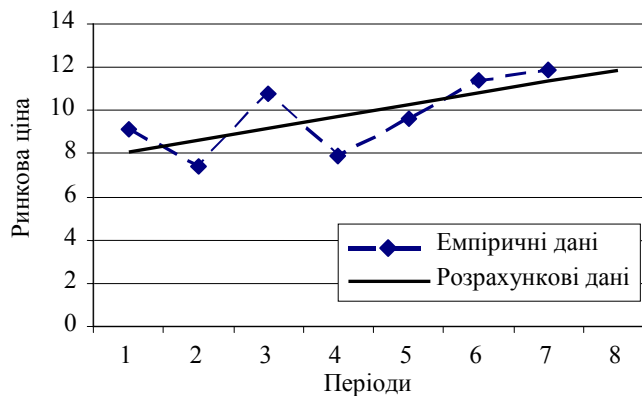


Рис. 5.20. Графічна інтерпретація вирівнювання ряду емпіричних даних ринкової ціни цінного папера за функцією $y = a + bt$

Розглянуті методи є такими, що спрямовані за тенденцією. Їхньою альтернативою є осцилятори (індикатори коливань). Аналітики ефективно застосовують їх за відсутності чітких тенденцій з метою прогнозування подальшого напрямку руху ціни. Осцилятори розраховують на підставі формул. Вони заздалегідь сигналізують про розворот на відміну, наприклад, від середніх плинних, що відстають від тенденції.

Осцилятори доцільно використовувати саме за відсутності виразних тенденцій. У поєднанні з аналізом цінових графіків у періоди сильних тенденцій осцилятори здатні передбачати короточасні критичні періоди в динаміці ринкової активності. Крім того, кваліфіковане вивчення «гри» осциляторів може допомогти передбачити виникнення нової тенденції.

Сигнали осциляторів сповіщають про припинення ринкової тенденції до того часу, коли її ослаблення позначиться на динаміці цін. Адже нерідко сильний рух у певному напрямі розпочинається з поодиноких і слабких сигналів. Методики пошуку цінових дивергенцій (price divergence) — розходжень між динамікою цін та рухом кривої індикатора — дають змогу з великою ймовірністю передбачити зміну наявного тренду.

Технічними аналітиками запропоновано велику кількість осциляторів, як універсальних, так і специфічних, пристосованих до конкретного ринку. З-поміж універсальних найпоширенішим є осцилятор-індекс відносної сили (Relative Strength Index — RSI) Дж. Віллера, який обчислюють за формулою:

$$RSI = 100 - \left[100 / \left(1 + \frac{AUx}{ADx} \right) \right],$$

де x — кількість днів спостережень (порядок RSI), зазвичай 8; AUx — сума додатних змін ціни за період x ; ADx — сума від'ємних змін ціни за період x .

Головним завданням аналітика є знаходження таких рівнів по вертикальній шкалі осцилятора, при проходженні яких кривою осцилятора можна було б передбачити ймовірність динаміки в той чи інший бік. Зменшення періоду розрахунку призводить до більшої чутливості осцилятора та збільшує амплітуду його коливань. Індикатор RSI можна використовувати як інструмент для визначення внутрішньої сили цінного папера. Наприклад, за порівняльного аналізу фондових інструментів емітентів, які входять до фондового індексу, амплітуда і період коливань осцилятора можуть вказувати на внутрішній ринковий потенціал конкретного цінового папера.

Методом, який поєднує плинні середні значення з осцилятором, є метод, що базується на комбінації двох експоненційно згладжених середніх плинних значень. Цей метод дістав назву методу сходження-розходження середніх плинних значень (Moving Average Convergence / Divergence Trading Method — MACDTM). Сигнали, які вказують на ймовірність зміни поточного тренду, виникають при перетині короткої плинної, середньої та повільної середньої плинної. Повільна середня плинна називається кривою MACD та будується як різниця рядів значень двох середніх плинних із різними періодами усереднення. З цією методикою аналітики широко експериментують на практиці, змінюючи періоди у середніх плинних.

Оскільки MACD є одночасно осцилятором, важливо стежити за розходженнями між середніми плинними, які підтверджуються перетином нульової лінії. Тоді з'являється потужний сигнал, який вказує на велику ймовірність зміни цінової динаміки. Цей індикатор аналітики вважають одним із найважливіших інструментів технічного аналізу, оскільки його можна застосовувати на будь-якому ринку. Проте зазначимо, що жоден ринковий індикатор не здатен ізольовано достатньо правильно схарактеризувати ринкову перспективу, але разом з іншими інструментами технічного аналізу, та ще й з огляду на висновки фундаментальних розроблень успішне передбачення руху фондового ринку цілком можливе.

У плані побудови найпростішим є *осцилятор Momentum Indicator*. Побудова так званих графіків модифікованих імпульсних коливань за методом «моментів», найпоширеніших під час проведення торгових операцій, становить спеціальний розділ графічного аналізу. **«Момент» — це різниця двох цін фінансового активу за обраний часовий відрізок.** Засадова формула для обчислення «моменту» виглядає так:

$$M_x = P_x - P_{x-n},$$

де M_x — «момент» на день x ; P_x — ринкова ціна фінансового активу на день x ; P_{x-n} — ринкова ціна фінансового активу n днів тому.

Значення «моментів» (додатні й від'ємні) за кілька періодів спостережень утворюють ряд даних, який наносять на графік. Сигнали купівлі реєструють, якщо значення ряду (імпульс) перетинається з лінією часу вище нульової позначки, сигнали продажу — нижче нульової позначки.

Більш чутливі до руху ціни графіки з меншим інтервалом часу. Таке дослідження може доповнюватися з'ясуванням норми зміни цін кожного активу (Rate of Change, ROF), у такому разі на відміну від індикатора Momentum значення індикатора розраховують як частку від ділення ціни закриття на день x (поточного дня) на ціну закриття n днів тому.

Різновидом технічного аналізу є проведення хвильового аналізу ринку. На практиці аналізувати цикли дуже складно. Велику частку пакетів технічного аналізу становлять комп'ютерні програми, базовані на тому, що самі коливання ринкових цін на фінансові активи містять ринкову інформацію стосовно самих коливань і причин, що їх зумовлюють. До речі, переважна більшість наведених методів технічного аналізу прогнозування ринкових цін доступна кожному зацікавленому пересічному аналітику при використанні звичайних персональних комп'ютерів.

Наостанок наведемо цікавий і доволі несподіваний висновок таких знаних фахівців з питань фондового ринку і, зокрема, з технічного аналізу, як Р. Тьюлз, Т. Тьюлз та Е. Бредлі [126]. Вони зазначають, що ті, хто досліджуватимуть тенденції на ринку і спробують пояснити їх раціонально, будуть розчаровані. Річ в тім, що від ринку можна очікувати багато несподіванок. Наприклад: за нез'ясованих обставин він раптом може забезпечити високі доходи. І навпаки — несподівано призведе до різкого падіння цін і величезних втрат інвесторів. Намагання дослідників наводити правдоподібні чинники подій на ринку після того, як вони вже сталися, малопродуктивні, адже в минулому відсутні будь-які попередні натяки на їх можливий розвиток. Отже, твердження про успішне прогнозування взагалі не мають сенсу.

Тобто, зазначені автори піддають сумніву результативність прогнозування на підставі технічного аналізу ринку. Проте саме на підставі копітких досліджень руху ринку розроблено конкретні рекомендації інвесторам стосовно врахування у практиці інвестування змін ринкової ситуації.

Узагальнимо умови, за яких, на думку аналітиків, слід розглядати доцільність придбання цінних паперів (акцій):

- інвестор має підстави вважати, що акції фірми продаються за значно заниженими цінами. Тобто, на думку інвестора, фірма-емітент коштує значно більше, ніж показує ринкова ціна її акцій;
- інвестор вважає, що фірма має сприятливі перспективи й можна очікувати значного стрибка ціни її акцій угору;
- якщо ціна акцій стабільно зростає й інвестор має підстави вважати, що ця тенденція ще довго зберігатиметься;
- інвестор вважає, що попри стабільну ринкову ціну акцій на них будуть виплачені високі дивіденди.

Можливість продажу акцій слід розглядати, коли:

- ◆ інвестор вважає, що акції переоцінено й можна очікувати падіння ринкових цін на них;
- ◆ інвестор вважає, що в фірми-емітента найближчим часом виникнуть серйозні фінансові проблеми;
- ◆ якщо спостерігається стала тенденція до падіння ринкової ціни акцій, і інвестор не має підстав сподіватися, що найближчим часом ціна стабілізується, а потім почне зростати;

◆ інвестор припускає, що на акції певної компанії будуть виплачені невисокі дивіденди й тому вважає, що продавши ці акції, він зможе придбати інші цінні папери з вищою дохідністю.

Слід, утім, пам'ятати, що падіння ціни або дохідності сьогодні не є достатнім свідченням того, що певні цінні папери безнадійні в довготерміновій перспективі. Рішення щодо продажу цінного папера потребує ретельного обґрунтування. Загалом можливість продажу цінного папера, що є складовою портфеля, розглядають, якщо рівень ставки доходу R фінансового активу задовольняє умові:

$$R \leq d + p_r + p_L,$$

де d — середня ставка відсотка за депозитами (з урахуванням інфляції); p_r — премія за ризик фінансового активу; p_L — премія за ліквідність фінансового активу.

Між іншим, застосування цієї формули вже є елементом фундаментального аналізу, що наочно засвідчує необхідність комбінації обох підходів у практиці інвестування.

Як підсумок зазначимо, що знання технічного аналізу для успішної роботи на сучасних фондових ринках вкрай необхідне. Навіть знання однієї лише термінології технічного аналізу забезпечить правильне розуміння коментарів щодо ситуації на ринку цінних паперів, які публікують інформаційні агенції, надають банки та інвестиційні компанії, й ефективно використовувати їх у практиці вибору активів. Важливим для інвестора є самостійне відстежування руху ринку з метою контролювання дій щодо управління портфелем цінних паперів. А ввійти до ринку перед підйомом кон'юнктури і залишити його, коли зростаючий ціновий тренд згасає, або вчасно продати фінансові активи перед падінням кон'юнктури ринку — намір кожного портфельного інвестора. Саме такі наміри дає змогу реалізувати на практиці кваліфіковане застосування технічного аналізу, яке, щонайменше, сприяє стабільному збільшенню доходу та зменшенню ризику.

5.4. АНАЛІЗ ТА ОЦІНЮВАННЯ РИЗИКІВ ФІНАНСОВОГО АКТИВУ

Ризик є ймовірною оцінкою, його кількісне вимірювання не може бути однозначним і чітко передбачуваним. Щодо ризиків у портфельному інвестуванні практика ухвалення інвестиційних рішень дає три можливі варіанти вибору:

- вибір за умов визначеності, коли висновок детермінований і може бути чітко визначений;
- коли за умов ризику вибір передбачає, що результат невідомий, але існує інформація про ймовірний розподіл можливих наслідків, так званий вибір за умов ризику;
- вибір за умов повної невизначеності, коли результат випадковий і зовсім відсутня інформація про ймовірність наслідків прийняття конкретних рішень.

Попри наведені тлумачення для портфельного інвестора з практичної точки зору немає чіткої різниці між другим і третім варіантами, якщо за ймовірність прийняти суб'єктивну міру впевненості інвестора в настанні події.

Можна запроваджувати заходи, спрямовані на зменшення рівня ризикованості, але позбутися її цілковито неможливо. Ситуації, за яких ризик повністю відсутній, на фінансовому ринку майже не зустрічаються. Тому багато фінансових операцій важко спрогнозувати і контролювати. Нерідко навіть передбачувані на перший погляд інвестиційні й інші рішення зрештою призводять до суттєвих збитків.

Концепції фінансових ризиків складні й суперечливі. Підходи щодо вимірювання їх супроводжуються, навіть на думку дослідників, значними суперечностями. У кожній ситуації, що пов'язана із ризиком, постає питання: що означає прийнятний ризик? Як його виміряти? Де та межа, що відокремлює прийнятний ризик від неприйняттого?

Ризик фінансового активу можна розглядати по-різному. По-перше, ризик, притаманний окремому активу, тлумачать як окремий ризик. По-друге, розглядають ризик одного фінансового активу в сукупності кількох фінансових активів, які формують портфель.

Відтак, окремий ризик виникає у разі, коли інвестовано один вид активів. Утім, такі випадки поодинокі, переважно фінансові вкладання спрямовуються в інвестиційний портфель. Зауважимо, що **ризик окремого активу і ризик активу в портфелі принципово відрізняються за своєю суттю**. Суто ризиковані активи як частина портфеля втрачають значну частину ризикованості.

Взаємозв'язок дохідності й ризику зумовлює те, що вкладання коштів у цінні папери відбувається за умови, коли очікувана ставка доходу буде прийнятною для інвестора, щоби компенсувати його ризик. Чим вище можливість виникнення несподівано низького доходу чи збитків, тим вищим є ризик інвестування.

Якщо інвестор вкладає кошти в акції, він очікує від емітента сплати дивідендів і приросту капіталу через зростання ринкової ціни акції. Чим вищий ризик акції, який означає ймовірність того, що емітент не зможе виплатити очікуваного дивіденду, або ринкова ціна акції впаде, тим вищою має бути очікувана дохідність. Тільки за цих умов може відбутися інвестування. Очікувана дохідність (R) — це рівень доходу, який інвестор прагне отримати на свої інвестиції.

Найпоширенішим у портфельному інвестуванні є припущення, що **за наявності альтернативних варіантів у разі прийняття рішень для інвестора важливі два показники — очікувана дохідність (повна дохідність) і рівень ризику**. Дохід (повний дохід), що забезпечується будь-яким фінансовим активом, складається з двох елементів: доходу від зміни вартості активу (зростання капіталу) й доходу як отримання дивіденду (відсотку). Повний дохід, віднесений до первинної вартості (ціни придбання) фінансового активу, є показником дохідності цього активу, який ще називають нормою доходу. У відсотках до первинної вартості його називають ставкою доходу, яка також за своєю суттю характеризує дохідність фінансового активу.

Ризик теж вимірюваний кількісно. Залежно від того, яку з методик обчислення показника ризику реалізовано, оцінка рівня ризику може суттєво змінюватися. Зазначимо, що ефективно управляти можна тим, що підлягає вимірю-

ванню, тобто в решті-решт у портфельному інвестуванні йдеться не про управління суто ризиком, а про управління значеннями його показників. І методи управління ризиком обумовлюються методами його вимірювання.

На практиці реалізуються такі основні методики оцінювання ризику: оцінка чутливості кон'юнктури (sensitivity analysis) й оцінка ймовірного розподілу дохідності (probability distributions).

Перший підхід полягає в обчисленні ризику як розмаху варіації дохідності активу (V), виходячи з песимістичної (R_p) та оптимістичної ($R_{оп}$) оцінок її. Розмах варіації виступає у цьому разі мірою ризику (діапазону зміни дохідності), що асоціюється з окремим фінансовим активом, тобто:

$$V = R_{оп} - R_p.$$

Чим більший розмах (ширший інтервал, діапазон) зміни очікуваних доходів від найнижчого до найвищого рівня їх, тим меншою є впевненість інвестора в отриманні майбутніх очікуваних доходів і більшим ризик. Деякі аналітики переконані, що інвестор має розглядати лише варіанти з ризиком, меншим порівняно з очікуваним рівнем (відхилення, нижчі за прийнятне значення).

Вихідні параметри для здійснення розрахунків за другою методикою — це прогнозні оцінювання дохідності фінансового активу (R_i) та ймовірності здійснення їх (P_i).

Найпоширенішою мірою ризику є дисперсія, або стандартне відхилення очікуваної дохідності. Вона є доволі точною й широко визнаною мірою ризику, яку використовують в теоретичних моделях оцінювання фінансових інструментів. **Це показник розпорошення дохідності навколо очікуваної величини.** Чим менше розпорошені ставки доходу навколо очікуваної, тим вищою є впевненість в отриманні цієї дохідності у майбутній період.

Визначення ризику фінансового активу як σ («сигма») здійснюють у такій послідовності.

Спершу обчислюють найбільш ймовірну очікувану дохідність (R) за формулою:

$$R = \sum R_i \times P_i \quad (\text{Етап 1}).$$

Потім визначають стандартне відхилення (σ) за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\sum (R_i - R)^2 \times P_i} \quad (\text{Етап 2}).$$

Ймовірність події P_i визначається можливістю того, що зазначена подія може статися. Перелік усіх можливих подій або їхніх наслідків із зазначенням ймовірності їх є розподілом ймовірності. Сума ймовірностей завжди дорівнює 1,0, або 100 % (табл. 5.12).

Скажімо, придбавши облігацію, інвестор сподівається на своєчасну виплату відсотків. Проте ймовірні наслідки цього інвестування такі: відсоток буде сплачено (варіант 1), або відсоток не буде сплачено (варіант 2). Чим вища ймовірність того, що сплати відсотка не відбудеться, тим вищий ризик з облігації.

Таблиця 5.12

РОЗПОДІЛ ІМОВІРНСТІ ПОДІЙ ЗА ПРОГНОЗОМ

Подія (стан)	Імовірність
Хмарно	40 % — 0,4
Ясно	60 % — 0,6
Дощ	10 % — 0,1
Σ імовірностей	100 % — 1,0

З огляду на зазначене розглянемо конкретний приклад. У таблиці 5.13 наведено дані про ймовірність ставки доходу (дивіденд і зростання капіталу), які інвестор міг би отримати за умови кожного стану від купівлі акцій на суму 10 тис. грн компанії «Антес» або компанії «Брітт». Компанія «Антес» через несприятливу кон'юнктуру ринку й циклічність продажу має і прибутки, і збитки, які змінюються відповідно до циклів: рецесія, пожвавлення, підйом. Конкуренція на ринку посилюється.

Таблиця 5.13

СТАВКИ ДОХОДУ КОМПАНІЙ «АНТЕС» І «БРІТТ»
ЗА РІЗНИМИ СТАНАМИ ЕКОНОМІКИ

Стан економіки	Імовірність стану	«Антес»: ставка доходу, %	«Брітт»: ставка доходу, %
Рецесія	0,3	-70	10
Пожвавлення	0,4	15	15
Підйом	0,3	100	20

Компанія «Брітт» функціонує за умов сприятливої ринкової кон'юнктури, її прибутки стабільні й передбачувані, перспективи доволі оптимістичні.

Розподіл імовірності ставки доходу засвідчує, що в разі пожвавлення ринкової кон'юнктури обидві компанії матимуть однаково високі ставки доходу (15 %). Проте за умов підйому (імовірність настання 30 %) компанія «Антес» обіцяє значно вищу дохідність (100 %), а за умови рецесії — збитки (-70 %). Щодо компанії «Брітт», то за будь-яких умов збитків не передбачається.

Поглибимо аналіз і визначимо очікувану ставку доходу (R) як:

$$R = P_1R_1 + P_2R_2 + \dots + P_nR_n = \sum P_iR_i,$$

де i — стан; P_i — імовірність i -го варіанта стану; R_i — ставка доходу за умови i -го стану.

Для компанії «Антес» очікувана ставка доходу становитиме:

$$R_A = 0,3 (100 \%) + 0,4 (15 \%) + 0,3 (-70 \%) = 15 \%.$$

Для компанії «Брітт»:

$$R_B = 0,3 (20 \%) + 0,4 (15 \%) + 0,3 (10 \%) = 15 \%$$

Далі розрахуємо ризик фінансових активів кожної із зазначених компаній. Згадаємо, що ризик визначається величиною стандартного відхилення, котра демонструє, як реальні ставки доходу відхиляються від очікуваного (сподіваного) середнього значення (σ). σ обчислюють у такій послідовності:

Перший крок. Визначають очікувану ставку доходу за двома компаніями «Антес» і «Брітт» як

$$R = \sum P_i \times R_i .$$

Другий крок. Для компанії «Антес» віднімаємо очікувану ставку доходу R_A від кожного показника з ряду ставок доходу для з'ясування всіх можливих відхилень (V) як:

$$\begin{aligned} V &= R_i - R_A; \\ 100 - 15 &= 85; \\ 15 - 15 &= 0; \\ -70 - 15 &= -85. \end{aligned}$$

Третій крок. Далі знаходимо: $(R_i - R_A)^2$, для нашого випадку:

$$\begin{aligned} 85 \times 85 &= 7225; \\ 0 &= 0; \\ 85 \times 85 &= 7225. \end{aligned}$$

Четвертий крок. Знаходимо значення $(R_i - R_A)^2 \times P_i$ (P_i — ймовірність стану):

$$\begin{aligned} 7225 \times 0,3P_i &= 2167,5; \\ 0 \times 0,4P_i &= 0; \\ 7225 \times 0,3P_i &= 2167,5; \\ \sigma^2 &= 4335. \end{aligned}$$

П'ятий крок. У загальному вигляді стандартне відхилення обчислюють за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\sum (R_i - R)^2 \times P_i} .$$

Для «Антеса» розпорошення (розбіжність) $\sigma = \sqrt{4335} = 65,84$.

Якщо ми здійснимо аналогічні розрахунки для компанії «Брітт», то σ дорівнюватиме 3,87.

Висновок. Оскільки розпорошення значень доходності навколо очікуваної величини для К^о «Брітт» менше за відповідний показник для К^о «Антес», інвестування в компанію «Брітт» можна вважати безпечнішим.

Якщо інвестор має зробити вибір між двома варіантами інвестування в цінні папери з різним рівнем ризику, але з однаковою ставкою очікуваного доходу, доцільно обрати безпечніший варіант, тобто варіант з меншою σ . Коли йдеться про вибір між варіантами з однаковими рівнями ризику, але різними ставками доходу, варто обрати варіант із вищою доходністю цінного папера.

Як вчинити, коли один варіант обіцяє вищу дохідність фінансової інвестиції, а інший — мінімальний ризик? За таких умов як підґрунтя для порівняння використовують додаткову відносну міру ризику: **коефіцієнт варіації (КВ), який обчислюють діленням величини стандартного відхилення (ризик) на рівень очікуваної ставки доходу R на вкладений капітал**

$$KB = \sigma / R.$$

Чим нижчий коефіцієнт варіації KB , тим сприятливіше інвестування у фінансовий актив у плані співвідношення дохідності й ризику.

У разі, коли до аналізу ризику фінансового активу можна залучити лише приблизні дані дохідності, тобто відсутні дані про ймовірність розподілу окремих станів дохідності (а саме так частіше буває за реальних умов), показники стандартного відхилення дохідності можна обчислити лише приблизно (як історичну σ):

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - R_{avg})^2}{n-1}},$$

де i — період (1, ..., n) років; R_i — дохідність фінансового активу в i -му році; R_{avg} — середня дохідність за n років.

Утім, наголосимо, що історична σ , обчислена *ex post* (тобто після спостережень), надто часто й у багатьох випадках помилково використовується як оцінювальне значення майбутньої дохідності (*ex ante*).

Визначення σ дає змогу з'ясувати межі очікуваної ставки доходу:

з імовірністю 68,26 %: $R \pm \sigma$;

з імовірністю 95,46 %: $R \pm 2\sigma$;

з імовірністю 99,74 %: $R \pm 3\sigma$.

Це означає, якщо очікувана ставка доходу R дорівнює 17,6 %, а σ дорівнює 15,5, то очікувана ставка доходу з імовірністю 68,26 % перебуватиме у межах від +2,1 % до +33,1 %; 95,46 % у межах від +13,4 % до +48,6 %; 99,74 % у межах від -28,9 % до +64,1 %.

Спрощену статистичну оцінку показника середньої дохідності R_{avg} *ex post* визначають за формулою:

$$R_{avg} = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n},$$

де R_i — дохідність в i -му періоді; n — кількість періодів.

Ризик активу в портфелі цінних паперів можна поділити на дві складові: неринкову (несистемну) складову ризику, яка в портфелі стає непомітною, невідчутною для інвестора (диверсифікованою), та ринкову (або системну) складову ризику, на яку впливають загальні зрушення на ринку цінних паперів і яка не залежить від підпорядкованості портфелю.

Системний (систематичний), або ринковий ризик являє собою загальний ризик усіх вкладень у цінні папери, ризик того, що інвестор не зможе повернути їх загалом без втрат. Цей вид ризику існує для всіх учасників інве-

стиційної діяльності і форм інвестування, він зумовлений зміною стадій економічного циклу розвитку країни або кон'юнктурних циклів розвитку інвестиційного ринку, змінами податкового законодавства у сфері інвестування та іншими важливими чинниками, на які інвестор, обираючи об'єкти інвестування, не може вплинути (наприклад, зміни цін на енергоносії). На рис 5.21 узагальнено основні чинники, які генерують системний ризик.

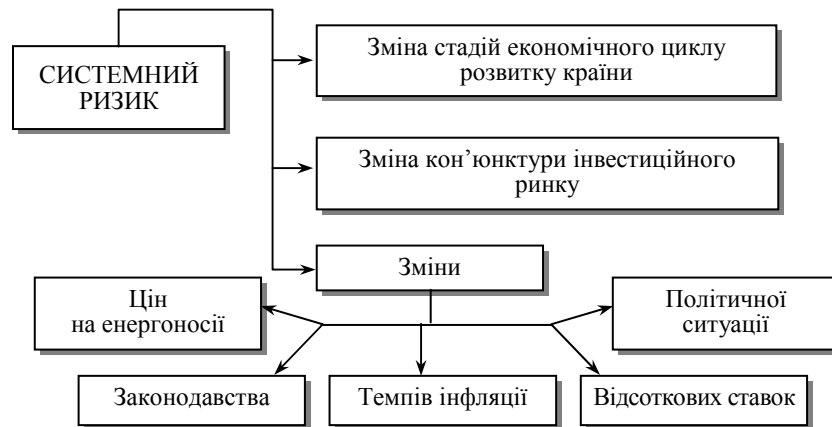


Рис. 5.21. Чинники, що спричиняють системний ризик фінансового активу

Згідно із поглибленими дослідженнями кожен фінансовий актив зазнає впливу внутрішнього системного чинника, на який, своєю чергою, впливає глобальний чинник світового ринку. Відповідно системний ризик кожного національного ринку можна поділити на дві складові: системний ризик, зумовлений проявом світового чинника, та системний ризик, що є специфічним для кожної конкретної країни. Чутливість дохідності цінного папера до світового системного чинника пов'язана із дією багатьох транснаціональних чинників, якими, наприклад можна вважати зміни в зовнішній торгівлі та в русі міжнародних потоків капіталу.

Системний ризик, на відміну від несистемного, можна визначити кількісно.

Визнаною мірою системного ризику є β -коефіцієнт, який показує мінливість дохідності акції стосовно дохідності ринку загалом (дохідності середньоринкового портфеля). Це — показник несталості курсів акцій відносно ринку (β -ризик).

На більшості бірж зі зростанням цін більшості акцій пропорційно зростають ринкові індекси (і навпаки). Ці спостереження дали підстави для гіпотези, згідно з якою ставки доходу акцій щільно корельовані стосовно ринкової дохідності біржового індексу. Значення β практики дуже часто визначають спрощено як тангенс кута нахилу прямолінійної залежності між дохідністю конкретних акцій і загальноринковим рівнем дохідності (за біржею).

Якщо β дорівнює 1,0, це означає, що фінансовому активу притаманний середньоринковий рівень ризику. Чим ризикованіший цінний папір, тим вище β , яка

показує, на скільки відсотків приблизно зросте (чи зменшиться) дохідність акції, коли дохідність ринку зросте (чи зменшиться) на 1 %. Показник β є уособленням усіх ризиків, що формують системну складову, хоча в реальному житті на різні фінансові активи впливають різні макроекономічні й суто ринкові чинники з різною мірою впливу. На практиці показник β здебільшого коливається в межах від 0,5 до 2,2. Методику розрахунку β -ризиків наведено у § 6.4.

Несистемний ризик (диверсифікований, неринковий, специфічний, інформативний) поєднує всі види ризиків, пов'язаних з конкретним цінним папером. Цей вид ризику властивий конкретному об'єкту інвестування або діяльності конкретного емітента. Він може бути пов'язаний з некваліфікованим керівництвом фірмою-емітентом, посиленням конкуренції у певному сегменті інвестиційного ринку; нераціональною структурою коштів, що інвестуються, та іншими аналогічними чинниками, негативного впливу яких значною мірою можна уникнути завдяки ефективному управлінню інвестиційним процесом.

Несистемний ризик є диверсифікованим знижуваням, зокрема можна здійснювати вибір того цінного папера (за видом, за емітентом, за терміном погашення, за територією, за умовами випуску тощо), який забезпечує в портфелі прийнятні значення несистемного ризику. Певний цінний папір може виявитися доволі ризикованим, якщо його розглядати окремо від інших паперів, але він може бути значно позбавлений диверсифікованого ризику у складі диверсифікованого портфеля.

Розподіл ризику на систематичний і несистематичний є важливою передумовою формування ефективного портфеля фінансових активів. Складові системного і несистемного ризиків портфеля наведено на рис. 5.22.

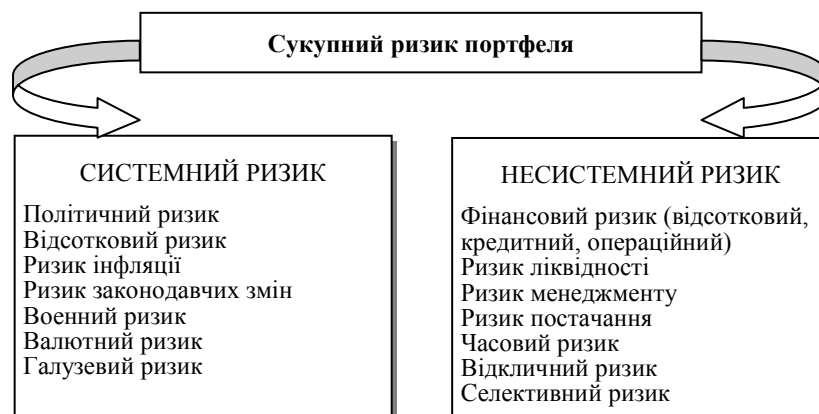


Рис. 5.22. Ризики портфеля цінних паперів

Здійснити ідентифікацію та вимірювання ризиків при портфельному інвестуванні можна також за методикою Value-at-Risk (VaR — вартісне оцінювання ризику), яка є найпопулярнішою у практиці розвинених країн. У портфельному інвестуванні, зокрема, VaR показує, що втрати за портфелем з певною ймовірністю не перевищать передбаченої суми впродовж обраного терміну (наступних N днів).

The Bank of International Settlements (Банк міжнародних розрахунків) рекомендує використання в банківській системі саме VaR, вважаючи цю методику кращою за розрахунок стандартного відхилення як міри ризику дохідності через такі недоліки σ : по-перше, враховуються відхилення в обидва боки (у сприятливий і в несприятливий) від очікуваного значення, що викривлює реальну величину ризику; по-друге, у разі розподілу відмітного від нормального спостерігається неточність вимірювання ризику; по-третє, оцінювання ризику як стандартного відхилення дохідності ускладнює процес управління ризиком, бо не відображає величини можливих грошових втрат.

Процес управління ризиком дістав назву *ризик-менеджменту*. Цей процес передбачає використання всіх можливих заходів, аби уникнути чи знизити рівень ризику; контроль й оптимізацію рівня ризику, свідоме прийняття або навіть збільшення рівня ризику, якщо це має сенс, та превентивне піклування стосовно його ймовірних негативних наслідків.

Зіткнення із ризиком — звичайна загроза для портфельного інвестора. Тому інвесторам при розв'язанні будь-якої проблеми, пов'язаної з ризиком, доцільно пам'ятати дві суттєві поради. Перша: не варто ризикувати більшим заради меншого. Друга: не варто ризикувати більше, ніж це дозволяють власні ресурси.

Резюме за змістом розділу

Оцінювання інвестиційної привабливості фірм-емітентів і конкретних цінних паперів здійснюють по-різному. Технічний аналіз ґрунтується на вивченні динаміки ринкових цін. Фундаменталістський підхід, що надає якісну характеристику цінному паперу, передусім спирається на дослідження фінансового стану фірми-емітента. Сьогодні багатьма дослідниками висувається ще одна життєздатна гіпотеза, за якою на зміну цін на фондовому ринку сукупно впливають як зовнішні чинники, так і передісторія розвитку процесу.

Фундаменталістський підхід виходить із можливості отримати в будь-який час відомості щодо фінансових активів, які ще не надійшли на ринок і не вплинули на ціни, а саме вони визначають справедливу (внутрішню) вартість активів. Технічний аналіз полягає в дослідженні цінової динаміки ринку за допомогою аналізу закономірностей зміни трьох ринкових чинників: ціни, об'єму і в разі вивчення строкового ринку (ринку термінових контрактів) — відкритого інтересу (кількості відкритих позицій на кінець торгового дня). Первинними для аналізу вважають ціни, а зміни решти чинників досліджують для підтвердження висновків щодо напрямку руху ринкових цін.

Утім, між технічним і фундаментальним аналізом на практиці немає принципових суперечностей. Представники обох напрямів усвідомлюють, що зрештою зміни спричинили фундаментальні чинники. Ціна на ринку швидко реагує на чутки, раціональні й ірраціональні уявлення покупців і продавців. Але вони спираються як на технічну, так і на фундаментальну оцінку фінансового активу,

оскільки ринкова ціна відображає потребу покупця-інвестора в цінному папері певної якості.

Найпоширенішим у портфельному інвестуванні є припущення, що за наявності альтернативних варіантів у разі прийняття рішень для інвестора важливі два показники — очікувана ставка доходу (повна дохідність) і рівень ризику.

Найпоширенішою мірою ризику є дисперсія, або стандартне відхилення дохідності. Це показник розпорошення дохідності навколо очікуваної величини. Чим менше розпорошені ставки доходів навколо очікуваної, тим вищою є впевненість в отриманні цієї дохідності в майбутній період.

Ризик активу в портфелі цінних паперів можна поділити на дві складові: неринкову складову ризику, яка в портфелі стає невідчутною для інвестора (диверсифікованою), та ринкову (системну) складову ризику, яка не залежить від підпорядкованості портфеля. Визнаною мірою системного ризику є β -коефіцієнт, який показує мінливість дохідності акції стосовно дохідності ринку загалом. Це — показник несталості курсів акцій відносно ринку.



Терміни та поняття

адитивність, аналітичне вирівнювання динамічного ряду, імовірність варіаційний розмах, ринковий ризик (систематичний, системний, β -ризик), неринковий (несистемний) ризик, ринкова капіталізація, середня плинна, стандартне відхилення дохідності, коефіцієнт варіації, фінансовий ліверидж, функціональний зв'язок, ціна закриття (close)



Запитання для перевірки знань

1. Розкрийте значення макроекономічного аналізу для прийняття інвестиційних рішень.
2. Які чинники визначають інвестиційний клімат країни?
3. Наведіть класифікацію галузей за типами.
4. Надайте характеристику окремих стадій розвитку галузі.
5. Розкрийте суть технічного аналізу ринку цінних паперів.
6. Розкрийте суть фундаментального аналізу в портфельному інвестуванні.
7. У чому полягає принципова різниця між фундаментальним і технічним аналізом?
8. У чому сутність Z-рахунка?
9. Які фінансові коефіцієнти застосовують для оцінювання фінансового стану фірми?
10. Яку інформацію використовують технічні аналітики?
11. Як розраховується середня плинна, у чому її недоліки?

12. Розкрийте суть β -коефіцієнта як міри системного ризику.
13. Що являє собою несистемний (інформативний) ризик?
14. Що являє собою системний ризик?



Тестові завдання

Тест 1. Фундаментальний аналіз спрямований на:

- 1) надмірну диверсифікацію портфеля цінних паперів;
- 2) вибір недооцінених ринком фінансових активів;
- 3) визначення справедливої вартості фінансового актива;
- 4) вибір похідних фінансових інструментів для вивчення ринкових трендів

Тест 2. До яких ринків застосовують методи технічного аналізу?

- 1) арбітражних;
- 2) ефективних;
- 3) ліквідних;
- 4) прозорих;
- 5) іпотечного кредиту;
- 6) ринків нерухомості

Тест 3. Технічний аналіз ринку цінних паперів це:

- 1) дослідження технічного стану устаткування емітентів;
- 2) аналіз фінансової стійкості емітентів;
- 3) аналіз технічних засобів здійснення угод на прозорому ринку;
- 4) аналіз руху цін на ринках устаткування;
- 5) розкриття інформації емітентом;
- 6) аналіз руху ціни і обсягів продаж фінансових активів на ліквідних ринках;

Тест 4. На що вказує індекс Альтмана:

- 1) на рівень диверсифікації портфеля цінних паперів;
- 2) на ступінь прозорості фондового ринку;
- 3) на інформаційну ефективність фінансового ринку;
- 4) на можливість прискорення інфляції;
- 5) на імовірність банкрутства емітента.



Типові задачі

Задача 1. Фахівець з портфельного інвестування фірми «Волбі», вдаючись до технічного аналізу, методом п'ятиденної плинної середньої досліджує динамічні ряди цін ринку цінних паперів. Дослідження ґрунтується на побудові діаграми за емпіричними і усередненими даними. Фахівець бере до уваги такі дані акцій компанії «Сенга» (табл. 5.14).

Таблиця 5.14

ДАНИ ДЛЯ РОЗРАХУНКУ

Дні	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ціна	185	200	191	205	207	198	215	220	225	235	230	240	235	245	240

Який ряд середніх плинних отримав технічний аналітик за результатами розрахунків? На що вказав йому генеральний тренд руху ринкових цін?

Яке рішення найімовірніше прийматиме портфельний інвестор щодо залучення зазначених цінних паперів до інвестиційного портфеля?

Задача 2. Прийняття інвестиційних рішень щодо додаткового придбання акцій з метою поглиблення диверсифікації портфеля цінних паперів базується на результатах фундаментального аналізу. Інвестор вивчає такі дані стосовно емітентів.

У звітному періоді фірмою «Тайт» продано 26 000 од. продукції за ціною \$5 за 1 шт. Сумарні змінні витрати становили \$52 000, а постійні — \$48 000. З огляду на зміни в кон'юктурі ринку фірма передбачає надалі встановити ціну реалізації одиниці виробу на рівні \$4. При цьому передбачено, що величина прибутку (а відтак, і дивідендів) залишиться на рівні минулого року, а розмір постійних витрат не зміниться. Чи реально це?

За наданими даними потрібно визначити:

- мінімальний об'єм продажу, за якого фірма не матиме збитків;
- об'єм продажу, який забезпечить отримання прибутку на рівні минулого року.

Задача 3. Визначити β -коефіцієнт портфеля цінних паперів, якщо до його складу входять акції компанії Z (12,53 % вартості портфеля) з $\beta_z = 1,21$, компанії R (53,08 % вартості) з $\beta_r = 0,94$ і компанії P з $\beta_p = 1,01$. Навести тлумачення β як показника ризику.

Як зміниться β -коефіцієнт портфеля, якщо: 1) β_z становитиме 0,982; 2) у наступному році 50 % — вартості акцій компанії R буде замінено на акції компанії C із системним ризиком 0,84? Дати пояснення.

Задача 4. Аналітик фондового ринку, вдаючись до технічного аналізу, вивчає за дорученням консалтингової фірми ряди динаміки цін на акції приладобудівної компанії «Оушен». За результатами попереднього графічного дослідження аналітик припускає прямолінійну тенденцію змін цін указаної компанії в часі типу $y = a + bt$, де y — ціна, t — період. Застосовуючи метод найменших квадратів, він здійснює функціональне вирівнювання динамічного ряду цін з метою екстраполяції їхнього рівня на найближчу перспективу за наявності таких емпіричних даних (табл. 5.15).

Таблиця 5.15

ДАНИ ДЛЯ РОЗРАХУНКІВ

Періоди (t)	1	2	3	4	5	6	7	Σt	8
Ціна акції, дол. (y)	7,2	7,4	9,8	8,9	9,6	11,4	12,9	$\Sigma y =$?

Які теоретичні (розрахункові) значення ціни акції компанії «Оушен» отримав фахівець з кожного із зазначених періодів? Яке значення ціни акцій спрогнозовано на наступний (8-й) період? Який вигляд має графік, що ілюструє емпіричний і розрахунковий ряди динаміки цін на акції компанії «Оушен»?



Завдання для індивідуальної роботи

1. Залучивши додаткові літературні джерела, надати поглиблену характеристику стадій розвитку галузі і життєвого циклу фірми (рис. 5.4 і 5.5).
2. Показати схематично, як зміниться графік на рис. 5.20, якщо значення параметру b буде від'ємним.
3. Обґрунтувати доцільність використання технічного (фундаментального) аналізу на ринку цінних паперів України.
4. Дослідити підходи до аналізу емітента і розуміння інвестиційної політики, притаманні Б. Грехему та В. Баффету.



Рекомендована література

1. ДеМарк Т. Р. Технический анализ — новая наука : Пер. с англ. — М.: Диаграмма, 2004.
2. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями : Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
3. Мертенс А. Инвестиции : Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киев. инвест. агентство, 1997.
4. Портфельне інвестування : Навчально-методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева.— К.: КНЕУ, 2004.
5. Савчук В.Г. Финансовый менеджмент: Практическая энциклопедия. — К.: Максимум, 2006
6. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок : Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1997.

- 6.1. *Управління портфелем цінних паперів*
- 6.2. *Диверсифікація як основа портфельного інвестування*
- 6.3. *Ліквідність у портфельному інвестуванні*
- 6.4. *Використання сучасної портфельної теорії і моделі оцінювання капітальних активів (САРМ) у портфельному менеджменті*

- ◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**
 - сутність, стратегію і тактику управління портфелем цінних паперів;
 - організацію моніторингу в портфельному інвестуванні;
 - сутність і способи диверсифікації фінансових активів;
 - визначення дохідності і систематичного ризику портфеля цінних паперів;
 - сутність і критерії ліквідності в портфельному інвестуванні;
 - сутність сучасної портфельної теорії та її подальші розроблення;
 - критерії оцінювання ефективності управління портфелем цінних паперів,
- ◆ **а також УМІТИ:**
 - формувати позицію інвестора щодо обрання стратегії управління портфелем цінних паперів;
 - визначати доцільність використання певного способу диверсифікації портфеля;
 - здійснювати розрахунки дохідності й систематичного ризику портфеля цінних паперів;
 - використовувати елементи сучасної портфельної теорії та САРМ для визначення необхідної ставки доходу фінансового активу в складі портфеля цінних паперів;
 - оцінювати ефективність управління портфелем на підставі різних критеріїв.

6.1. УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Прагнучи отримати високі доходи, інвестори найчастіше формують мінливий (керований) портфель цінних паперів, яким вони управляють відповідно до своїх інвестиційних намірів.

Під управлінням портфелем цінних паперів слід розуміти мистецтво формувати й розпоряджатися набором різних цінних паперів так, щоб вони

зберігали свою вартість і приносили передбачуваний дохід, незалежний від специфічного (індивідуального) ризику. Управління портфелем включає формування його складу (структури) та подальшу реструктуризацію (оперативне управління) на засадах моніторингу.

Американське прислів'я застерігає: «Якщо не передбачати, куди прямувати, ризикуєш прийти кудись не туди». Тобто кожен намір, у тому числі здійснення інвестицій, може виправдатися тільки за умови чіткого усвідомлення (формулювання) мети. Немає сенсу розглядати питання про абсолютно найвигіднішу інвестицію або формування найефективнішого інвестиційного портфеля взагалі. Завдання формування й оперативного управління портфелем цінних паперів слід формулювати так: **які інвестиційні рішення можна вважати найефективнішими, враховуючи цілі інвестора, часовий горизонт та інші різні умови й обмеження**. Головною (узагальненою) метою управління портфелем цінних паперів є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування шляхом добору сукупності найбільш дохідних і безпечних фінансових інструментів.

Управління великим інституційним портфелем цінних паперів здійснюють через послідовну реалізацію таких основних завдань:

- вибір типу портфеля (агресивний, консервативний, комбінований, спеціалізований, зорієнтований на високу дохідність і/або зростання капіталу тощо) та визначення його початкового складу з урахуванням кон'юнктури ринку цінних паперів;
- встановлення початкових показників необхідного рівня дохідності і допустимого рівня ризику з урахуванням концепції взаємозв'язку дохідності та ризику;
- оцінювання здатності в разі виникнення необхідності швидкої трансформації певної частини цінних паперів у готівку;
- визначення напрямів і методів реструктуризації портфеля у близький перспективі у межах заданих цілей;
- розроблення і реалізація тактичних рішень щодо зміни складу і структури портфеля.

Управління портфелем можна здійснювати на засадах традиційних схем та на підставі новітніх підходів сучасної фінансової теорії з використанням, зокрема, методів оптимізації. Так звана традиційна схема формування і оперативного управління портфелем цінних паперів базується на принципах фундаментального, меншою мірою технічного аналізу. Вона ґрунтована на постулатах, сформульованих у працях Джона Кейнса, Джона Вільямса та Бенджаміна Грехема.

Такий підхід передбачає включення до складу портфеля різноманітних цінних паперів, що забезпечує його галузеве та видове різноманітнення і дає змогу вирішувати стратегічні цілі інвестування, але ефективного взаємозв'язку між окремими фінансовими активами за показниками дохідності та ризику не забезпечує. Традиційна схема, на противагу сучасній портфельній теорії та її подальших розроблень, розглядаючи назагал проблему вибору портфеля, передбачала аналіз окремих його складових, і фактично не здійснювала розгляд портфеля як цілісного об'єкта.

Відомі два способи управління портфелем цінних паперів: *самостійний та довірчий (трастовий)*. Відповідно до типу портфельного інвестора виокрем-

люють управління індивідуальним портфелем (персональне управління), управління корпоративним портфелем і управління великими фондами спільних інвестицій інституційних інвесторів. За самостійного управління виконання всіх управлінських функцій щодо портфеля здійснюється безпосередньо його власником. Довірче управління передбачає передання всіх або лівової частки функцій з управління юридичній особі, якою можуть виступати, наприклад, банки, трастові компанії.

Стан ринку цінних паперів, оцінювання його інформаційної достатності та можливості залучення інвестиційних ресурсів портфельного інвестора визначають вибір ним стратегії управління портфелем цінних паперів. Формування структури активів у портфелі цінних паперів залежить від типу інвестора та його цілей, тобто йдеться про *інвестиційну стратегію*.

У сучасній економічній літературі виокремилися два підходи щодо тлумачення поняття про стратегію діяльності. Думка стосовно визначення стратегії як процесу формування системи довгострокових цілей та вибору шляхів їх досягнення співіснує із вужчим поглядом на стратегію як лише на сукупність правил для прийняття рішень або як деякий спосіб досягнення мети. За більш поширеного першого підходу інвестиційна стратегія — це процес формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності і вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Існує кілька типологій інвестиційних стратегій. *Стратегія управління портфелем цінних паперів* — це пошук (вибір) узагальнених параметрів та обмежень інвестиційних рішень у контексті всієї інвестиційної політики (пріоритети, базові параметри). Стосовно портфельного інвестування вона поєднує комплекс довгострокових цілей інвестора та найбільш ефективні шляхи їх досягнення і надає інвесторові можливість визначитися зі шкалою меж варіабельності інвестиційних якостей фінансових активів відповідно до власного пріоритету співвідношень притаманних їм властивостей.

Процес розроблення стратегії управління портфелем цінних паперів дістає подальшу конкретизацію в процесі тактичного управління. *Тактика* — це безпосереднє визначення обсягів інвестицій у конкретний вид цінного папера, ребалансування портфеля цінних паперів за підсумками інвентаризації (коригування, адаптація).

Стратегія управління портфелем цінних паперів як складова загальної інвестиційної стратегії передбачає визначення головних цілей та обмежень діяльності з портфельного інвестування, встановлення прогностичного горизонту, обмежень за складом і структурою портфеля, прогнозування інвестиційних якостей фінансових активів і перспектив найважливіших сегментів фінансового ринку.

Цілі (наміри) формування, структура і модель управління портфелем цінних паперів залежать від типу інвестора. Формуючи портфель, кожен тип інвесторів — активний (агресивний), пасивний (консервативний) та помірно-консервативний виходить із власних «портфельних» уподобань. Дехто прагне високих доходів у формі дивідендів і відсотків, інші — збільшення капіталу, решта — невисоких, але стабільних, гарантованих доходів із мінімальним ризиком. Такі наміри вважають головними для більшості інвестиційних програм. Отже, при формуванні

інвестиційної стратегії необхідно конкретизувати пріоритетність цілей інвестора, визначити обсяг коштів, потрібних для інвестування, а також обмеження їх.

Управління інституційним та корпоративним портфелем здебільшого здійснює портфельний менеджер з урахуванням інтересів інвестора. Найважливішою усвідомленою метою інституційного та корпоративного (далі — інституційного) управління портфелем цінних паперів потужного інвестора зазвичай є **дохідність і приріст капіталу**. Це означає, що інституційний інвестор не завжди прагне спрямувати всі авансовані кошти лише у цінні папери, емітентами яких є компанії, що зростають. Потрібно передбачувати можливість зростання ринкової ціни фінансових активів (збільшення капіталу), залучати недооцінені ринком фінансові інструменти. Це слугуватиме запорукою збереження й зростання їхньої купівельної спроможності і зумовить гнучкість управління великим портфелем. Проте слід урахувати, що кожен інвестор має власну шкалу оцінювання цілей. Високий рівень доходності або зростання капіталу для одного інвестора може виявитися зовсім недостатнім для іншого.

Портфельному менеджеру слід також приділяти увагу **безпеці авансованого капіталу** — збереженню його розміру та отримання передбачуваних майбутніх доходів. Під час управління портфелем менеджер має прагнути досягти стабільного очікуваного доходу. Дохід, отриманий сьогодні у формі дивідендів і відсотків цінніший за обіцяний у майбутньому. Стабільність доходу дає змогу інституційному портфельному інвесторові передбачати майбутні реінвестиції або певні витрати.

Ризикованість фінансових інструментів ринку цінних паперів (як альтернатива безпеки) висуває серйозні вимоги щодо портфельного менеджера в плані якості інституційного управління портфелем як сукупністю цінних паперів. Це питання конче важливе за умови, якщо доходність цінних паперів дуже мінлива. Управляти ризиком означає вживати заходів, спрямованих на підтримання такого його рівня, який би відповідав поточним цілям управління портфеля загалом. Два основні напрями управління ризиком у портфельному інвестуванні зводяться до підтримання ризику на рівні, який не перевищує допустимий, та мінімізації ризику за певних умов (наприклад, за заданого рівня доходності).

Ще однією метою менеджера інституційного портфеля за ефективного управління інвестиціями є можливість трансформування цінних паперів у гроші, тобто **ліквідність**, що вможливує за потреби швидко реалізувати (трансформувати в кошти) фінансові активи без суттєвих втрат.

Управління під час формування й коригування інституційного портфеля цінних паперів передбачає застосування певних підходів і методів, які забезпечують збереження інвестованих коштів, досягнення максимального рівня доходності та передбачувану інвестиційну спрямованість портфеля. Далі виникає проблема кількісної відповідності між доходністю й ризиком, яку слід оперативно розв'язувати задля постійного вдосконалення структури вже сформованого портфеля.

Зрештою зазначені інвестиційні цілі мають також індивідуальні (дрібні) інвестори. Проте за персонального управління портфелем цінних паперів вони зазвичай набувають конкретнішого виразу, бо недостатньо досвідчені індивіду-

альні інвестори не завжди усвідомлюють відмінності мети й засобу її реалізації. Формування портфеля цінних паперів певного типу пов'язане, поряд із реалізацією тактичних рішень, ще й з менталітетом індивідуального інвестора. Які рішення прийматиме інвестор, яким цінним паперам віддасть перевагу, здебільшого залежатиме від його особистості. Проте не менш важливу роль відіграє обсяг авансованих грошових коштів.

Зацікавленість консервативних інвесторів у придбанні цінних паперів зазвичай передбачає лише захист власних заощаджень від інфляційного знецінення. Помірно консервативні прагнуть диверсифікувати вкладення для отримання помірного доходу за невисокого ризику. Авантюрні інвестори мають наміри стрімко нарощувати капітал будь-якою ціною, переважно за рахунок спекулятивної біржової гри, агресивні згодні ризикувати, купуючи акції венчурних компаній, які пропонують надвисокі відсотки, та нехтуючи безпекою вкладень вдаватися до непередбачуваної «галузевої селекції».

Отже, цілі формування власного, здебільше відносно невеликого портфеля індивідуальний інвестор конкретизує, але вони в підсумку зводяться до узагальнених. Ірраціональні інвестори не мають чітких намірів щодо інвестування в цінні папери, тому придбання фінансових активів для персонального портфеля здійснюють безсистемно.

Залежно від кількості поставлених інвестором стратегічних цілей виокремлюють управління моноцільовим портфелем і управління багатоцільовим портфелем. У першому випадку фінансові активи добирають до портфеля за критерієм розв'язання однієї пріоритетної (стратегічної) задачі, забезпечуючи тим самим стратегічну спрямованість портфеля (управління за одним критерієм). Управління багатоцільовим комбінованим портфелем передбачає необхідність одночасного досягнення кількох стратегічних цілей, найчастіше максимізації доходу за мінімізації ризиків (багатокритеріальне управління).

Великих витрат коштів і праці вимагає такий трудовісмітний елемент управління портфелем цінних паперів, як моніторинг: безперервний ретельний аналіз стану і динаміки ринку цінних паперів і окремих секторів, виявлення ринкових тенденцій і дослідження інвестиційних якостей ринкових інструментів. При формуванні й оперативному управлінні інвестиційним портфелем необхідно постійно відстежувати зміни ситуації на ринку, оцінювати інвестиційну привабливість і вартість окремих цінних паперів і загалом портфеля — тобто здійснювати безперервний **комплексний моніторинг**. Зрештою механізм постійного нагляду й контролю за підтриманням у портфелі рівня доходності не нижче мінімально допустимої (бар'єрної), а ризику — не вище прийнятної з метою розроблення відповідних заходів у разі виникнення відхилень є моніторингом портфельного інвестування.

Особливістю портфельного інвестування є те, що навіть сформований на найдосконаліших засадах портфель цінних паперів через певний час за різних обставин перестає бути збалансованим, тож портфельному менеджеру доведеться знову відстежувати й аналізувати ситуацію на ринку та оцінювати ресурсні можливості інвестування для зміни складу портфеля. Тому важливу роль у портфельному моніторингу відіграє організація всебічного моніторингу умов

економічного розвитку країни та кон'юнктури ринку цінних паперів у розрізі його сегментів.

Такий моніторинг динаміки кон'юнктури ринку також має здійснюватися безперервно. Зокрема, за моніторингу передбачаються спостереження за змінами в межах обраного переліку «суттєвих», на думку портфельного менеджера, показників з обов'язковою реєстрацією їх у табличній формі для аналізу цих змін та виявлення особливостей ринкових тенденцій для з'ясування перспективи.

У процесі комплексного портфельного моніторингу головну увагу слід приділяти виявленню змін у дії чинників, що впливають на рівні ринкових цін, дохідність, ризик та ліквідність фінансових активів, які входять чи будуть залучатися до складу портфеля цінних паперів. Урахування результатів моніторингу ринку цінних паперів та умов економічного розвитку країни підвищує обґрунтованість управлінських рішень щодо **формування й оперативного управління** портфелем цінних паперів (**реструктуризації**).

Кінцевою метою моніторингу є вибір цінних паперів з інвестиційними властивостями, що відповідають заданому типу портфеля, і забезпечення його збалансованості, тобто відповідності складу і типу портфеля інвестиційним цілям (пріоритетам), ребалансування портфеля за підсумками інвентаризації. Сигналом до зміни складу сформованого портфеля цінних паперів вважають як загальноринкові зрушення, так і падіння дохідності портфеля нижче прийнятного рівня. Тому портфельна тактика передбачає адаптацію портфеля, що спирається на оцінювання за підсумками моніторингу стану ринку загалом і його сегментів у плані його прозорості й ліквідності, ринкових чинників (динаміка відсоткової ставки, курсова вартість цінних паперів тощо), наявності законодавчих пільг чи обмежень, загальноекономічних чинників (стан економіки, рівень інфляції тощо), передумов підтримання прийнятного рівня дохідності й ліквідності портфеля за мінімізації ризиків. Етапи моніторингу унаочнює рис. 6.1.

У розвинених країнах результати біржових торгів щоденно публікують у діловій пресі, зокрема у *Financial Times* (Велика Британія), *Wall Street Journal* (США), *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (Німеччина) тощо у вигляді так званих біржових таблиць котировок. Саме ці таблиці надають інформацію для здійснення моніторингу ринку. Вигляд таблиць котировок у різних країнах та різних виданнях має певні відмінності, проте всі вони забезпечують портфельних інвесторів інформацією, необхідною для прийняття інвестиційних рішень.

Вивчаючи дані щодо результатів котирувань, інвестор визначається щодо придбання, продажу чи утримання в портфелі певних фінансових активів. Зазвичай основна його мета при цьому — збільшення ринкової вартості інвестиційного портфеля. Виходячи з оцінки інвестором інформаційної ефективності ринку цінних паперів (розділ 2), портфельна стратегія (модель управління) може бути активною (агресивною) або пасивною (консервативною). Моніторинг потрібен за будь-якої моделі управління портфелем, проте за активної моделі він відіграє визначальну роль. Якщо за пасивної моделі інвестор «довіряє» ринку і прямує за його плином, що вимагає переважно відстеження руху ринку і відповідності змін складу портфеля цьому руху, то за активної моделі завдання моніторингу значно ширші, адже необхідне максимальне врахування проявів позаринкових чинників.

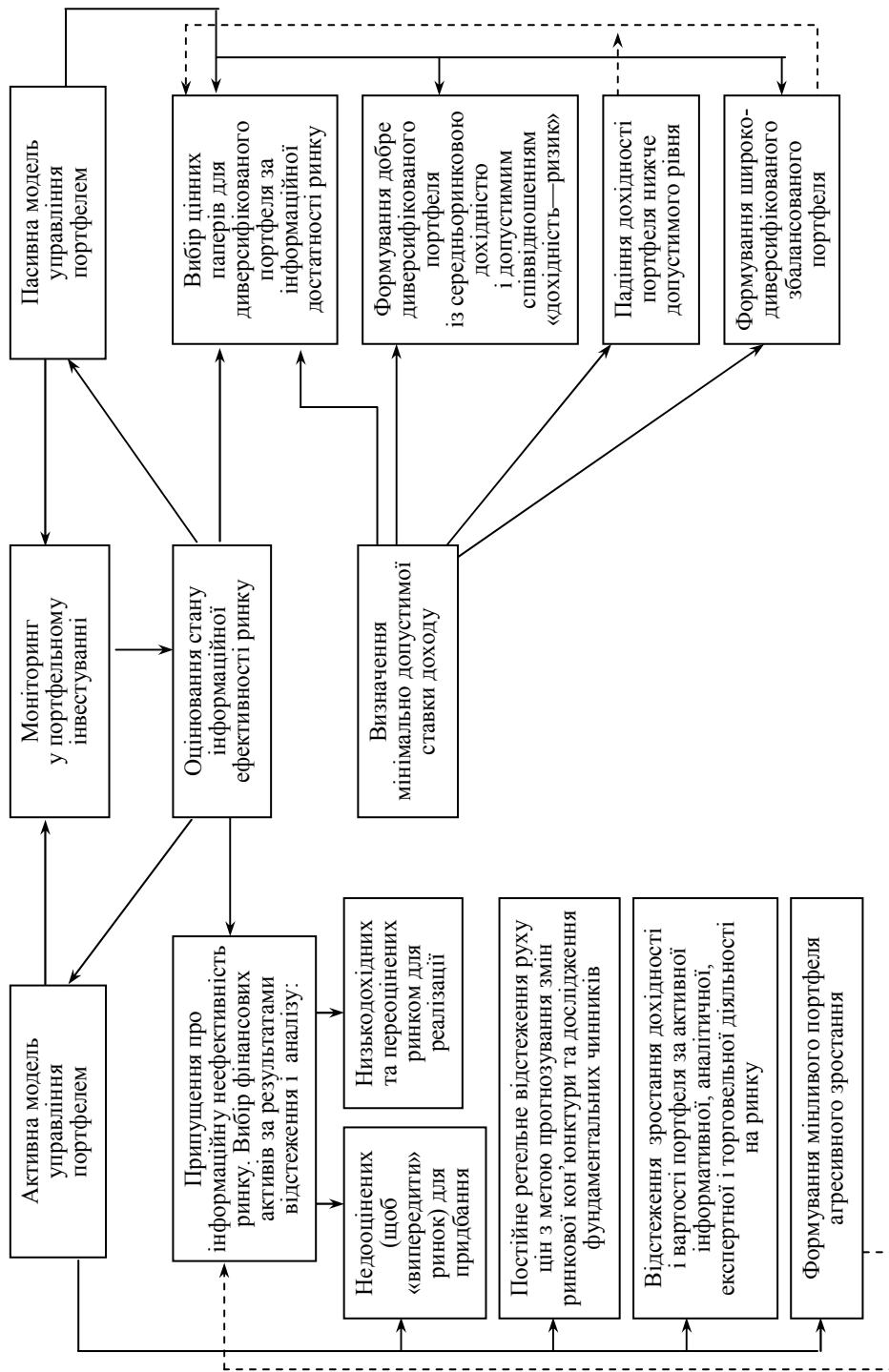


Рис. 6.1. Узагальнена схема комплексного моніторингу в портфельному інвестуванні

Активна стратегія (модель) управління (active portfolio management) — це сукупність підходів і методів управління, що базується на припущенні про інформаційну неефективність фінансового ринку, існуванні через це можливостей пошуку точнішої за ринкову оцінки вартості цінних паперів і доцільність прогнозування майбутніх змін ринкових цін. Її реалізація передбачає постійне ретельне відстежування ринку цінних паперів, виявлення недооцінених ринкових активів на підставі вивчення фінансового стану емітентів, придбання фінансових інструментів, що відповідають інвестиційним намірам інвестора, а також швидку зміну складу портфеля в разі його невідповідності інвестиційним цілям.

За таких умов моніторинг вимагає значних фінансових витрат через необхідність постійної активної інформативної, аналітичної, експертної і торговельної діяльності на ринку шляхом застосування різних методів дослідження, зокрема експертних оцінювань, прогнозування динаміки руху ринку, оцінювання фінансового стану фірм-емітентів і розвитку економіки загалом як важливої передумови активізації ринку цінних паперів.

Отже, оскільки управління портфелем цінних паперів за активної моделі передбачає намагання інвестора «випередити» ринок за рахунок виокремлення цінних паперів відповідно до цілей інвестування, визначення оптимальних термінів купівлі-продажу фінансових активів і прогнозування майбутніх доходів від вкладень, моніторинг сприяє швидкому реагуванню на зміни кон'юнктури ринку, виявленню привабливих до залучення у портфель фінансових активів, визначенню змін доходності й ризику та динаміки ефективності власне портфеля задля його ефективної реструктуризації.

Саме дохідність є тим індикатором, що змушує інвестора переглядати портфель. Не лише ринкова кон'юнктура визначає стратегію управління портфелем. Вибір моделі управління портфелем залежить також від його типу. Типу портфеля відповідає й тип обраної портфельної стратегії (активної для максимального використання можливостей ринку або пасивної) й конкретних підходів та методів управління.

Вибір моделі управління залежить також від здатності портфельного менеджера вдало обирати відповідні цінні папери й успішно прогнозувати динаміку ринкових цін. Якщо менеджер не наділений інтуїцією й не має достатнього досвіду щодо вибору фінансових активів або визначення часу здійснення операцій з ними, йому доцільно сформувати широко диверсифікований портфель і намагатися підтримувати ризик на допустимому рівні. Якщо менеджер здатен передбачати цінову динаміку ринку, він може довільно змінювати структуру портфеля відповідно до ринкових змін та обраної стратегії управління.

Два принципово різні підходи до управління портфелем цінних паперів — *активний (дохідний, агресивний)* та *пасивний (консервативний)* відрізняються як за поставленими задачами, так і за методами управління портфелем. Активна стратегія реалізується, зокрема, тоді, коли портфельний менеджер прагне отримати дохід від тимчасової недооціненості певних акцій, що призводить до постійного пошуку їх і, відповідно, до суттєвих змін у портфелі цінних паперів. Такий підхід реалізує, зокрема, так званий «метод Грехема», який передбачає

формування портфеля акцій за рахунок таких фондових інструментів, ринкові ціни на які нижчі за їхню справедливу вартість.

Бенджамін Грехем зазначав, що власнику акцій не слід турбуватися з приводу поточних флуктуацій (коливань) цін на них, позаяк у довготерміновій перспективі справедлива (внутрішня) вартість акції зрештою відображається в її ринковій ціні. Тому він рекомендував інвесторам концентрувати особливу увагу на аналізі фінансового стану компаній-емітентів. Коли акції певної компанії продаються на ринку за цінами, нижчими за їхню справедливу вартість, існує, на переконання Грехема, запас надійності (англ. — margin of safety) щодо зростання ринкової вартості. Це робить їх привабливими для інвестування. Проте, як інвесторові відшукати недооцінені акції, які спроможні до відновлення справедливої вартості?

Менеджер, котрий реалізує активну модель управління, має вирізняти на ринку й залучати до портфеля ефективні ринкові інструменти та максимально швидко позбутися неефективних активів. При цьому бажано забезпечити зростання вартості портфеля за збереження ним інвестиційних властивостей, тобто зіставляти вартість, дохідність, ризикованість і ліквідність як характеристики активів мінливого портфеля. Отже, управління за активною моделлю передбачає, зокрема, відбір фінансових активів, прогнозування значень дохідності і ризику реструктуризованого портфеля з урахуванням змін його складу.

Якщо в портфелі стабільно переважають фінансові активи конкретної галузі або певної групи підприємств, активна стратегія виявляється в такому напрямі, як «агресивне зростання» (коли зосереджують акції фірм, за якими очікують дуже високі темпи зростання дохідності). Особливого підходу вимагає швидке прийняття інвестиційних рішень щодо ребалансування активного портфеля на підставі аналізу короткотермінових тенденцій ринку цінних паперів («таймінг»).

Якщо крива дохідності в певний час перебуває на відносно низькому рівні й за прогнозом підвищуватиметься, це, згідно з емпіричними даними, є сигналом стосовно зниження курсів твердовідсоткових цінних паперів, тож потрібно купувати короткотермінові облігації. Із зростанням відсоткових ставок такі твердовідсоткові активи пред'являтимуться до викупу й реінвестування у прибутковіші активи. Для банку це слугуватиме додатковим запасом ліквідності.

Якщо крива дохідності висока і за прогнозом матиме тенденцію до зниження, портфельні менеджери вдаються до придбання довготермінових облігацій, які обіцяють вищий дохід (стратегія перемикавання). Зазначимо, що такий підхід не завжди себе виправдовує й може призвести до збитків.

Як метод активного управління портфелем облігацій доволі поширений облігаційний «своп» (операція заміни облігацій), який полягає в постійному моніторингу мінливості ринкових цін з метою виявлення на ринку недооцінених, а в портфелі — переоцінених активів задля швидкого здійснення заміни переоцінених на недооцінені. Це збільшує дохідність портфеля.

Принцип визначення часу укладання угод купівлі-продажу активів полягає в рекомендації: «*купуй — дешевше, продавай — дорожче*». Реалізація цього принципу на практиці пов'язана з прогнозуванням короткострокових кон'юктурних циклів (переважно на засадах технічного аналізу фондового ринку) та

визначенням часу перелому цінової тенденції (переходу від «ринку биків» до «ринку ведмедів» і навпаки).

За гнучкого співвідношення складових портфеля інвестор постійно варіює набором цінних паперів з урахуванням прогнозованої динаміки ринкової вартості певних активів. Якщо результати прогнозу свідчать про сприятливу динаміку ринкової вартості частини активів, частка їх зростає. При прогнозі несприятливої динаміки ринкової вартості певних фінансових інструментів частка їх, відповідно, знижується. Такий підхід до управління сукупності фінансових інструментів відображає сутність активної моделі управління. Висновки щодо ефективності активних методів у кожному випадку надають з огляду на тривалість інвестиційного горизонту й обґрунтованих прогнозів мінливості відсоткових ставок.

Узагальнимо основні ознаки активної моделі управління портфелем цінних паперів:

- ретельний комплексний моніторинг ринку цінних паперів і портфеля, оперативна зміна складу портфеля (реструктуризація) за результатами аналізу;
- активна гра на підвищення з недооціненими фінансовими активами і гра на пониження з переоціненими фінансовими активами;
- великі обіги по операціях купівлі-продажу фінансових інструментів для портфеля;
- низький рівень урізноманітнення (диверсифікації) портфеля;
- високий рівень зосередження високодохідних і високоризикованих фінансових активів;
- формування портфеля переважно активного й агресивного типів.

Ринкові ціни фінансових активів можуть зростати і падати, пошук недооцінених ринком цінних паперів виявиться марним. Тому застосовують пасивне управління, яке ґрунтується на уявленні про те, що ринок безпосередньо сам здатен встановити ефективність фінансового активу. Сутність пасивної стратегії полягає у створенні диверсифікованого портфеля цінних паперів із заздалегідь визначеним рівнем ризику та терміну утримання портфеля в незмінному вигляді. Багато хто з найуспішніших інвесторів віддають перевагу довготерміновим накопиченням над спекулятивною грою. Мільярдер Воррен Баффет дотримується саме пасивного підходу до управління своїм пакетом цінних паперів. «Не слід метушитися, якщо ти впевнений у своїх інвестиціях. Інакше навіть ти їх зробив», — зауважує він.

Пасивна стратегія (модель) управління портфелем цінних паперів (passive portfolio management) ґрунтується на припущенні щодо відносної інформаційної достатності (ефективності) ринку цінних паперів і являє собою сукупність методів управління, що виходять з уявлення про неможливість стабільного підвищення середньоринкового рівня дохідності фінансових інструментів. Мета пасивного підходу — забезпечення дохідності диверсифікованого портфеля на рівні середньоринкових показників за максимального захисту портфельних інвестицій від негативного впливу неринкових специфічних чинників.

Портфельний менеджер, котрий на практиці реалізує пасивну модель управління, здавалося б, цілком «довіряє» ринку й підкоряється його плину. Ринкові

активи, на його думку, оцінено достатньо близько (навіть відповідно) до своєї інвестиційної вартості, а відтак, різниця в дохідності зумовлена лише різним рівнем ризику і термінами погашення.

За пасивної моделі моніторинг спрямовано на пошук фінансових активів для добре диверсифікованого портфеля з невисоким, але не нижчим за середньоринковий рівнем дохідності, переважно малоризикових. Такий підхід до управління портфелем базується на принципі «*слідкування за плином ринку*». Практична реалізація цього принципу означає, що коригування портфеля фінансових інвестицій має максимально відображати тенденції кон'юнктури фондового ринку як за об'ємом (на підставі загальноринкових індексів динаміки), так і за набором ринкових інструментів. Зміни складу портфеля цінних паперів мають максимально відображати динаміку ринку загалом.

Інвестор, вкладаючи свій капітал, розраховує мінімально допустиму (прийнятну), так звану бар'єрну ставку доходу, нижче якої він не має отримувати свого доходу. Бар'єрна ставка — це відсоткова ставка, що визначає фінансову віддачу, якої інвестор очікує від своїх інвестицій, і яка складається з вільної від ризику (безризикової) ставки і страхової премії — премії за ризик (необхідної ставки доходу як плати за надання інвестицій в умовах ризику).

Особливу увагу за пасивного підходу управління портфелем приділяють забезпеченню його змін щодо видів цінних паперів для глибокої диверсифікації з метою зниження рівня портфельного ризику. Прихильники цього підходу вважають, що ефективність портфеля забезпечується переважно структурою активів і лише незначною мірою — конкретними видами. Найбільшою мірою пасивний підхід відображає формування консервативного типу портфеля. Особливості пасивного управління зумовлюють його перевагу — низький рівень витрат.

Пасивний портфель зазнає коригування (ребалансування) переважно в разі змін намірів інвестора. Формування за пасивного управління диверсифікованої сукупності цінних паперів з умовою певного гарантування прийнятних рівней дохідності й ризику розрахованого на тривалий термін, доцільне лише за достатньої насиченості ринку цінних паперів фінансовими активами високої інвестиційної якості.

Терміни існування пасивного портфеля передбачають відносну сталість кон'юнктури ринку цінних паперів на цьому часовому проміжку. За умов інфляції, а отже, переважного функціонування ринку короткотермінових цінних паперів, і нестабільності процесів на ринку взагалі пасивний підхід буде недостатньо ефективним. По-перше, пасивна модель управління доцільна лише стосовно портфеля, який складається з низькоризикованих і малодохідних активів. По-друге, фінансові активи мають бути довготерміновими, щоби портфель залишався відносно незмінним упродовж тривалого часу. Проте суттєвою перевагою застосування пасивної моделі управління портфелем цінних паперів є низький рівень витрат на його формування і подальшу реструктуризацію.

Доволі поширеним за кордоном є **індексний метод (або метод «індексного портфеля»)** пасивного управління портфелем. *Індексний портфель* — це портфель цінних паперів, який відповідає за структурою певному біржовому індексу, що, на думку портфельних менеджерів консервативного спрямування,

достатньо відображає стан інформаційно ефективного ринку цінних паперів. Зарубіжні інвестиційні фонди, що формують індексний портфель, дістали назву «індексних фондів». Існують різні можливості використання індексного методу формування портфеля. Наприклад, за індексом формується лише частина портфеля, решта призначена для активного управління портфелем.

Критерієм ефективності індексного портфеля буде відповідність його реальної дохідності й дохідності індексу. Якщо ринок цінних паперів у певний час неефективний, застосування такого методу замість бажаного позитивного результату може завдати суттєвих збитків.

До пасивних методів управління портфелем твердовідсоткових фінансових інструментів належить його *імунізація*, здійснювана з метою зниження відсоткового ризику. Як показник ризику за імунізації використовують тривалість портфеля, яка відображає середньозважений за виплатами відрізок часу до погашення, оскільки він характеризує відсотковий ризик фінансового активу як мінливість його ціни відносно зміни відсоткових ставок. Чим довше тривалість, тим мінливіша ціна певного фінансового активу, тобто вища його ризикованість. Розподіл інвестицій між різними фінансовими інструментами, тобто врізноманітнення їх, зумовлює у складі портфеля зниження ризику, притаманного кожному інструменту окремо.

Формування портфеля облігацій, який за тривалістю дорівнює плановому горизонту, забезпечує інвесторові страхування від відсоткового ризику, зумовленого непередбачуваними коливаннями відсоткових ставок. В імунізованому портфелі незалежно від напряму змін відсоткової ставки втрати за одними активами компенсуються доходами за іншими активами.

Практичну цінність методу імунізації знижує те, що за певних умов відсоткові ставки можуть змінюватися постійно, і для ефективної імунізації треба постійно коригувати склад портфеля, що призводить до високих операційних витрат. Утім, навіть такі витрати не завадять широкому застосуванню імунізації у практиці портфельного інвестування з огляду на його простоту. Проте певною мірою постійне коригування складу портфеля вводить ознаки активного управління ним.

Поширеною стратегією пасивного управління портфелем корпоративних акцій є стратегія «*купив-і-тримай*», коли консервативний інвестор купує акції обраних фірм з метою їх утримання на тривалу перспективу. У такому разі інвестор дотримується правила «купуй акції тих емітентів, чий бізнес є зрозумілим, а потенціал сьогодні є найпривабливішим». Вважають, що застосування такого підходу до формування портфеля цінних паперів доцільне для акцій зі значним потенціалом зростання у фазі зростаючого ринку. Недоліком цього підходу є те, що за умови затяжної кризи він може призвести до суттєвих втрат.

Заслужує на увагу метод формування портфеля, пов'язаний з інвестуванням в активи, про неефективність яких відомо заздалегідь. Менеджери обирають акції з найменшим співвідношенням *P/E (prise-earnings)*, що за певних умов за деякий час уможливує отримання доходу від спекулятивних операцій на фондовій біржі. Крім того, коефіцієнт *P/E* показує, як порівняно із середньоринковим рівнем на початку «ведмежого» ринку може впасти курс акцій. Отже,

за інших рівних умов слід очікувати, що акції із вищим P/E у відсотках більше втрачатимуть у ціні порівняно з тими, в яких цей показник нижчий. За загального падіння курсів передусім потерпають ті акції, курс яких не відповідає фактичному фінансовому стану емітента.

Корисною практикою для багатьох інвесторів є підтримка такої структури розподілу портфельних інвестицій за термінами, яка дає змогу забезпечити постійне рефінансування портфеля. З тією ж метою цінні папери, за якими підійшов термін погашення, замінюють довготерміновими, які, своєю чергою, мірою наближення термінів погашення стають середньотерміновими та короткотерміновими. Порушення цієї структури виникають головним чином через недостатню наявність на ринку прийнятних цінних паперів з відповідними термінами погашення. У цьому разі певна група цінних паперів (короткотермінових, середньотермінових і довготермінових) може деякий час переважати в портфелі інвестицій.

За допомогою стратегії «*штанги*» поєднують короткотерміновий і довготерміновий підходи до інвестування коштів у цінні папери. За цією стратегією інвестор розміщує, з одного боку, переважну частину своїх коштів у короткотермінових високоліквідних цінних паперах, а з іншого — у довготермінових цінних паперах за мінімальних (чи нульових) вкладень на проміжні терміни. Короткотерміновий портфель забезпечує ліквідність, тоді як довготерміновий призначений для отримання доходу.

Практика банківської діяльності пропонує ще кілька пасивних підходів, які можуть бути альтернативою за певних умов. Це, зокрема, так звана *політика короткотермінового акцепту*, або стратегія придбання короткотермінових цінних паперів, тобто розміщення всіх інвестицій у межах короткого проміжку часу. Наприклад, управління банку може прийняти рішення інвестувати всі фонди, які не задіяні в кредитних операціях і готівкових резервах, у цінні папери, термін погашення яких не перевищує двох років. За такого підходу портфель розглядають переважно як джерело ліквідності, а не отримання доходу. Протилежний попередньому підхід — *політика довготермінового акцепту*, згідно з якою портфель функціонує як джерело доходу. Банк, котрий дотримується цієї політики, може прийняти рішення інвестувати кошти в цінні папери із термінами погашення від 5 до 10 років.

Відмітною особливістю так званої *збалансованої стратегії*, яку іноді виокремлюють в самостійну модель управління, є, зокрема, отримання доходу на інвестований капітал у розмірі, який зовсім трохи перевищує інфляційне знецінення. По суті, зазначена портфельна стратегія теж реалізує пасивний підхід до управління портфелем і спрямована переважно на захист фінансових активів від інфляції.

За умов інфляції, а відтак, функціонування переважно ринку короткострокових цінних паперів, а також несталості процесів ринку цінних паперів взагалі пасивний підхід буде недостатньо ефективним. По-перше, пасивна модель управління доцільна лише щодо портфеля, який складається з низькоризикованих і малодохідних активів. По-друге, фінансові активи мають бути довгостроковими, щоби портфель зберігав відносно незмінний стан тривалий час.

Узагальнимо ознаки пасивної моделі управління портфелем цінних паперів:

- значний рівень зосередження довгострокових фінансових інструментів та інструментів із помірним і малим ризиком;
- відсутність значних обігів за операціями купівлі-продажу фінансових активів, млявість операцій з фінансовими інструментами;
- високий рівень урізноманітнення портфеля;
- суттєві зміни складу і структури портфеля переважно за зміни безризикової ставки доходу, ринкової капіталізації та складу біржового індексу, падіння дохідності портфеля нижче допустимого рівня або відповідно до загальних прогнозів щодо майбутніх змін стану ринку;
- формування портфеля переважно консервативного типу.

Застосування в чистому вигляді активних і пасивних методів управління портфелем цінних паперів має певні недоліки. У разі пасивної стратегії дохідність портфеля свідомо обмежується задля зниження ризику. За активного підходу існує великий ризик втрат, пов'язаних із помилковим прогнозом майбутніх відсоткових ставок. Тому нерідко використовують методи, що раціонально поєднують риси активного й пасивного підходів. Прикладом такого поєднання є так звана умовна імунізація портфеля облігацій.

Умовна імунізація — це динамічна стратегія, мета якої полягає в гарантуванні певного мінімального рівня дохідності за одночасного намагання за допомогою прийомів активного управління (наприклад, свопінгу) досягти високої ефективності. Аналітик у кожен відрізок часу на підставі поточної структури відсоткових ставок має оцінювати фактичну та мінімальну вартість портфеля, необхідну для забезпечення імунізації. Якщо фактична вартість істотно перевищує цей мінімальний рівень, доцільно й далі використовувати активні методи управління портфелем, у протилежному разі (щоб уникнути втрат) портфель має бути негайно імунізований.

Активну або пасивну модель управління можна застосувати на будь-якому етапі формування портфеля. Щодо оцінювання доцільності використання активного чи пасивного управління у світовій практиці не існує єдиної точки зору. Застосуванню активної стратегії перешкоджає брак кваліфікованих менеджерів, особливо в країнах, де ринкова економіка тільки формується.

Потрібно пам'ятати, що портфель цінних паперів — це сукупність інструментів, які продаються і купуються на ринку цінних паперів, отже, постає питання стосовно витрат на його формування й утримання. Тому особливої вагомості набуває питання щодо кількісного складу портфеля та врізноманітнення його. Складність в управлінні портфелем полягає і в тому, що всі методи і моделі управління є доволі приблизними, тому застосування їх не завжди приводить до позитивного результату.

З практики відомі різні варіанти організації управління великим портфелем цінних паперів. Один із них полягає в тому, що інституційний інвестор — утримувач портфеля цінних паперів самостійно здійснює управління портфелем. У цьому разі створюють спеціалізований структурний підрозділ, до функцій якого належать визначення цілей і типу портфеля; розроблення стратегії і тактики управління портфелем, його оперативне коригування у межах обраних

цілей, стратегії і короткотермінових завдань; безпосереднє здійснення операцій з управління портфелем, моніторинг, аналіз і усунення проблем, що виникають; прийняття й практична реалізація коригувальних рішень, визначення ефективності управлінських дій. Таким структурним підрозділом може виступати фондовий або інвестиційний відділ банку.

В іншому разі інвестор довіряє здійснення управління портфелем своїх цінних паперів на трастових засадах. Як активна, так і пасивна стратегії управління портфелем цінних паперів можуть бути реалізовані за дорученням клієнта і за його рахунок, або на підставі договору. До системи управління портфелем цінних паперів належать заходи як з його формування, так і поточного коригування.

Необхідність коригування портфеля зумовлена різними причинами. Перша з них пов'язана з появою на ринку нових ефективних фінансових інструментів. За цих умов інвестор вдається до ревізії портфеля з метою підвищення його загальної ефективності. Порядок дій у разі коригування портфеля підпорядкований загальним принципам його формування. Виходячи з цілей формування та порівняльного оцінювання інвестиційних якостей нових фінансових активів інвестор оптимізує склад портфеля з урахуванням мінливості обставин.

Друга причина зумовлена зниженням ефективності окремих фінансових активів портфеля. За таких умов часто доводиться приймати небажані рішення стосовно продажу цінних паперів. Обґрунтування управлінських рішень щодо продажу фінансових інструментів — дуже складний і відповідальний етап портфельного інвестування. Складність прийняття таких управлінських рішень пов'язана з тим, що вони мають ґрунтуватися на всебічному аналізі поточної кон'юнктури ринку цінних паперів і прогнозуванні її змін. Такі рішення приймають, якщо фінансові активи не принесли інвесторові передбаченого доходу і не очікується його зростання в перспективі, якщо вони виконали покладену на них функцію і/або з'явилися більш дохідні напрями вкладання інвестицій.

Слід враховувати, що зниження ефективності окремих фінансових активів може мати тимчасовий характер, наприклад через біржову гру «на зниження», після якої зазвичай відбувається зростання їхнього ринкового курсу. Відповідальність прийняття таких рішень зумовлена тим, що вони незрідка спричиняють втрату не лише очікуваного доходу, а й частини інвестованого капіталу.

Як застереження портфельному інвесторові пропонується не наслідувати якихось «безпрограшних» систем портфельного інвестування і підходів до поведінки на ринку цінних паперів. Правило таке: навряд чи суб'єкт ринку в разі успіху поділиться з іншим власною по-справжньому ефективною системою інвестування і формування портфеля, бо її розголошення призведе до падіння (чи навіть до зведення нанівець) її ефективності.

Формуючи портфель, поміркований інвестор також має усвідомлювати, що чим вище дохідність фінансового активу, тим вище ризик інвестування в цей актив, тому слід бути обачним і дотримуватися правила, яке нагадуватиме, що перш за все потрібно зберегти початковий капітал. Це — перша і найголовніша заповідь портфельного інвестора. Приймати рішення про вкладання коштів мож-

на лише на підставі глибокого аналізу фінансового активу (емітента) і загальних тенденцій ринку цінних паперів. Це — його друга заповідь. І нарешті, не слід розчаровуватися внаслідок окремих поодиноких втрат. Важливо сконцентруватися на співвідношенні дохідності і ризику портфеля загалом.

6.2. ДИВЕРСИФІКАЦІЯ ЯК ОСНОВА ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

При формуванні портфеля цінних паперів перед інвестором постає питання раціонального розподілу інвестицій між фінансовими активами, тобто про склад портфеля, його **врізноманітнення**. Найефективнішим і найпоширенішим засобом боротьби проти портфельного ризику є диверсифікація активів. **Під диверсифікацією розуміють процес розподілу інвестиційних коштів між різними об'єктами вкладання капіталу, що безпосередньо не пов'язані між собою, з метою зниження ризику інвестування.**

Розмістивши інвестиції у різних фінансових інструментах, інвестор застраховує себе від нестабільності ринку чи галузі. Аналіз взаємозв'язку допоможе правильно розподілити кошти, бо завдяки такому аналізу стає зрозумілим, якою мірою мінливість дохідності окремих активів рухається в одному напрямі, і що за несприятливих умов вони одночасно завдадуть збитків.

Ризик, що асоціюється з конкретним активом, у складі портфеля не можна розглядати ізольовано. Кожну додаткову інвестицію слід аналізувати з позиції її впливу на зміну дохідності та ризику інвестиційного портфеля загалом. Фінансові інвестиції відрізняються за рівнем дохідності та ризику, а поєднання їх у портфелі усереднює ці характеристики.

Проаналізуємо реальний приклад диверсифікованого портфеля акцій, наведений з англійської газети:

1) 500 акцій фірми «Destech PLC» за ціною	98 пенсів (490 ф. с.)
2) 1000 акцій фірми «Dохons PLC» за ціною	109 пенсів (1090 ф. с.)
3) 250 акцій фірми «Alliance PLC» за ціною	286 пенсів (715 ф. с.)
4) 1000 акцій фірми «ABC Engineering PLC» за ціною	48 пенсів (480 ф. с.)
Початкова ціна портфеля	2775 ф. с.

Схарактеризуймо емітентів акцій.

Фірма «Destech PLC» є новою фірмою, яка успішно розвиває свій бізнес у сфері дизайну. Це означає, що можна очікувати високої віддачі на вкладені в цю фірму кошти вже найближчим часом, тобто можливе значне зростання цін її акцій. Разом із тим це ризиковані вкладання, їх можна швидко втратити.

Комерційна фірма «Dохons PLC» функціонує давно. Вона спеціалізується на роздрібній торгівлі, її магазини розташовані на центральних вулицях міст, що

переконає в її фінансовій стабільності. Ця фірма працює на повну потужність, її розвиток не передбачається. Тому власники її акцій майже не ризикують і можуть сподіватися на отримання дивідендів. Проте мало шансів, що ціна на такі акції суттєво зростатиме.

Страхова компанія «Alliance PLC» заснована давно. На її акції виплачують високі дивіденди, ціна акцій може й далі зростати. Усе зазначене буде правильним за умови, що фірмі з якихось причин не доведеться виплачувати великих сум за її страховими полісами.

Давно заснована фірма «ABC Engineering PLC» нещодавно мала серйозні фінансові проблеми з приводу діяльності її нового директора. Можна зазначити, що її справи зараз не найкращі. Вкладання в її акції так само ризиковане, як і вкладання в акції «Destech PLC». Але новий директор спромігся запобігти краху фірми, можливо, завдяки реалізації стратегії, яка за сприятливих умов забезпечуватиме подальший розвиток фірми. У перспективі це може зумовити великі дивіденди й значне зростання цін на акції цієї фірми.

Таким є склад портфеля акцій одного із реальних інвесторів Великої Британії. Звернемо увагу на те, наскільки помірковано розподілений у цьому портфелі авансований капітал. За такого широкого діапазона якісних особливостей портфельних інвестицій не можна програти за всіма проектами.

Портфельна теорія пропонує методичний інструментарій, який дозволяє кількісно оцінити диверсифікацію фінансових активів для отримання максимального доходу.

Незважаючи на те, що портфель зростання, наприклад, зорієнтований на акції, головною інвестиційною характеристикою яких є зростання курсової вартості, було б спрощеним розуміння такого портфеля як деякої однорідної сукупності фінансових інструментів. До його складу зазвичай входять цінні папери різних емітентів з різними інвестиційними властивостями.

Зосередимося на графіках рис. 6.2, на яких фінансові активи двох емітентів розрізняються за рівнем мінливості ставки доходу. Якщо мінливість дохідності фінансового активу є високою (фінансовий актив G , варіант 1), надійність прогнозування майбутніх надходжень до портфеля значно нижча, ніж у випадку, коли варіація дохідності фінансового активу менша (фінансовий актив N , варіант 2). Дохідність фінансового активу N сталіша за дохідність фінансового активу G . Отже, результати діяльності емітента фінансових активів N порівняно з емітентом фінансових активів G портфельні інвестори оцінюватимуть як більш безпечні.

Зменшити загальний (сукупний) ризик портфеля цінних паперів можна у два способи. Перший — додатково інвестувати кошти в різноманітні цінні папери портфеля, другий — залучити фінансові активи, дохідність яких має іншу амплітуду коливань, ніж наявні в портфелі. Коли інвестори додають у портфель цінні папери з аналогічними відхиленнями і коливаннями дохідності вже наявними у портфелі, його ризик не зменшується. Важливо залучити до портфеля цінні папери з іншою амплітудою коливань дохідності. Щільність взаємозв'язків двох випадкових величин (коливань дохідності) дослідники обчислюють на підставі **показників коваріації і коефіцієнту кореляції**.

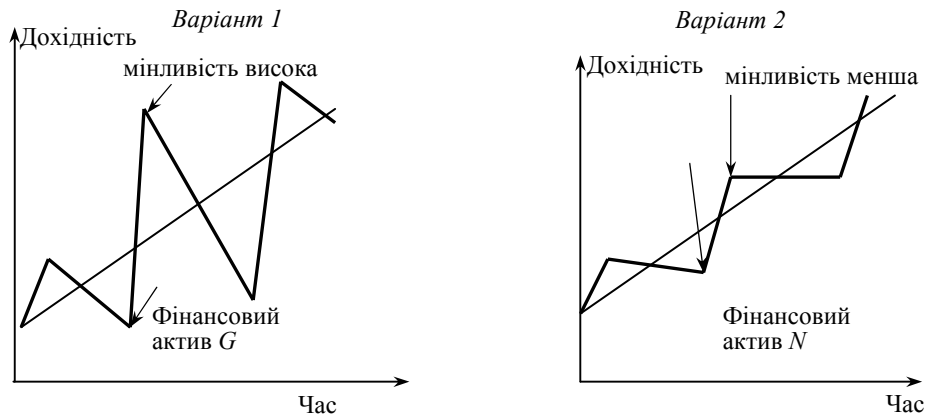


Рис. 6.2. Мінливість доходності різних фінансових активів

Вибір фінансових активів з різною амплітудою коливань доходності полегшується, якщо скористатися критерієм коваріації, яка є мірою взаємозв'язку двох випадкових величин і обчислюється як математичне очікування добутку відхилень випадкових величин від їхніх середніх значень. **Коваріація** уможливує зіставлення напрямів змін двох змінних (у нашому випадку — доходності портфельних активів). У даному разі коваріацію (cov) двох випадкових величин R_i та R_j — доходності фінансових активів i та j розраховують як математичне очікування добутку відхилень випадкових величин R_i та R_j від своїх середніх значень.

За відсутності даних про дійсний розподіл ймовірностей, необхідних для обчислення математичного очікування (а саме таке відбувається на практиці), використовують спрощений підхід:

$$cov(R_i, R_j) = \sigma_{R_i} \cdot \sigma_{R_j} \cdot r_{R_i R_j}$$

де σ_{R_i} та σ_{R_j} — стандартні відхилення доходності фінансових активів i та j ; $r_{R_i R_j}$ — коефіцієнт кореляції двох випадкових величин (доходності фінансових активів i та j).

Коваріація незалежних випадкових величин завжди дорівнює 0. Проте дорівнення коваріації 0 не завжди засвідчує незалежність випадкових величин. Відносною мірою щільності зв'язку двох випадкових величин, яку широко застосовують у практиці, є *коефіцієнт кореляції*. Зазвичай дослідники оперують обмеженою кількістю спостережень, яку називають *вибіркою*. За цієї умови статистичне оцінювання коефіцієнта кореляції здійснюють на підставі обчислення вибіркового коефіцієнта кореляції $r'_{R_i R_j}$ за формулою:

$$r'_{R_i R_j} = \frac{cov'(R_i, R_j)}{\sigma'_{R_i} \cdot \sigma'_{R_j}},$$

де $cov'(R_i, R_j)$ — вибіркова коваріація випадкових величин R_i та R_j ; σ'_{R_i} та σ'_{R_j} — вибіркові стандартні відхилення випадкових величин доходності R_i та R_j .

Відносною мірою щільності зв'язку двох випадкових величин, яку застосовують на практиці, є коефіцієнт кореляції.

Коефіцієнт кореляції, що змінюється від -1 до $+1$, визначає межі, в яких дохідність коливається в одному напрямі. Необхідно, щоб зниження дохідності певного фінансового активу в портфелі «компенсувалося» зростанням іншого активу. Схеми на рис. 6.3 допомагають з'ясувати принцип коваріації фінансових активів Z і D та портфеля цінних паперів загалом.

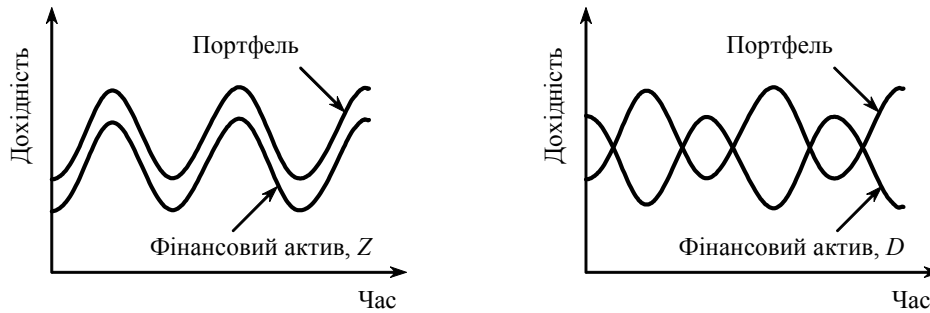


Рис. 6.3. Коваріація та мінливість дохідності в разі доповнення портфеля цінними паперами (фінансовими активами) з різною амплітудою коливань

Зробимо висновки щодо результативності кореляції дохідностей двох фінансових активів. Графічну інтерпретацію лінійної залежності двох випадкових величин з різними коефіцієнтами кореляції наведено на рис. 6.4. За умови залучення до портфеля фінансових активів із кореляцією $(+1)$ ризик не зменшується, а тільки усереднюється. Дохідність двох активів з ідеально позитивною кореляцією падає і зростає синхронно. Портфель, який складає пакети з двох таких фінансових активів, підпадатиме під такий же рівень ризику, що й зазначені окремі пакети.

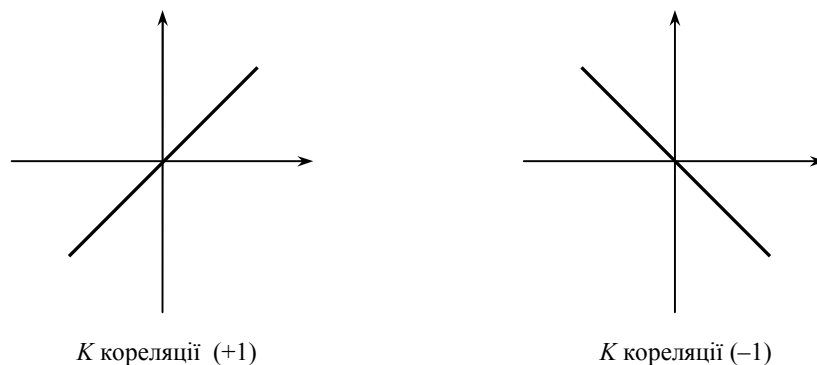


Рис. 6.4. Графічна інтерпретація лінійної залежності двох випадкових величин із різними коефіцієнтами кореляції

Ризик зменшуватиметься, якщо кореляція активів < 1 , і зменшуватиметься мірою зменшення кореляції. З активів із кореляцією (-1) теоретично можна сформувати безризиковий портфель. Отже, портфельному менеджеру потрібно прагнути сформувати портфель із цінних паперів з некорельованими дохідностями (мінімальною кореляцією).

Узагальнимо наслідки різних варіантів формування диверсифікованого портфеля.

- Зі зменшенням кореляції дохідності цінних паперів, що сукупно утворюють портфель, зменшується його ризик. За формування портфеля необхідно прагнути об'єднувати цінні папери з найменшою кореляцією.
- Якщо портфель об'єднує цінні папери з кореляцією $+1$, це супроводжується тільки усередненням, а не зменшенням його ризику.
- Якщо портфель об'єднує цінні папери з кореляцією менше $+1$, то його ризик зменшується зі збереженням незмінного значення очікуваної дохідності.
- Із сукупності цінних паперів з кореляцією -1 теоретично можна сформувати безризиковий портфель.

Графік на рис. 6.5 унаочнює, що диверсифікація фінансових активів забезпечує захист від індивідуального (специфічного, диверсифікованого) ризику й усереднює ринковий ризик портфеля. Сукупний ризик диверсифікованого портфеля із урізноманітненням його складу має тенденцію до зниження і наближення до деякої межі — він апроксимує усереднений рівень ринкового ризику.

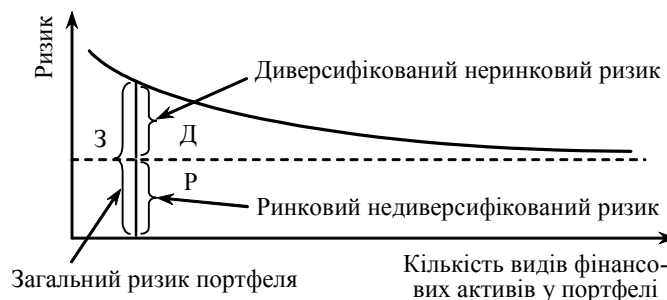


Рис. 6.5. Залежність ризикованості портфеля цінних паперів від міри його врізноманітнення

Диверсифікація з метою підвищення безпеки інвестицій пов'язана зі **стратегією хеджування (страхування інвестицій)**, тобто стратегією зниження ризику, за якої інвестор, інвестуючи кошти в деякий фінансовий актив, з метою запобігання ризику одночасно інвестує інший актив, дохідність якого від'ємно корелює з дохідністю першого. За ідеально негативної кореляції з пакетів ризикових цінних паперів теоретично можна сформувати майже безризиковий (малоризиковий) портфель.

Загальне правило інвестування таке — диверсифікація, або інвестування у різні види цінних паперів, зменшує портфельний ризик. Чим дужче ко-

ливаються показники дохідності активів у портфелі в різних напрямках, тим менший рівень цього ризику. Врахування цієї особливості портфеля цінних паперів має вирішальне значення для ухвалення рішень стосовно портфельних інвестицій. Наприклад, інвестори для зменшення ризику можуть з успіхом поповнити власні портфелі акціями й облігаціями, дохідність (ринкові ціни) яких упродовж певного циклу ділової активності змінюється в протилежному напрямі.

Якщо наявний портфель цінних паперів дає менше доходів, ніж інвестиції в нові активи, інвесторам доцільно придбати нові інструменти з вищою дохідністю, особливо якщо визначено цінні папери, залучення яких підвищить дохідність усього портфеля шляхом диверсифікації вкладень без зростання ризику. Отже, очевидним є те, що ризик диверсифікованого портфеля інвестицій — це суттєва й конче важлива проблема, на яку слід зважати портфельному інвесторові.

Зазначимо, що диверсифікація як метод управління портфелем цінних паперів суттєво відрізняється від так званої «галузевої селекції» портфеля, яка спрямована на часту, зазвичай майже цілковиту заміну активів однієї галузі активами іншої, здатними за сприятливих умов у стислий термін забезпечити високу дохідність. За «галузевої селекції» інвестори постійно перемикають увагу з однієї галузі на іншу й за певних обставин отримують річну дохідність до 50 %. Але керований у такий спосіб надто мінливий портфель цінних паперів набуває підвищеної ризикованості, до того ж вимагає додаткових витрат на ринковий моніторинг і трансфери.

На відміну від зазначеного підходу, диверсифікація портфеля цінних паперів означає розподіл активів за їхніми видами, емітентами, термінами погашення, регіонами й галузями, забезпечення рівноваги між «захисними» й «агресивними» цінними паперами, залучення цінних паперів інвестиційних компаній із широко диверсифікованим власним інвестиційним портфелем і корпорацій із високим рівнем диверсифікації виробничої діяльності.

Розвиненою формою диверсифікації є *хеджування*, за якого свідомо використовується протилежна реакція різних цінних паперів на одну і ту саму подію. Інструментами хеджування є свопи, ф'ючерси, форварди та опціони. З метою нейтралізації ризику фінансові активи розподіляють таким чином, щоби сумарний вплив певної події на їхню вартість виявився нульовим. Проте за цієї умови існує ймовірність відмови від можливого доходу.

Ефективними напрямами диверсифікації для нівелювання негативних наслідків циклічних коливань в економіці є «прив'язування» купівлі цінних паперів певних емітентів до різних фаз циклу ринку цінних паперів, а також забезпечення прийнятної рівноваги між безпечними («захисними») і ризикованими («агресивними») фінансовими активами, вітчизняними та іноземними цінними паперами. З такою метою до портфеля цінних паперів залучають високонадійні інструменти, на дохідність яких не впливає економічний спад, і циклічні акції, здатні забезпечити спекулятивну дохідність у період підйому економіки (рис. 6.6).

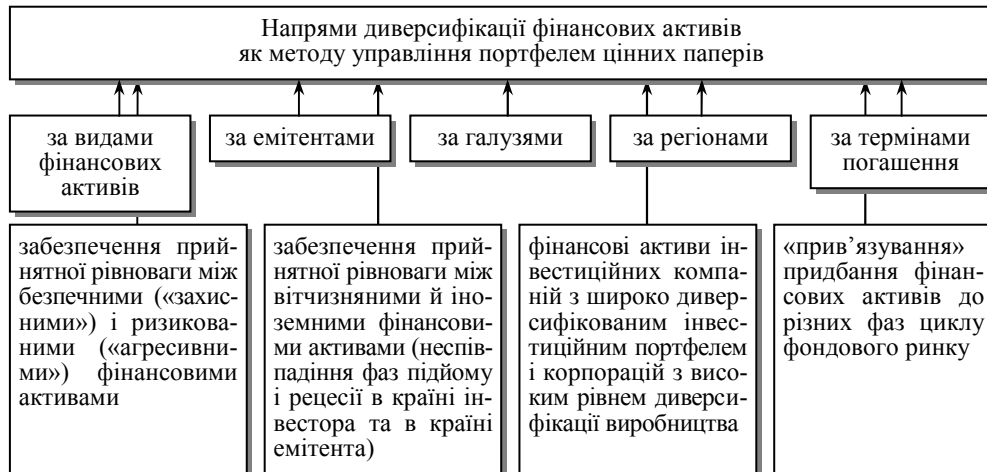


Рис. 6.6. Напрями диверсифікації портфеля цінних паперів

У такому разі диверсифікація здатна захистити портфель цінних паперів від послаблення ринкових позицій окремих корпорацій, проявів негативних галузевих тенденцій, наслідків деяких циклічних (сезонних) коливань тощо.

Ефект від диверсифікації активів тим вищий, чим нижче стандартне відхилення дохідності диверсифікованого портфеля за стандартне відхилення дохідності окремих пакетів. Нагадаємо, що ризик портфеля характеризує міру можливості того, що можуть виникнути обставини, за яких інвестор зазнає збитків, спричинених інвестиціями у фінансові активи, які формують портфель, а також операціями із залучення ресурсів до формування портфеля. Портфельний (загальний, сукупний) ризик є агрегованим поняттям, яке поєднує конкретні ризики.

Нагадаємо, що чинники, які впливають на ризикованість портфеля цінних паперів, об'єднують у дві групи. Першу становлять так звані системні, або загальноринкові чинники, що впливають на стан економіки загалом і певною мірою відбиваються на дохідності всіх без винятку цінних паперів, що обертаються на ринку. Вони формують **системний (систематичний, ринковий) β -ризик (market risk)**. До другої групи належать індивідуальні чинники, що впливають на дохідність кожного окремого виду цінних паперів. Вони формують **індивідуальний (специфічний) ризик (unique risk)**. Оскільки під впливом загальноринкових (системних) чинників перебувають усі без винятку фінансові інструменти, то диверсифікація (розподіл інвестицій між різними активами) може знизити лише індивідуальний ризик, тоді як загальноринковий системний ризик шляхом диверсифікації може бути лише усереднений.

Оцінювання віддачі вкладеного капіталу є дуже важливим чинником. Якщо за складом портфель близький до ринкового портфеля («**індексний метод**»), тобто частка кожного активу у вартості портфеля збігається із часткою даного виду цінних паперів у загальній вартості фінансових інструментів ринку, то системний ризик такого портфеля наближається до величини загальноринкового

ризик. β -коефіцієнт такого портфеля наближається до 1. Для портфельних інвесторів суттєвим є саме розмір системного ризику, пов'язаного з інвестиціями у певний актив, що його вимірюють β -коефіцієнтом. Адже диверсифікація портфеля практично зводить нанівець його диверсифікований (специфічний) ризик, тобто фактична величина індивідуального ризику за кожним окремим фінансовим інструментом не впливає на дохідність портфеля.

Таким чином, **ефективність диверсифікації портфеля цінних паперів полягає в тому, що завдяки залученню різних фінансових інструментів як складових портфеля інвестор може регулювати ризикованість (безпеку) портфеля**. Можливості щодо запобігання ризику залежать від щільності статистичного зв'язку дохідностей різних інвестицій.

Відшукати на практиці цінні папери з від'ємною кореляцією дуже важко (майже неможливо). Тому навіть ті портфелі, що поєднують дуже велику кількість пакетів цінних паперів, містять певну міру ризику. Але в будь-якому разі цей ризик буде меншим, ніж за умови вкладення коштів у цінні папери одного емітента. Чим ширший перелік різних фінансових активів, залучених до портфеля, тим більше розпоршується в портфелі ризик. Це важливий наслідок диверсифікації.

Якщо поглибити диверсифікацію портфеля залученням фінансових інструментів, «зовнішніх» до базової ринкової системи, то в межах інтегрованої системи базові ринкові ризики можуть «підкоритися» диверсифікації, особливо у разі від'ємної коваріації дохідності активів. На практиці таке можливе, наприклад, за несинхронності фаз підйому і рецесії в країні інвестора і країні емітента. Отже, закордонний ринок може виявитися дуже привабливим для портфельного інвестора у плані коваріації активів.

Інвестиційний портфель диверсифікується до тих меж, поки не будуть досягнуті цілі інвестора з точки зору збалансування дохідності та ризику. **Принцип домінування** визначає, що портфель цінних паперів буде ефективним, якщо жоден інший портфель не обіцяє такої самої дохідності за меншого ризику або жоден інший портфель не обіцяє вищої дохідності за такого самого рівня ризику. Якщо така мета інвестування досягнута, можна вважати, що сформовано збалансований портфель (портфель, в який включено фінансові інструменти, що повністю виключають диверсифікований ризик), якщо ні — сформовано незбалансований портфель (портфель, у якому присутні як диверсифікований, так і недиверсифікований ризики).

Дохідність портфеля цінних паперів \bar{R} визначають як середньоарифметичну зважену величину дохідності цінних паперів, що складають портфель. Прийнемо: R_i — дохідність i -го фінансового активу; величина w_i показує частку вартості портфеля, інвестовану в i -й фінансовий актив.

Фактичну дохідність диверсифікованого портфеля (\bar{R} — реалізовану дохідність ex post) цінних паперів у певному періоді розраховують за формулою середньоарифметичної зваженої:

$$\bar{R} = R_1 w_1 + R_2 w_2 + \dots + R_n w_n,$$

або у скороченому запису:

$$\bar{R} = \sum_{i=1}^n R_i w_i,$$

де i — вид цінного папера; R_i — дохідність i -го цінного папера; w_i — частка i -го цінного папера у вартості портфеля; n — кількість пакетів різних цінних паперів, що входять до портфеля.

Тобто дохідність портфеля, який складається з n фінансових активів, дорівнює сумі зважених дохідностей усіх активів портфеля.

За наведеною формулою визначають фактичну й очікувану дохідність портфеля цінних паперів. Зазначимо, що w_i — величина, пропорційна вартості портфеля, інвестованої в i -ті цінні папери (тобто w_i — сума, інвестована у i -ті цінні папери, поділена на загальну вартість портфеля). Сума всіх w_i має дорівнювати одиниці.

Розглянемо умовний приклад. Інвестиційний фонд у періоді T придбав для портфеля акції компаній «Кеннер» (42,6 % вартості портфеля), компанії «Доллі» (23,5 % вартості) і компанії «Варді» (33,9 % вартості) ставкою доходу відповідно 22,6 %; 20,8 % та 18,9 %. Визначити дохідність портфеля цінних паперів (ex post) \bar{R} .

Наведемо розрахунок:

$$\bar{R} = 22,6 \cdot 0,426 + 20,8 \cdot 0,235 + 18,9 \cdot 0,339 = 20,9227.$$

Відповідь. Фактична дохідність диверсифікованого портфеля цінних паперів інвестиційного фонду (ex post) \bar{R} у періоді T становить 20,9 %.

Портфельні інвестори вимагають компенсації (премії) за ризик. Однак виправданою може бути компенсація лише за системний ризик, якого неможливо уникнути диверсифікацією. Для поміркованого інвестора лише ринковий ризик (β -ризик) може становити небезпеку, бо диверсифікованого ризику можна цілком уникнути. Оскільки диверсифікований ризик може бути істотно знижений диверсифікацією, більшість інвесторів віддають перевагу великим урізноманітненим портфелям цінних паперів, або залученню до портфеля акцій інвестиційних фондів із широкодиверсифікованим власним портфелем.

За цих умов переважає системний ризик, причиною якого є загальні зрушення на ринку цінних паперів. Системний ризик за змістом відображає той факт, що переважна кількість цінних паперів зазнає негативного впливу певних системних економічних явищ, якими є нестабільна політична ситуація, спад виробництва, інфляція, падіння цін на енергоносії тощо.

Загальний (сукупний) ризик портфеля цінних паперів можна було б представити у вигляді суми показників, що характеризують його ринкову і неринкову (диверсифіковану) складові. Проте якщо рівень ринкового ризику портфеля можна кількісно виміряти як β -коефіцієнт, то методу кількісного вимірювання його диверсифікованої складової не винайдено.

Фактичний **рівень β -коефіцієнта диверсифікованого портфеля**, що є середньоарифметичною зваженою величиною β -коефіцієнтів усіх цінних паперів (*ex post*), які до нього входять, розраховують за формулою:

$$\bar{\beta} = \beta_1 w_1 + \beta_2 w_2 + \dots + \beta_n w_n,$$

або у скороченому запису:

$$\bar{\beta} = \sum_{i=1}^n \beta_i w_i,$$

де $\bar{\beta}$ — β -коефіцієнт портфеля цінних паперів; β_i — β -коефіцієнт як міра ринкового ризику i -го цінного папера; w_i — частка i -го цінного папера в загальній вартості портфеля; n — кількість пакетів різних видів цінних паперів у портфелі.

Сума всіх w_i має дорівнювати одиниці.

Якщо до портфеля додають фінансові активи з низьким β -коефіцієнтом (нижчим за рівень β -коефіцієнта портфеля), системний ризик портфеля знижується. У випадку додавання до портфеля цінних паперів з β -коефіцієнтом, який вище за його β -коефіцієнт, системний ризик портфеля зростає.

Розглянемо умовний приклад. Визначити фактичний β -коефіцієнт портфеля ($\bar{\beta}$) цінних паперів у періоді Т (*ex post*), якщо до його складу входять акції компанії «Сміт» (21,6 % вартості портфеля) з $\beta = 1,18$, компанії «Кенджі» (35,2 % вартості) з $\beta = 0,96$ і компанії «Райт» (43,2 % вартості) з $\beta = 1,56$.

Здійснимо розрахунок:

$$\bar{\beta} = 1,18 \cdot 0,216 + 0,96 \cdot 0,352 + 1,56 \cdot 0,432 = 1,26672.$$

Відповідь. Фактичний β -коефіцієнт диверсифікованого портфеля цінних паперів у періоді Т (*ex post*) становив 1,27.

Ці формули (обчислення доходності і β -коефіцієнта диверсифікованого портфеля) за необхідності аналітики застосовують також для розрахунку прогнозованих показників за відсутності прогнозних даних *ex ante*.

Питання стосовно кількісного складу портфеля можна вирішувати як з позиції теорії, так і з точки зору сучасної практики. Згідно з практичними дослідженнями, *наївна (інтуїтивна) диверсифікація*, тобто випадковий розподіл коштів портфеля за принципом «не неси всі яйця в одному кошику» в багатьох випадках анітрохи не гірша, чим аналітично обґрунтована диверсифікація активів за територією, галузями, емітентами тощо. Крім того, практикою доведено, що відчутне скорочення ризику досяжне, якщо в портфелі сконцентровано від 10 до 15 різних видів цінних паперів.

Подальше суттєве урізноманітнення складу портфеля майже недоцільне з огляду на виникнення ефекту *надмірної диверсифікації*, яка через високі питомі операційні витрати і можливість залучення розмаїття недостатньо проаналізованих активів може призвести до негативних результатів. Надмірна розмаїтість портфеля не піддається ефективному управлінню. Витрати з управління надміру диверсифіцированим портфелем не принесуть очікуваного позитивного

результату, бо його дохідність не зростатиме випереджувальними темпами порівняно з витратами на управління.

Спричинити негативний ефект можуть ускладнення через неякісне портфельне управління; залучення до портфеля недостатньо надійних і/або дохідних і ліквідних цінних паперів; зростання витрат і втрат, пов'язаних із додатковим пошуком і залученням прийнятних для диверсифікації цінних паперів (витрати на комплексний моніторинг, попередній фундаментальний чи технічний аналіз, оцінювання ймовірних наслідків тощо); невиправдане зростання питомих операційних витрат під час придбання дрібних партій цінних паперів тощо.

6.3. ЛІКВІДНІСТЬ У ПОРТФЕЛЬНОМУ ІНВЕСТУВАННІ

Додаткову можливість маневрування в процесі управління диверсифікованим портфелем цінних паперів надає портфельному інвесторові вибір швидко- і високоліквідних фінансових активів.

Під ліквідністю (Liquidity) фінансового активу розуміють міру свободи, з якою він може бути трансформований у грошові кошти (проданий на ринку). Різні види фінансових активів мають різну ліквідність. У процесі оцінювання ліквідності цінного папера застосовують два критерії, а саме: час трансформації інвестиції в гроші та розмір фінансових збитків за умови такої трансформації.

Ліквідність інвестицій за часом вимірюють за кількістю днів, потрібних для реалізації на ринку фінансового інструменту. В інвестиційній практиці за критерієм витрат часу на реалізацію (ліквідність) фінансові активи класифікують так:

- **швидколіквідні**, до яких належать ті активи, які можуть бути трансформовані в грошову форму впродовж не більш як сім днів;
- **високоліквідні** фінансові активи — можливий термін реалізації або період трансформації у грошові кошти становить від 8 до 30 днів;
- **середньоліквідні** фінансові активи, які можуть бути реалізовані в термін від одного до трьох місяців;
- **слаболіквідні** фінансові активи з терміном можливої реалізації понад три місяці.

До фінансових збитків, пов'язаних із трансформацією фінансового інструменту в гроші, можна віднести часткову втрату первинного капіталу в разі продажу цінних паперів у період зниження їхнього ринкового курсу та інфляційне знецінення. До фінансових втрат, пов'язаних з ліквідністю, можуть бути віднесені суми податків, а також мито під час реалізації цінних паперів, сплата комісійних посередникам, операційні витрати тощо.

Таким чином, ліквідність портфеля цінних паперів — це його потенційна здатність за стислий час трансформуватися в грошові кошти без значних фінансових збитків. Тут для інвестора виникає компроміс між ризиком і ліквідністю. З огляду на таку мету, як ліквідність, не слід нехтувати безпекою заради високих доходів.

Досліджено, що показники ліквідності фінансових інвестицій за часом і рівнем фінансових витрат на їхній трансфер перебувають у зворотному зв'язку. Економічна сутність такого зв'язку полягає в тому, що за умови, коли портфельний інвестор згоден на більший рівень фінансових витрат під час реалізації фінансових інвестицій, він матиме змогу швидше реалізувати їх (і навпаки). З'ясування такого взаємозв'язку вможливує оцінювання портфельним інвестором рівня ліквідності фінансових активів, а шляхом варіювання показника рівня фінансових витрат управляти процесом трансферу їх у грошові кошти.

За інших рівних умов економічні орієнтири портфельного інвестора спрямовані на пошук швидко- і високоліквідних цінних паперів, оскільки наявність їх у портфелі надає йому можливість швидкого реагування на зміни кон'юнктури ринку та власні наміри в процесі управління портфелем цінних паперів. Щоб інвестор був зацікавлений у залученні до портфеля середньо- і слаболіквідних фінансових активів, йому потрібні певні стимули у формі премії за ліквідність.

Премія за ліквідність (Liquidity Premium) — це надлишок, котрий як певну компенсацію додають до величини ставки доходу за цінними паперами, якщо ці цінні папери не можуть бути конвертовані в гроші за короткий час і за вартістю, близькою до вартості придбання їх. Оскільки ліквідність є важливим показником інвестиційної якості цінних паперів, портфельні інвестори досліджують її рівень і враховують премію за ліквідність під час визначення ринкової ставки доходу за цінними паперами.

На практиці дуже важко визначити розмір премії за ліквідність, утім, існує різниця між розмірами премії за ліквідність для слаболіквідних і швидколіквідних фінансових інструментів за однакового рівня ризику. Для менш ліквідних фінансових інструментів треба встановлювати вищий розмір додаткового доходу, або премію за ліквідність. Цю залежність представлено на рис. 6.7.

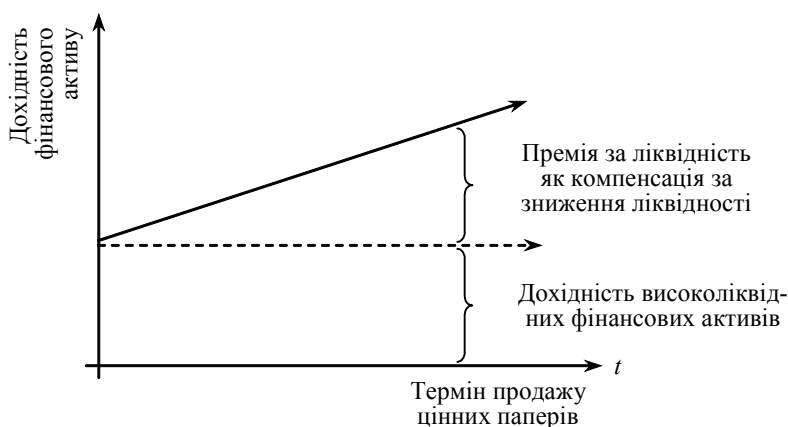


Рис. 6.7. Залежність дохідності інвестицій від рівня ліквідності їх

Щоб учасно сплачувати рахунки постачальників, фірмі потрібен певний рівень абсолютної ліквідності. Підтримка цього рівня пов'язана з певними витратами. Зазвичай за ціну за підтримку необхідного рівня ліквідності приймають можливий дохід від інвестування середнього залишку грошових коштів у високоліквідні державні цінні папери. Рівнем пов'язаного з ними ризику можна знехтувати. Гроші й зазначені високоліквідні цінні папери можна з певною умовністю віднести до класу активів з однаковим рівнем ризику.

За кордоном значну частину портфеля цінних паперів нерідко становлять короткотермінові ліквідні активи (ліквідні папери, тобто цінні папери, які можуть бути продані за короткий проміжок часу). Це пояснюється тим, що вони відіграють роль заміників готівки в касі й виконують функцію тимчасової інвестиції. У більшості випадків високоліквідні цінні папери тримають із обережності — значна частина фірм для здійснення тимчасових операцій віддають перевагу банківським кредитам, але ці фірми все одно мають ліквідні цінні папери на випадок можливого браку банківського кредиту. Отже, у портфелі цінних паперів тримають ліквідні фінансові активи замість надмірних розмірів готівки в касі та на випадок її неочікуваної нестачі.

У разі виникнення додаткової потреби в готівці цю частину портфеля реалізують (якщо потреба в готівці перевищує її надходження). До цього вдаються й на випадок виникнення непередбачених ситуацій у разі можливого браку готівкових коштів. Функцію тимчасової інвестиції ліквідні цінні папери виконують, наприклад, за умови задоволення певних фінансових потреб або сезонних циклічних трендів.

Спонукальним мотивом залучення окремих цінних паперів є й те, що в деяких країнах (зокрема у США) значна частина дивідендного доходу не підлягає оподаткуванню. Для інвесторів низка цінних паперів відіграє роль майже готівкових резервів, тобто резервів, які можуть швидко та легко, з мінімальними витратами, бути конвертовані у грошові кошти. Слід зазначити, що в США у разі виникнення надлишкових сум готівки до портфеля цінних паперів як високоліквідні активи залучають казначейські векселі, комерційні папери, депозитні сертифікати, цінні папери євrorинку та відомих корпорацій.

Цінні папери, що їх використовують для забезпечення високоліквідної частини портфеля цінних паперів у США, мають дохідність до 4 % із терміном погашення до року або негайно. Саме вони, на думку фахівців із портфельного інвестування, є найдоцільнішими для залучення як майже готівкові резерви. Безпека є основним критерієм у даному разі при виборі ліквідних цінних паперів. Засадова концепція полягає в тому, що головною метою трансферу готівки в цінні папери — це зменшення суми наявної готівки для забезпечення безперервного функціонування фірми до необхідного мінімуму.

До грошових коштів можуть бути застосовані моделі, розроблені в теорії управління запасами, які дають змогу оптимізувати розмір необхідних підприємству (фірмі) грошових коштів (готівки). Йдеться про те, щоб оцінити загальний обсяг потрібних фірмі грошових коштів та їхніх еквівалентів у формі цінних паперів і встановити, яку частину готівки варто тримати на поточному рахунку, а яку — у вигляді швидколіквідних цінних паперів, та коли й у якому

обсязі здійснювати взаємну трансформацію грошових коштів і швидколіквідних фінансових активів. Для збалансування готівкових грошей і швидколіквідних цінних паперів у західній практиці найчастіше застосовують модель Баумоля і модель Міллера-Орра.

Розглянемо можливість і принцип застосування на практиці моделі, запропонованої 1952 року Вільямом Д. Баумолем (W. Baumol), яку можна використовувати за реальних умов лише в разі дотримання низки вимог або за припущеннями. В. Баумоль дослідив, що готівкові баланси достатньо часто походять на товарно-матеріальні запаси, тому він дійшов висновку, що для утворення цільового балансу готівки можна застосувати модель найекономічнішого об'єму замовлень товарно-матеріальних запасів *Economic Order Quantity (EOQ)* Вілсона, згідно з якою існує оптимальний розмір замовлення запасів (і відповідно їх середній об'єм), за якого сумарні витрати, пов'язані з ним, є мінімальними.

Модель Баумоля є економічною моделлю, на її підставі можна визначити оптимальний розмір готівки в касі (баланс готівки) на засадах концепції найекономічнішого об'єму замовлень (EOQ). Її особливість полягає в тому, що вона припускає відносно стабільні і передбачувані готівкові витрати і надходження, проте не враховує можливих сезонних коливань.

Для з'ясування загального підходу щодо визначення оптимального трансферу готівки в цінні папери розглянемо графік (рис. 6.8), який характеризує, зокрема:

- ♦ операційні витрати на трансфер (придбання — продаж) цінних паперів (S) (брокерські тощо), котрі відсутні або зменшуються до мінімуму за умови тримання готівки;
- ♦ втрачену вигоду: позаяк готівка не забезпечує отримання доходу, то зі зростанням її обсягів (умовно) пропорційно зростають втрати, що становлять дохід, можливий за умови заміни готівки на короткострокові високоліквідні цінні папери (D);
- ♦ валові втрати від тримання готівки ($F = S + D$).

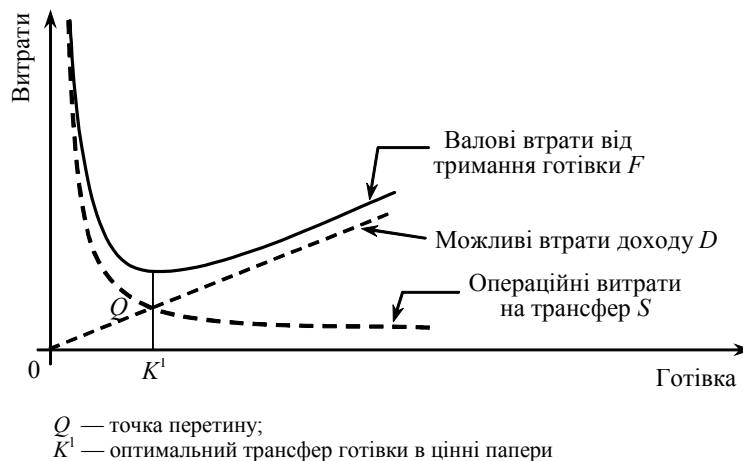


Рис. 6.8. Графічна інтерпретація трансферу готівки в цінні папери за моделлю В. Баумоля

Модель Баумоля застосовують за умови, що фірма починає свою діяльність, маючи на поточному рахунку максимальний і доцільний для неї рівень грошових коштів, а потім постійно використовує його впродовж певного часу. Цей цикл постійний. Грошові кошти від реалізації фірма вкладає в короткотермінові високоліквідні цінні папери. Якщо запас грошових коштів на поточному рахунку вичерпується (дорівнює нулю) або досягає прийнятного безпечного рівня, фірма продає частину цінних паперів і поповнює запас грошових коштів до початкового рівня.

Циклічний рух залишків грошових коштів на поточному рахунку фірми для інтерпретації моделі Баумоля наведено на рис. 6.9.

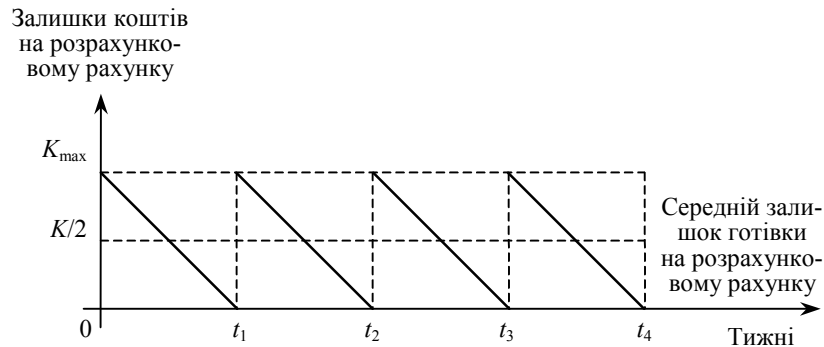


Рис. 6.9. Схема циклічних коливань залишків готівки на рахунку фірми

Розрахунок оптимальної суми трансформації готівки (K^1) в цінні папери (сума постійного циклічного поповнення) здійснюють за формулою:

$$K_{\text{опт}}^1 = \sqrt{2Z \frac{L}{R}},$$

де Z — потреба фірми у чистій готівці на певний термін (рік, тиждень); L — необхідні постійні витрати за циклу конвертації грошових коштів у високоліквідні цінні папери; R — дохідність короткотермінових фінансових вкладень, від тримання яких фірма відмовляється (потенційні збитки від тримання готівки).

Середній запас грошових коштів на рахунку фірми становить $\frac{K}{2}$, а загальна кількість операцій з конвертації ліквідних цінних паперів у грошові кошти (N) дорівнює:

$$N = \frac{Z}{K}.$$

Загальні витрати (F) з реалізації такої політики управління грошовими коштами становитимуть:

$$F = L \times N + R \frac{K}{2} = L \frac{Z}{K} + R \frac{K}{2}.$$

Розглянемо складові наведеної формули. Перший доданок ($L \cdot N$ або $L \frac{Z}{K}$) у цій формулі становить прямі витрати, другий $R \frac{K}{2}$ — неотриману вигоду (втрачаючи доходу) від зберігання коштів на рахунку фірми замість інвестування їх у цінні папери (альтернативні витрати). Тобто загальні витрати дорівнюють $F = L \times N + R \frac{K}{2} = L \frac{Z}{K} + R \frac{K}{2}$. Якщо цей вираз диференціювати відносно K , отримаємо формулу для визначення $K_{\text{опт}}^1$.

У точці K^1 графіка на рис. 6.8 має місце таке рівняння:
втрачена вигода = операційні витрати на трансфер готівки:

$$K_{\text{опт}}^1 = \sqrt{2Z \frac{L}{R}}.$$

Розглянемо приклад із застосуванням моделі Баумоля. Якщо сумарні грошові витрати компанії впродовж року, наприклад, становлять 1,5 млн дол., ставка доходу за державними цінними паперами дорівнює 8 %, а витрати, пов'язані із кожною реалізацією їх, сягають 25 дол., $K_{\text{опт}}^1 = 30,618$ тис. дол., тобто:

$$K_{\text{опт}}^1 = \sqrt{\frac{2 \times 1500000 \times 25}{0,08}} = 30,618.$$

Середній розмір грошових коштів на поточному рахунку становитиме 15,306 тис. дол., необхідна кількість операцій N з трансформації цінних паперів у грошові кошти за рік дорівнюватиме:

$$N = 1\,500\,000 \text{ дол.} : 30\,618 \text{ дол.} = 50 \text{ дол.}$$

Таким чином, щойно кошти на поточному рахунку вичерпуються, компанія має продавати частину високоліквідних цінних паперів приблизно на суму 30 тис. дол. Таку операцію треба виконувати щотижня. Оптимальний розмір грошових коштів на поточному рахунку становитиме 30,618 тис. дол. (середній розмір — 15,3 тис. дол.).

Далі розглянемо *модель Міллера—Орра*. Модель, запропонована М. Міллером (M. Miller) і Д. Орром (D. Orr) у 1966 році, надає фірмі поради стосовно управління грошовим запасом у випадках, якщо передбачити щоденний залишок або надходження грошових коштів неможливо. На практиці залишок готівки на поточному рахунку зазвичай змінюється непередбачувано, причому можливі значні коливання. При побудові моделі Міллера—Орра враховано процес Бернуллі — стохастичний процес, за якого надходження і витрачання грошей від періоду до періоду є незалежними випадковими подіями.

Розглянемо вихідні дані моделі Міллера—Орра. Залишок готівки на рахунку фірми впродовж певного періоду хаотично змінюється, поки не досягає деякої максимально прийнятної верхньої межі Q . Щойно цю межу досягнуто, фірма починає купувати високоліквідні цінні папери з метою відновити запас грошових коштів до деякого нормального рівня.

Якщо запас грошових коштів досягає мінімально припустимої нижньої межі W , фірма продає придбані з цією метою цінні папери і таким чином поповнює запас грошових коштів на рахунку до нормальної межі — точки повернення (рис. 6.10).

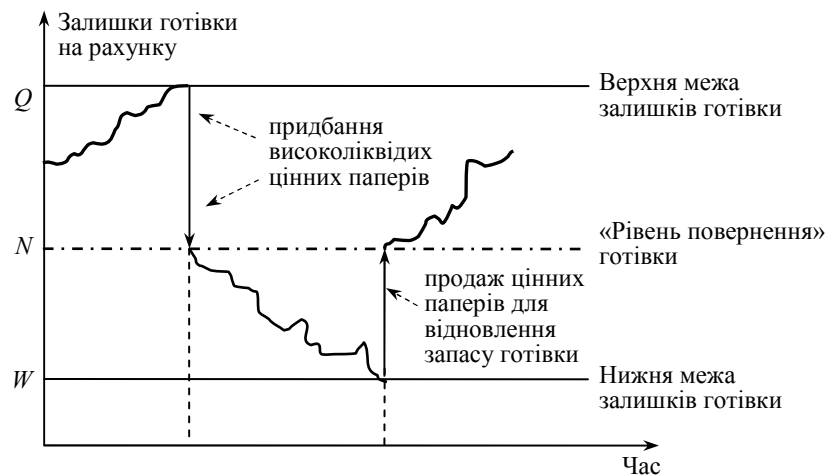


Рис. 6.10. Графічна інтерпретація трансферу грошового запасу в цінні папери за моделі Міллера—Орра

Для розрахунку запропонована така модель:

$$S = 3 \times \sqrt[3]{\frac{3 \times F \times \sigma^2}{4 \times r}},$$

де S — розмах варіації залишку готівки на поточному рахунку (між верхньою Q та нижньою W межами запасу готівки); F — витрати з конвертації грошових коштів в короткострокові високоліквідні цінні папери (операційні витрати); σ^2 — дисперсія щоденного надходження коштів (щоденного чистого грошового потоку, який розраховується на підставі статистичних даних); r — щоденна доходність високоліквідних цінних паперів (невикористані можливості або втрачена вигода).

$$Q = W + S = 3N - 2W.$$

де Q — верхня межа залишків грошових коштів на поточному рахунку; W — нижня межа залишків грошових коштів на поточному рахунку.

Для ефективного управління готівковими запасами потрібно знати «**рівень повернення**», тобто величину залишків грошових коштів на поточному рахунку N , до якої потрібно повернутися в разі, якщо фактичний залишок коштів на поточному рахунку виходить за межі інтервалу (W, Q) .

Порядок розрахунку «рівня повернення» показує формула:

$$N = W + \frac{S}{3}.$$

Середній рівень залишку готівки K на рахунку фірми дорівнює:

$$K = \frac{4N - W}{3}.$$

Застосування наведених моделей Баумоля та Міллера—Орра у вітчизняній практиці ускладнене через інфляцію та недостатню насиченість фондового ринку високоліквідними цінними паперами, що перешкоджає здійсненню операцій зі швидкої трансформації цінних паперів у готівку.

Ліквідність портфеля цінних паперів реалізується також за рахунок **операцій РЕПО (REPO, або repurchasing agreement)**, що становлять договори стосовно зворотного викупу цінних паперів.

Договором передбачено два зобов'язання для його учасників — зобов'язання продажу та зобов'язання придбання. Пряма операція РЕПО передбачає, що одна зі сторін продає іншій пакет цінних паперів із зобов'язанням за певний термін повернути його собі за договором за обумовленою ціною. Зворотне придбання здійснюють за ціною, що перевищує попередню ціну. Різниця між цінами відображає дохідність операції зазвичай виражається у відсотках річних і називається ставкою РЕПО.

Згідно з особливостями технології проведення вирізняють такі типи РЕПО-угод:

- купівля цінних паперів із зобов'язанням зворотного продажу їх за ціною, що є вищою від ціни купівлі (*Land Money*);
- продаж цінних паперів із зобов'язанням зворотної купівлі їх за ціною, що є нижчою від ціни продажу (*Land Securities*);
- продаж цінних паперів із зобов'язанням зворотної купівлі їх за ціною, що є вищою від ціни продажу (*Borrow Money*);
- купівля цінних паперів із зобов'язанням зворотного продажу їх за ціною, що є нижчою від ціни їх купівлі (*Borrow Securities*).

Доцільність операції РЕПО полягає в тому, що одна сторона отримує терміново потрібну їй готівку, інша тимчасово поповнює брак цінних паперів і водночас отримує дохід (відсотки) за надану готівку. Призначення прямої операції РЕПО — залучити необхідні фінансові ресурси. Зворотна операція РЕПО передбачає купівлю пакета цінних паперів із зобов'язанням продати його назад. Сутність такої операції — розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів.

Доволі популярними є також тристоронні РЕПО, коли між покупцем і продавцем пакета цінних паперів постає посередник. Тристороння угода РЕПО вважається відносно менш ризикованою порівняно зі звичайною.

У світовій практиці головні параметри операцій РЕПО стандартизовано. Їх широко застосовують у США, Японії, Канаді, Великій Британії, Франції, Німеччині. Операції РЕПО переважно проводять з інтервалом від 1 до 15 днів.

В Україні запроваджено механізм рефінансування банків шляхом проведення операцій РЕПО. Згідно з нормативними документами НБУ операції РЕПО поділяють залежно від терміну дії і порядку встановлення відсоткової ставки:

- нічне РЕПО. Термін дії — один день. Відсоткова ставка є фіксованою на весь період проведення операції;
- відкрите РЕПО. Термін операції в угоді не визначають. Кожна зі сторін угоди може вимагати виконання операції РЕПО, але з обов'язковим повідомленням про завершення операції. Відсоткова ставка не є фіксованою;
- строкове РЕПО. Термін операції визначається в угоді. Ставка є постійною впродовж усього терміну проведення операції.

Національний банк може здійснювати операції РЕПО з купівлі-продажу державних цінних паперів як шляхом домовленості із банками, так і проведенням тендера на їхню участь в операціях РЕПО.

6.4. ВИКОРИСТАННЯ СУЧАСНОЇ ПОРТФЕЛЬНОЇ ТЕОРІЇ І МОДЕЛІ ОЦІНЮВАННЯ КАПІТАЛЬНИХ АКТИВІВ (САРМ) У ПОРТФЕЛЬНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ

Ефективне формування й оперативне управління портфелем цінних паперів пов'язане з використанням розроблень сучасної портфельної теорії і подальшим її розвитком, що є механізмом оптимізації портфеля за критеріями, які враховують задане співвідношення його дохідності та ризику. В основу цих розроблень покладено концепцію ефективного портфеля, формування якого забезпечить інвесторові максимальний рівень дохідності за прийнятної (допустимого) рівня ризику або мінімальний рівень ризику за заданої дохідності. Тобто за кожним із заданих інвестором засадових параметрів має забезпечуватися найефективніше співвідношення рівней дохідності і ризикованості портфеля. Результатом такої оптимізації є досягнення мінімально можливого рівня ризику портфеля за заданого рівня очікуваної дохідності.

Сучасна портфельна теорія (*Modern Portfolio Theory* — *MPT*) — теорія фінансових інвестицій, у межах якої за допомогою статистичних методів здійснюють якомога вигідніший розподіл ризику портфеля цінних паперів і отримання доходу. Складовими елементами її є (рис. 6.11): оцінювання активів (*securiti valuation*); прийняття інвестиційних рішень (*asset allocation decision*); оптимізація портфеля (*portfolio optimization*); оцінювання результатів (*performance measurement*).

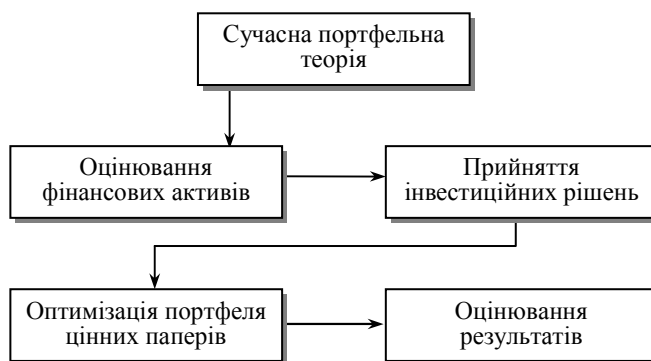


Рис. 6.11. Складові сучасної портфельної теорії

Попри значний рівень абстракції, нехтування доволі важливими, на перший погляд, практичними аспектами (податками й операційними витратами), припущення щодо нескінченної подільності фінансових аспектів, а також абсолютно однакового рівня поінформованості інвесторів стосовно ринкової дохідності й ризикованості фінансових інструментів, розроблення сучасної портфельної теорії *MPT* та подальший розвиток її в моделі оцінювання капітальних активів *SAPM* і арбітражній теорії ціноутворення *APT* (підходи, розрахунки, коефіцієнти, висновки) мають велике практичне значення. Завдяки цим розробленням портфельний інвестор дістає мотивацію й необхідні базові орієнтири стосовно регулювання дохідності і ризику портфеля цінних паперів

Перш ніж дослідити розроблення сучасної портфельної теорії, необхідно з'ясувати деякі загальні припущення, зокрема поняття ефективного портфеля, страх перед ризиком і ризик. Сучасна портфельна теорія висуває такі припущення:

- Ринок є ефективним. Це означає, що всі учасники ринку мають рівний одночасний доступ до інформації, всі отримують одну й ту саму інформацію, мають вільний доступ і вихід з ринку. Традиційний підхід, з іншого боку, передбачає, що ринок є неефективним і що більший дохід можна отримати, купуючи недооцінені цінні папери.
- Інвестори з небажанням сприймають ризик, вони відчувають страх перед ризиком і не схильні ризикувати. Ризик визначається несталістю ставки доходу фінансового активу.
- Інвестори віддають перевагу активу з вищою ставкою доходу. Чим вище дохідність, тим більший ризик, чим менша дохідність, тим менший ризик.
- Інвестори намагаються максимально збільшити доходи й до мінімуму зменшити ризик. Іншими словами, інвестори намагаються отримати найвищі доходи на одиницю ризику.
- Усі інвестиційні рішення ухвалюють на основі оцінювання ставки доходу й очікуваного ризику як стандартного відхилення ставки доходу.
- Щоби зменшити ризик, інвестор має залучити різні види цінних паперів до свого портфеля. Ризик зменшується при збільшенні кількості видів цінних паперів у портфелі (диверсифікації активів).

- Завданням інвестора є визначення такої сукупності цінних паперів — ефективного портфеля, який забезпечить найвищу дохідність за найнижчого рівня ризику.

- Ставка доходу і ризик за цінними паперами обчислюються за певний період.
- Ризикові активи можуть додаватися до портфеля і вилучатися з нього на необмежену кількість грошей.

На досконалому (прозорому) ринку цінних паперів фахівець із портфельного інвестування має можливість з'ясування ринкових тенденцій і прогнозування майбутньої динаміки, аналізу інвестиційних властивостей фінансових інструментів, характеристик, що спричинюють зміни в портфелі в разі залучення до його складу окремих активів. Теоретичні аспекти допомагають з'ясувати загальні закономірності ринку цінних паперів і обґрунтовано оперувати ефективними критеріями на практиці.

Стосовно припущень сучасної портфельної теорії зазначимо, що на розвинених фінансових ринках потужні фінансові інститути вирізняються дуже високим рівнем поінформованості, а операційні витрати порівняно з обсягами здійснюваних операцій малі, тому за певних умов ними можна знехтувати.

Засновник МРТ *Гаррі Марковіц* для визначення ефективного портфеля запропонував модель «*дохідність—ризик*», прикладне застосування якої ускладнюється низкою зазначених припущень і через труднощі інформативного забезпечення. Модель Гаррі Марковіца з формування портфеля як комбінації можливих інвестицій «*дохідність—ризик*» можна сформулювати так: слід знайти такі пропорції розподілу інвестицій між наявними фінансовими активами, щоби за передбачуваної (прийнятної) очікуваної дохідності ризик портфеля як стандартне відхилення дохідності виявився для інвестора найсприятливішим (мінімальним). За певного рівня ризику інвестори віддають перевагу більшій дохідності, а за заданого рівня очікуваної дохідності — меншому ризику.

За моделлю Марковіца інвестор приймає інвестиційні рішення на підставі оцінювання двох параметрів — очікуваної дохідності і варіабельності дохідності як міри ризику (двопараметрична модель). Отже, Марковіц порушує питання пріоритетності оцінювання співвідношення дохідності й ризику над прогнозами дивідендних виплат або ринкових цін та необхідності розгляду портфеля фінансових активів як цілісного об'єкта управління.

Марковіц уперше запропонував кількісне вимірювання ризику як варіацію дохідності активу — дисперсію або стандартне відхилення дохідності (§ 5.4). Більший портфельний ризик відповідає більшому стандартному відхиленню дохідності, а більше стандартне відхилення дохідності притаманне більш ризиковому цінному паперу. Заслуговують на увагу висновки щодо ефекту диверсифікації, котру розглядають як умову зниження ризику інвестування без втрати дохідності шляхом розподілу інвестицій між різними фінансовими інструментами. Чим вищий рівень диверсифікації за меншої кореляції окремих активів, тим ширшими є можливості зменшення ризику.

Марковіц запропонував математичний апарат для визначення ефективного портфеля, здатного забезпечувати найменший рівень ризику для зазначеного рівня дохідності, або максимізувати очікувану дохідність за допустимого рівня ри-

зику. Проте модель не вможливує вибору оптимального портфеля, а пропонує **набір ефективних портфель**. Сукупність варіантів портфель, які уможливають забезпечення заданих співвідношень дохідності і ризику, є ефективною множиною портфель. Зазначимо, що сформований ефективний портфель не може залишатися ефективним тривалий час, адже дохідність акцій із часом змінюється тож ефективні портфелі потребують перегляду.

Для практичного використання моделі Марковіца для кожного фінансового активу (акції) необхідно визначити очікувану дохідність, її стандартне відхилення і коваріацію між фінансовими активами. Якщо розглядати деякий портфель Z , то він не буде ефективним, оскільки портфель F забезпечуватиме той самий рівень очікуваної дохідності за меншого ризику, а портфель U за того ж рівня ризику — вищу дохідність.

Так само можна дійти висновку про неефективність портфеля C . Ефективні портфелі розташовані упродовж лінії HE , яка ілюструє **ефективну множину портфель** (рис. 6.12).

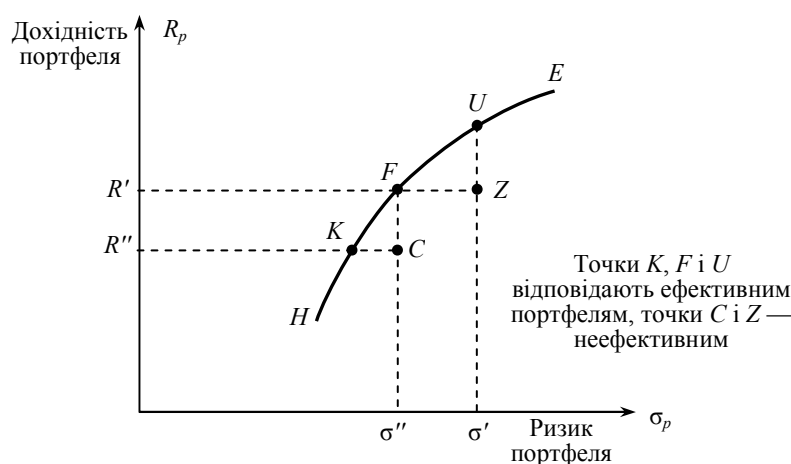


Рис. 6.12. Ефективна множина портфель за Г. Марковіцем

За умови існування багатьох альтернативних варіантів інвестування (множини активів) існує і множина ефективних портфель. Раціональні інвестори завжди прагнуть сформувати ефективний портфель. Марковіц запропонував теорему, згідно з якою інвестор обирає з цієї множини оптимальний портфель відповідно до своїх інвестиційних переваг. Яку саме комбінацію фінансових активів обере портфельний інвестор, залежатиме від його намірів і переваг щодо співвідношення очікуваної дохідності та ризику.

Консервативний, менше схильний до ризику інвестор, який зацікавлений у збереженні свого капіталу (точка K), згодний втратити на дохідності, тоді як агресивний інвестор здатен ризикувати (точка U) і сподіватиметься на вищу дохідність. Утім, спільним для всіх інвесторів, портфелі яких розташовані на лінії HE , є прагнення сформувати ефективний портфель.

Визначальна позиція Марковіца ґрунтована на твердженні, що портфельні інвестиції інвестор оцінює за такими двома параметрами, як очікувана дохідність (приріст доходу на одиницю вкладень) і стандартне відхилення дохідності як міра ризику. Марковіц припустив, що інвестори намагаються уникнути ризику і намагатимуться мінімізувати стандартне відхилення дохідності як міру ризику портфеля.

Заслуговують на увагу висновки щодо ефекту диверсифікації, котру розглядають як умову зниження ризику інвестування без утрати дохідності шляхом розподілу інвестицій між різними фінансовими інструментами. Але найважливіше те, що, за Марковіцем, поєднання фінансових активів різних видів у портфелі може і не вплинути відчутно на стандартне відхилення очікуваної дохідності за умови, що вони мають високий рівень позитивної коваріації. Чим вищий рівень диверсифікації за меншої кореляції окремих активів, тим ширшими є можливості зменшення ризику. Зазначимо, що ефективний портфель Марковіца складається суто з ризикових активів.

Як дослідники-теоретики, так і практики піддають критиці модель Марковіца «*дохідність—ризик*». Назагал модель Марковіца — це стандартна модель квадратичного прогнозування. Утім, техніка створення портфеля за цією моделлю вимагає великої кількості обчислень (для портфеля із 50 фінансових активів — 1225 коваріацій), а деякі припущення надто ускладнюють отримання вихідної інформації.

Прикладне застосування цієї моделі обмежене також складністю інформативного забезпечення розрахунків очікуваної дохідності, стандартного відхилення й коваріації цінних паперів. Так, для моделі Марковіца з N кількістю фінансових активів потрібно розрахувати $\frac{N(N-1)}{2}$ коефіцієнтів кореляції. Однак ця обставина за умов високого рівня комп'ютеризації не є складною проблемою. Проте є й суттєві заперечення.

По-перше піддається сумніву теза щодо доцільності використання стандартного відхилення дохідності як міри ризику. По-друге, чи завжди раціональні інвестори не сприймають ризик. Суттєве заперечення полягає в тому, що використання даних про минулі коливання цін для оцінювання майбутнього не є коректним, адже майбутнє може кардинально відрізнятись від минулого. Проте значно більшим недоліком і перешкодою застосування моделі Марковіца є те, що на її підставі пропонується широкий набір ефективних портфельів, який ускладнює прийняття конкретного інвестиційного рішення.

Конче важливим є значення розроблень Марковіца для з'ясування підходів і методів обчислення параметрів моделі, засадових підходів і принципів побудови ефективних портфельів, тлумачення поведінки окремих інвесторів, вибору їх рішень щодо розподілу авансованого капіталу серед багатьох альтернативних можливостей спрямування інвестицій. Засадове значення моделі полягає в тому, що Марковіц сфокусував увагу портфельних менеджерів на взаємозв'язку очікуваної дохідності та ризику портфеля зі складом фінансових активів у портфелі. Це спричинило проведення багатьох досліджень у портфельному інвестуванні і спонукало на використання формалізованих підходів.

Подальший розвиток портфельна теорія Марковіца дістала у важливих дослідженнях Вільяма Шарпа, Джона Лінтнера, Джека Трейнора та Жана Моссіна щодо створення ефективного портфеля за наявності безризикового активу, введення якого запропонував Джеймс Тобін. Про важливість розроблень сучасної портфельної теорії та її розвитку свідчить Нобелівська премія, якої були удостоєні Г. Марковіц, Дж. Тобін та В. Шарп.

У межах портфельної теорії особливе прикладне значення має, зокрема, сформульована Вільямом Шарпом у 1964 році, а також незалежно від нього Джоном Лінтнером та Жаном Моссіном модель ув'язування дохідності цінних паперів і систематичного β -ризиків (*Capital Asset Pricing Model* — *CAPM*, або *модель оцінювання капітальних активів* — *МОКА*). Ці дослідники вдосконалили підхід до розрахунку оптимального портфеля цінних паперів Марковіца на випадок існування безризикового активу, розділивши ризик портфеля на систематичний (ринковий) та несистематичний (ризик емітента або фінансового активу).

Досліджуючи поведінку акцій на ринку, В. Шарп дійшов висновку, що немає потреби здійснювати обтяжливі розрахунки взаємної коваріації акцій, при характеристиці ризику достатньо встановити рівень взаємодії кожної акції із ринком загалом. Адже дохідність кожної акції чітко корелює з ринковим індексом і ця обставина значно спрощує пошук ефективного портфеля.

Вихідним положенням моделі *CAPM* є припущення про рівновагу на ринку капіталів. Вважається, що ринок прагне такого рівня, за якого всі інвестори максимізують свою корисність. Це ідеалізована модель рівноваги на ринку капіталу. Заслуговують на увагу *засадові припущення CAPM*, значною мірою базовані на принципах і висновках моделі Марковіца.

Отже, при розгляданні *CAPM* вважатимемо, що:

- інвестори оцінюють ефективність інвестиційних рішень за двома параметрами — очікуваною дохідністю та рівнем ризику, вимірюваного як β -коефіцієнт;
- існує безризикова ставка доходу, однакова як для кредитів, так і для інвестицій;
- можливості з безризикового кредитування й інвестування необмежені, натомість активи нескінченно подільні, тобто існує можливість придбання та продажу активів у будь-якому обсязі;
- відсутні податки й операційні витрати, існують необмежені можливості коротких продаж (запозичені активи із зобов'язанням повернення);
- усі інвестори діють раціонально, не схильні до ризику й інвестують у ризикованіші активи лише заради більших очікуваних доходів (премії за ризик), прагнуть сформулювати ефективні портфелі;
- усі інвестори однаковою мірою поінформовані стосовно очікуваної дохідності й ризику інвестицій і характеризуються однаковими очікуваннями щодо майбутнього;
- фінансові ринки конкурентні, а горизонт прийняття рішень однаковий для всіх інвесторів.

Процес прийняття інвестиційного рішення відповідно до *теорему про виокремлення умовно* має два етапи. На першому відбувається формування портфе-

ля ризикових активів, який за структурою є однаковим для всіх інвесторів незалежно від індивідуальних преференцій. На другому етапі інвестор здійснює індивідуальний вибір поєднання безризикових активів і активів ризикового портфеля. Усі припущення CAPM дуже спрощують реальну дійсність, але стосовно розвинених ринків такі спрощення не дуже значимі, тому, враховуючи важливість встановлення на засадах CAPM суттєвих взаємозв'язків ринку, ними певною мірою можна знехтувати.

Серед зазначених припущень CAPM принципово новими вважають припущення стосовно безризикової ставки доходу, однакової поінформованості інвесторів щодо очікуваної ставки доходу й ризику інвестицій та однакових очікувань щодо майбутнього.

Побудова ефективного портфеля, за Марковіцем, передбачала наявність на ринку і залучення до портфеля винятково ризикових активів. У CAPM уперше введено поняття безризикового активу, який створює комбінації з ризикованими активами.

Вважаємо, що існує фінансовий актив, якому притаманні певна ставка доходу і нульовий ризик. Наявність безризикового активу і відповідно безризикової ставки доходу за ним на ринку капіталу передбачає комбінації такого активу та ефективного портфеля з ризикових інвестицій Марковіца, що дістає відображення на ефективній лінії ринку капіталу CML. Відповідно інвестори прагнуть обрати не ефективний портфель Марковіца, а ефективний портфель, що розташований на CML і поєднує безризикову і ризикову складові (рис. 6.13). Як впливає з CAPM, кожному ефективному портфелю відповідає точка на лінії CML.

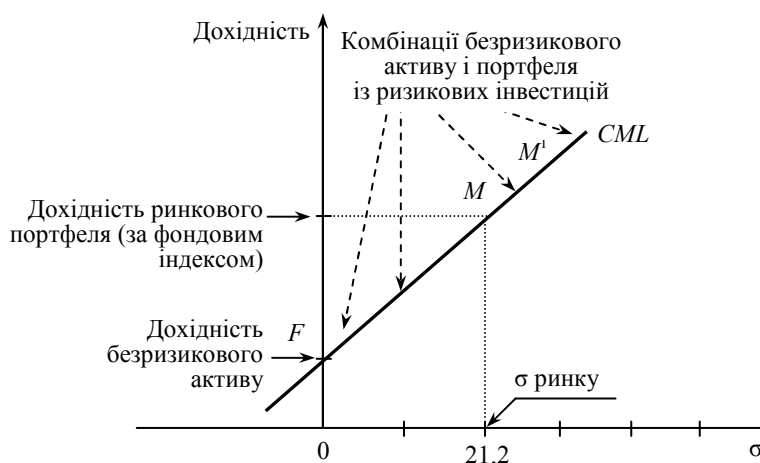


Рис. 6.13. Ефективна лінія ринку капіталу CML

Відрізок FM складає різні комбінації дохідності та ризику, що утворюють інвестиції у ризиковий портфель (точка M) та безризиковий фінансовий актив (точка F). За припущення необмежених можливостей з безризикового кредитування, всі комбінації дохідності і ризику лежатимуть на лучі FMM¹. Ефективна

лінія ринку капіталу *SML* увиразнює компроміс між дохідністю і ризиком для ефективних портфель.

Важливий підсумок CAPM — побудова *лінії ринку цінного папера (фінансового активу) — Security Market Line (SML)*. SML увиразнює те, що за умов ринкової рівноваги, коли всі інвестори формують найвигідніший для себе портфель, дохідність цінних паперів R_i зумовлена такими чинниками, як безризикова дохідність R_o , дохідність ринкового портфеля R_m , ризик (стандартне відхилення дохідності) ринкового портфеля σ_m і величина коваріації між дохідністю i -го цінного папера й дохідністю ринкового портфеля σ_{im} відповідно до рівняння:

$$R_i = R_o + \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} (R_m - R_o).$$

Наведене рівняння є визначенням лінії ринку цінного папера (або лінії фінансового активу), яка в деяких джерелах дістала нечітку назву лінії фондової біржі.

Як впливає з рівняння лінії ринку цінного папера, відмінності в дохідності цінних паперів зумовлені лише величиною σ_{im} , оскільки решта показників рівняння однакові для всіх фінансових активів ринку. Тобто SML графічно інтерпретує залежність очікуваної дохідності цінного папера від коефіцієнта коваріації σ_{im} (рис. 6.14). За умови стану рівноваги очікувана дохідність усіх фінансових активів, які обертаються на ринку, має розташуватися уздовж прямої SML відповідно до індивідуального значення ризику — коефіцієнта коваріації σ_{im} . Проте практики-аналітики ринку цінних паперів для характеристики ризику частіше використовують показник коваріації σ_{im} , нормований за величиною дисперсії ринкового портфеля, тобто β -коефіцієнт:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}.$$

Для ринкового портфеля значення чисельника (σ_{im}) дорівнює σ_m^2 , або β -коефіцієнт ринкового портфеля β_m дорівнює:

$$\beta_m = \frac{\sigma_m^2}{\sigma_m^2} = 1.$$

Адже β -коефіцієнт характеризує чутливість дохідності цінного папера до дохідності ринкового портфеля.

Не заглиблюючись у математичні доведення, наведемо модель SML, яка формалізує вплив на дохідність акції певного емітента лише одного чинника — ринкового ризику в певному періоді, тобто є дескриптивною однофакторною одноперіодною регресійною моделлю, що має вигляд:

$$R_i - R_o = \beta_i (R_m - R_o) + e_i$$

або

$$R_i = R_o + \beta_i (R_m - R_o) + e_i$$

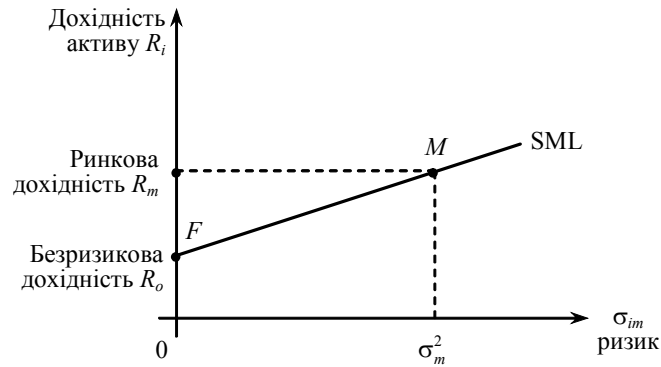


Рис. 6.14. Лінія ринку цінного папера Security Market Line (SML)

де R_i — очікувана дохідність акції i -го емітента; R_o — дохідність безризикового цінного папера; R_m — середня дохідність ринку цінних паперів; β_i — β -коефіцієнт як міра систематичного ризику i -того фінансового активу; e_i — похибка.

Отже, згідно із CAPM дохідність акції залежить від впливу системного ризику, який визначається β -коефіцієнтом. Чим ближче до лінії регресу і з невеликим розкидом розташовані на графіку точки, що відповідають фактичним даним, тим менше похибка e_i і нею можна знехтувати.

Показник надлишкової дохідності ринку ($R_m - R_o$) має наочну інтерпретацію, бо становить ринкову (середню) премію за ризик за умови вкладання капіталу в різною мірою ризиковані цінні папери (звичайні акції). Аналогічно показник ($R_i - R_o$) — це премія за ризик у разі вкладання капіталу в фінансові активи певного емітента. Модель CAPM означає, що премія за ризик вкладання капіталу в цінні папери конкретного емітента (акції) прямо пропорційна ринковій премії за ризик (прямолінійний зв'язок).

Графічним відтворенням CAPM є лінія ринку цінного папера SML, за якою можна здійснити визначення необхідної ставки доходу акції для певного прийняттого для інвестора рівня системного ризику. Якщо β -коефіцієнт дорівнює 0 (системний ризик = 0), очікувана дохідність дорівнює дохідності безризикових активів (6%), а якщо β -коефіцієнт дорівнює 1 — ринковій дохідності (15%). На підставі зазначених даних отримують дві точки на графіку (F — точка безризикового активу і M — точка ринкового портфеля), через які проводять пряму лінію SML (рис. 6.14), що демонструє, як мірою зростання системного ризику збільшується очікувана дохідність акції. Залежність рівноважної очікуваної дохідності за цінним папером від коефіцієнта β як міри системного ризику проілюстровано на рис. 6.15.

У спрощеному вигляді засадове співвідношення між дохідністю i -го цінного папера і дохідністю ринку найчастіше формалізують, застосовуючи для CAPM модель типу

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i.$$

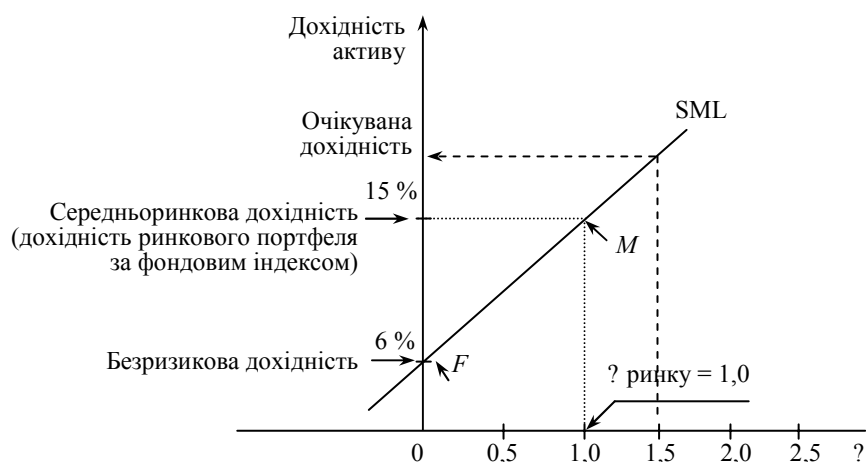


Рис. 6.15. Залежність очікуваної дохідності цінного папера від β -коефіцієнта як міри системного ризику

Похибка e_i тим меншою, чим ближче до лінії регресу і з меншим розкидом розміщуються на графіку точки, що відповідають фактичним даним. Отже, у спрощеному вигляді:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m,$$

де R_i — дохідність i -го цінного папера, R_m — дохідність ринку, розрахована за біржовим індексом, α_i — вільний член формули, β_i — тангенс кута (тангенс нахилу до вісі абсцис).

Ця модель визначає залежність між дохідністю i -го цінного папера R_i і дохідністю ринку R_m . Розглянемо застосування CAPM для визначення мінімальної ставки доходу, необхідної для компенсації інвестору за ризик, на конкретному прикладі. Ринкова ставка доходу — 10 %. Інвестиція є прийнятною для портфельного інвестора, якщо ставка доходу фінансового активу з $\beta = 2$ становитиме не менше 14 %.

Очікувана ставка доходу (необхідна ставка доходу) активу дорівнюватиме 11 %, коли β дорівнює 1,25. Якщо збільшити β до 2, ставка доходу становитиме 14 %. Тобто інвестиція є прийнятною для інвестора, якщо ставка доходу фінансового активу становитиме відповідно не менше 11 % та 14 %. Це наочно ілюструє графік на рис. 6.16.

Як впливає із CAPM, кожному фінансовому активу відповідає точка на лінії SML. Можливі три варіанти розташування цієї точки: на лінії ринку цінного паперу, вище або нижче цієї лінії. У другому разі фінансовий актив вважають інвестиційно привабливим, у третьому — непривабливим.

Нахил лінії SML відбиває рівень несприйняття ризику середнім інвестором. Чим більше несприйняття ризику, тим менший нахил прямої, тим вищі, відповідно, премія за ризик і необхідна ставка доходу фінансового активу.

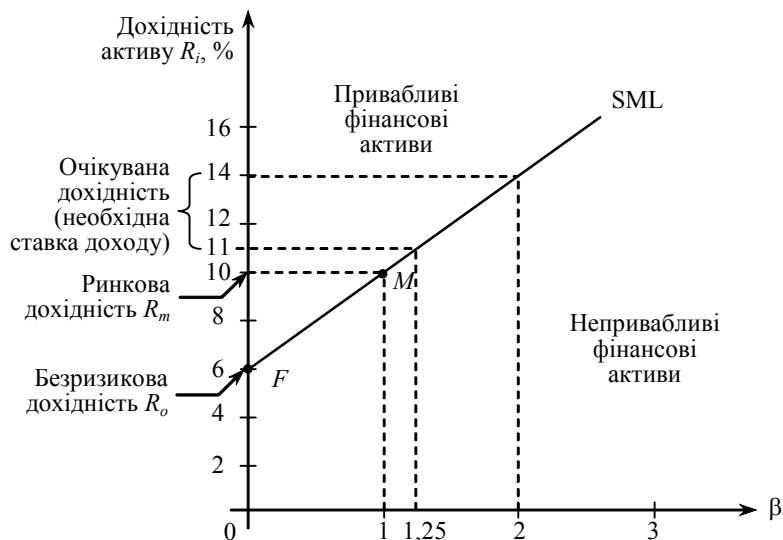


Рис. 6.16. Використання SML для інтерпретації розрахунку очікуваної дохідності (необхідної ставки доходу) акцій

SML можна використати для порівняльного аналізу портфельних інвестицій. Визначимо доцільність альтернативи інвестування коштів в акції компанії Z , яка має $\beta = 1,6$, або компанії Q , що має $\beta = 0,9$.

Безризикова дохідність $R_o = 0,06$ (6%), середня дохідність ринку $R_m = 0,12$ (12%). Очікувана дохідність акції:

для компанії Z : $R_Z = 0,06 + 1,6 \times (0,12 - 0,06) = 0,156$ (15,6%);

для компанії Q : $R_Q = 0,06 + 0,9 \times (0,12 - 0,06) = 0,114$ (11,4%).

Доходимо висновку, що інвестиція доцільна в акції компанії Q . Взаємозв'язок розглянутих показників графічно можна продемонструвати SML (рис. 6.17).

Отже, на підставі використання лінії ринку цінного папера SML інвестори отримують можливість визначити необхідну ставку доходу певної акції для компенсації того рівня ринкового, на який вони ладні наражатися.

Формуючи диверсифікований портфель, згідно із CAPM, інвестор може розрахувати дохідність фінансових активів, що він має намір залучити до портфеля, за заданого рівня ринкового ризику, а специфічного ризику за рахунок урізноманітнення активів він здатний майже уникнути.

Хоча очікувана ставка доходу за цінними паперами буває взагалі рівною необхідній ставці доходу, існує чимало причин, які можуть суттєво вплинути на необхідну ставку доходу. Так, безризикова ставка доходу може змінитися через зміни прогнозованого рівня інфляції. Можуть спостерігатися зміни β -коефіцієнта фінансових активів. Найскладнішим питанням стосовно практичного використання моделі CAPM є визначення показників, а саме безризикової дохідності, ринкової дохідності, β -коефіцієнта як вимірника системного (систематичного, ринкового) ризику.

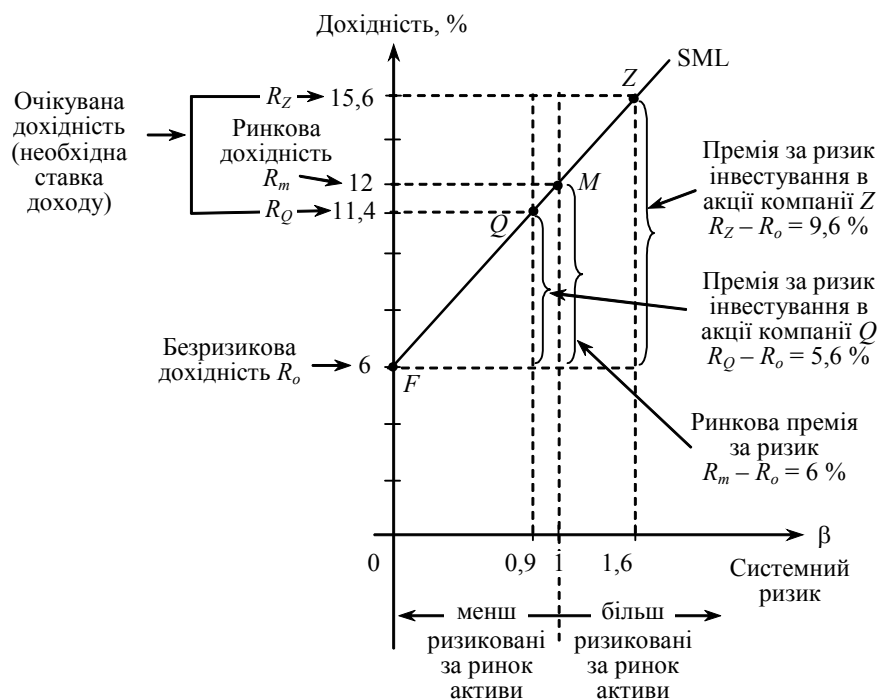


Рис. 6.17. Схема використання SML для порівняльного аналізу портфельних інвестицій

Як безризикову ставку під час практичних досліджень обирають, наприклад, ставку доходу за короткотерміновими (від трьох місяців до одного року) державними казначейськими зобов'язаннями США. Але дохідність державних цінних паперів теж підпорядкована коливанням, наприклад через інфляційні процеси. До того ж у CAPM безризикова ставка доходу — це також і ставка за безризиковими кредитами, що значно ускладнює вибір безризикової дохідності для практичного застосування моделі. Тому на практиці фахівці часто вдаються до різноманітних спрощень. У різних випадках за безризикову ставку доходу обирають також облікову ставку (або ставку рефінансування) центрального банку, або розраховану середньозважену ставку за кредитами на міжбанківському ринку (наприклад, ставку LIBOR — *London Interbank Offered Rate*).

Для розрахунку показника ринкової дохідності використовують фондові індекси, які вимірюють середньозважений рівень цін за певною групою ринкових активів. На думку теоретиків та фахівців-практиків, найпридатнішими для застосування у CAPM є загальноринкові індекси, які охоплюють 90—95 % капіталізації ринку. Це насамперед американський SP-500, французький Russel-3000 та індекс TSE-1100 Токійської фондової біржі, котрі обчислюють за акціями 1100 компаній у її лістингу. Для визначення рівня середньої дохідності по ринку певної галузі вважають коректним застосування у CAPM також галузевих індексів.

Приріст фондового індексу за конкретний період — це середньозважений капітальний дохід за цінними паперами, ціни на які використано під час розрахунку індексу. Проте за багатьма цінними паперами капітальний дохід — це лише одна складова загального доходу. Так, за акціями виплачують також дивіденди, за облігаціями — відсотки. Крім того, доходи, отримані впродовж певного періоду, можуть бути реінвестовані. За наявності потрібної інформації можна врахувати також середньозважені проміжні доходи за цінними паперами.

Серед аналітиків точаться суперечки щодо можливості й доцільності використання у даному випадку фондових індексів. Дехто заперечує можливість визначення на їх підставі середніх ринкових показників дохідності для CAPM. Так, значний вплив на біржовий індекс справляють зміни цін акцій з більшою номінальною вартістю, а також події, не пов'язані зі зростанням вартості компаній-емітентів (спліт). Це вказує на необхідність коригування біржових індексів.

Важливим питанням залишається те, що індекс має розраховуватися за фактичними цінами (за цінами купівлі-продажу фінансових активів). Достатня відкритість інформації на розвинених ринках сприяє успішному вирішенню цього питання. Для решти ринків це поки залишається проблемою.

Суттєва проблема, пов'язана з практичним використанням індексів, полягає в тому, наскільки індекс адекватний ринковому портфелю (чи в повному обсязі враховано фінансові активи, що обертаються на ринку? Чи відомий точний склад істинного ринкового портфеля?). Пропонують перевірку істинного ринкового портфеля як ефективного портфеля за моделлю Марковіца.

Загалом проблема під час використання фондових індексів для розрахунку середньоринкової дохідності зводиться до того, що:

- індекс не враховує дохідності від реінвестування та проміжних витрат;
- не повною мірою репрезентує ринковий портфель (наскільки повно він охоплює всі наявні фінансові активи), адже індекси обчислюють не за ринком (фондовою біржею), а за видами цінних паперів;
- індекс не враховує іноземних інвестицій.

Водночас іншого підходу для визначення ринкової дохідності, крім використання фондових індексів, поки не знайдено, тому дослідники переймаються переважно міркуваннями з приводу застосування різних методів розрахунку їх. Утім, практики вже мають достатній позитивний досвід застосування індексів, нагальною проблемою є залучення до обчислення фондових індексів ринкових цін великої кількості цінних паперів різних емітентів.

Під час використання розроблень портфельної теорії найпростішим і найчастіше застосованим на практиці підходом до розрахунку очікуваної дохідності й міри ризику є розрахунок на підставі історичних значень (*ex post*). Використання середніх показників за певний проміжок часу є доволі простим за умови наявності вихідної інформації.

Загалом середньоринкову дохідність ринкового портфеля цінних паперів R_m можна обчислити за формулою:

$$R_m = R_k + R_D + R_p,$$

де R_m — дохідність ринкового портфеля за індексом; R_k — дохідність від приросту капіталу (ринкових цін); R_D — дохідність від виплати дивідендів і відсотків; R_p — дохідність від реінвестування коштів.

Головна суперечність такого підходу полягає в тому, що необхідно використовувати майбутні показники (*ex ante*), тоді як наведений метод уможлиблює застосування лише оцінок минулих значень (*ex post*). Історичні значення середньоринкової дохідності особливо за використання галузевих індексів потребують коригування, якщо прогнозовані темпи економічного зростання й інфляційних процесів суттєво відрізняються від динаміки минулих років.

Для обчислення β -коефіцієнта також використовують минулі значення дохідності окремих активів і ринкового портфеля загалом (на підставі індексу). Проте значення дохідності є показниками *ex post*, тож оцінки за розрахунками можуть суттєво відрізнятись від того, що станеться в майбутньому. Але саме цей метод є найпоширенішим завдяки своїй простоті.

Значення β визначають на підставі пошуку параметрів регресивної моделі «характеристичної» лінії («*Characteristic*» *Line*) типу $y = a + bx$.

У цьому випадку:

$$R_i - R_o = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_o),$$

де R_i — дохідність i -го цінного папера; R_o — безризикова дохідність; α_i — постійна надлишкова дохідність (премія за ризик) i -го активу; R_m — середньоринкова дохідність, розрахована за біржовим індексом; β_i — тангенс кута нахилу до вісі абсцис, міра системного (ринкового) ризику i -го фінансового активу

Для побудови «характеристичної» лінії (рис. 6.18) надлишкову дохідність ринку вказують на горизонтальній вісі (вісі абсцис), а надлишкову дохідність i -го цінного папера — на вертикальній вісі (вісі ординат).

З математичної точки зору β -коефіцієнт є коефіцієнтом регресії, який характеризує усереднений статистичний взаємозв'язок між надлишковою дохідністю i -го фінансового активу і надлишковою дохідністю ринкового портфеля, тобто чутливість дохідності i -го фінансового активу до мінливості ринкової дохідності. Методом найменших квадратів за емпіричними даними визначають функцію прямолінійної залежності $(R_i - R_o)$ від $(R_m - R_o)$, яка надає значення параметрів α_i та β_i .

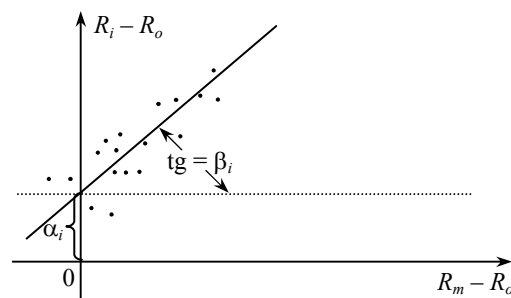


Рис. 6.18. Побудова «характеристичної» лінії для визначення β -коефіцієнту

Показник надлишкової дохідності ринку ($R_m - R_o$) характеризує премію за ризик у середньому по ринку. Це показник додаткового доходу понад безризикову дохідність, якої вимагає середній інвестор для компенсації середнього ризику. Премія за ринковий ризик залежить від міри несприйняття ризику, який у середньому по ринку впливає на дії інвесторів.

Значення α_i може бути більшим і меншим за 0. Чим вище α , тим привабливіша акція. Якщо $\alpha_i > 0$ (рис. 6.19), це означає, що актив недооцінено, якщо $\alpha_i < 0$, актив переоцінено. За американським висловом: «keep your α high and β low» (дотримуйся високого α і низького β).

Дисперсія окремих емпіричних значень навколо «характеристичної» лінії не має бути великою. За умови значного розпорошення показників дохідності під час розрахунків слід зважати на додаткові елементи ризику.

Варто зазначити, що ринкова премія за ризик не може бути оцінена з високою точністю, оскільки, як зазначалося, неможливо розрахувати з високою точністю значення ринкової дохідності R_m . Проте емпіричні дослідження у США на підставі розрахунків за даними 400 промислових компаній, що входять до індексу S&P упродовж 20 років дали змогу встановити, що ринкова премія за ризик коливалася в межах 4—8 %.

Для спрощення розрахунків параметрів α і β на практиці найчастіше застосовують регресійну модель типу:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m,$$

де R_i — дохідність i -го цінного паперу, R_m — дохідність ринку, розрахована за біржовим індексом, α_i — вільний член формули, β_i — тангенс кута нахилу до вісі абсцис.

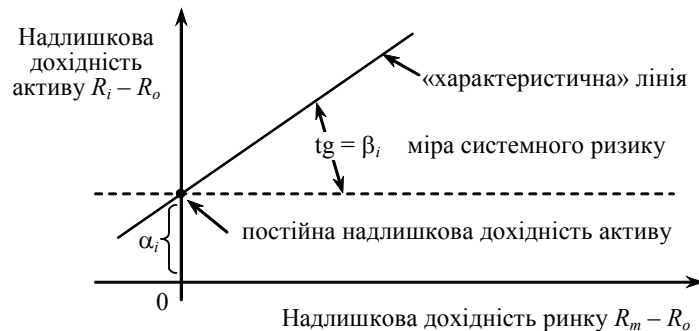


Рис. 6.19. Тлумачення «характеристичної» лінії для визначення β -коефіцієнта як міри ризику i -го фінансового активу

Ця модель визначає залежність між дохідністю i -го цінного папера, R_i і дохідністю ринку R_m . Методика спрощеного розрахунку β наведена на <http://faculty.babson.edu/academic/Beta/CalculateBeta.htm>. Проте слід пам'ятати, що дохідність фінансового активу, ймовірно, відрізнятиметься від очікуваного рівня. Ця обставина спричиняє необхідність додавання до наведеної формули

показника похибки e_i , який змінюється в часі відповідно до особливостей фірми-емітента:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i.$$

Чим ближче до лінії регресу («характеристичної» лінії) і з невеликим розкидом розташовані точки на графіку, що відповідають фактичним даним, тим менше похибка e_i і нею у розрахунках можна знехтувати. На ринках цінних паперів деяких розвинених країн створено спеціалізовані агенції, які визначають β -коефіцієнти акцій різних емітентів і регулярно публікують їх у фахових виданнях.

На рис. 6.20 продемонстрована відносна мінливість різних акцій стосовно мінливості ринку. Нахил лінії регресу до горизонтальної вісі показує, що акція *A* найбільш мінливіша, а *C* — найменш. Теоретично значення β -коефіцієнта може бути від'ємним, якщо дохідність ринкового портфеля зростає, а дохідність певної акції падає (чи навпаки). За такої умови лінія регресії буде мати нахил донизу (акція *D*). Але на практиці таких акцій не зареєстровано.

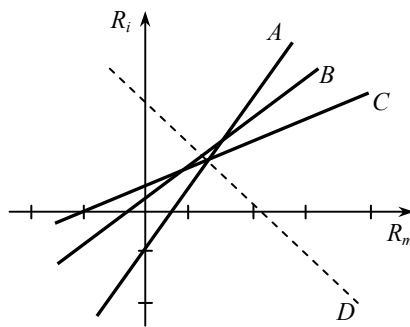


Рис. 6.20. Деякі варіанти мінливості доходності акцій відносно мінливості ринку

Якщо до портфеля з певним β -коефіцієнтом додати акцію з вищим β -коефіцієнтом, то β -коефіцієнт портфеля збільшиться; якщо додати акцію з меншим β -коефіцієнтом — зменшиться. Отже, β -коефіцієнт характеризує вклад акції у ризик портфеля.

Деякі фахівці отримують оцінки β на підставі використання спеціальних багатофакторних моделей. Конкретних рекомендацій щодо доцільної кількості спостережень (динамічного ряду показника доходності) нема, але практики знають: чим їх більше, тим точніше β . Значення β -коефіцієнта для цінних паперів американських емітентів найчастіше оцінюють на підставі біржового індексу S&P 500 та сукупного індексу Нью-Йоркської фондової біржі.

Дослідження, проведені агенцією Reuters, показали, що всі досліджувані банки мали β -коефіцієнт, більший за 1 (2,069 у Morgan Stanley, у середньому по групі — 1,762). Хоча вважається, що оцінки β як міри ризику для деяких цінних паперів дуже приблизні, зокрема через її мінливість в часі та безліч джерел ринкового ризику, вони, за відсутності альтернативи, часто дістають практичне застосування в портфельному аналізі. Утім, ставитися до рекомендацій щодо β слід критично, особливо через її нестійкість.

Деякі портфельні менеджери, уникаючи розрахунків β , просто додають до безризикової дохідності передбачувану для певної компанії премію за ризик. Жодної обґрунтованості в цьому підході немає, але отримані результати, на думку фахівців, необов'язково будуть помилковими.

Практики нерідко застосовують коригування β . Найпростіший метод коригування ґрунтований на твердженні, що за відсутності будь-якої інформації можна припустити, ніби β дорівнює одиниці. Відтак, якщо ринковий аналітик отримав значення історичної β , її справжнє значення перебуває в інтервалі між одиницею та розрахунковим значенням. Скориговану β_a (*adjusted beta*) отримують на підставі формули середньої зваженої:

$$\beta_a = \gamma \cdot \beta_h + (1 - \gamma),$$

де β_h — історичне значення β ; γ — умовно прийнятий коефіцієнт ваги, який зазвичай перевищує 0,5.

Скориговану β_a для кожної акції ринкові аналітики часто умовно розглядають як комбінацію середньоринкової β_m вагою 34 % та історичної β_h вагою 66 %. У загальному вигляді скоригована β_a дорівнює:

$$\beta_a = 0,34 + 0,66 \beta_h,$$

де β_a і β_h — скоригована та історична β відповідно.

Із наведеного рівняння бачимо, що згідно з поправкою значення історичної β коригується в бік наближення до 1. Існують й інші підходи до уточнення β залежно від минулої інформації щодо позикового капіталу, галузевої належності компанії, дивідендної дохідності тощо. Зазвичай це багатофакторні моделі, які враховують вплив на рівень β -коефіцієнта багатьох різних ринкових чинників, призначені винятково для внутрішнього користування у компаніях-розробниках і не оприлюднюються.

Отже, на практиці CAPM можна використати для спрощення завдання вибору ефективного портфеля. Її застосування порівняно, наприклад, з моделлю Марковіца, дає змогу значно обмежити кількість вхідних параметрів. Важливо, що за умови залучення 100 різних видів фінансових активів для моделі Марковіца слід обчислити 4950 параметрів, для моделі Шарпа — лише 201. Отже, попри всілякі суттєві недоліки, умовності й складності реалізації моделі CAPM, вона має переваги, які зумовлюють її застосування у практиці портфельного інвестування.

Однак CAPM застосовують лише для умов стабільного і прогнозованого фінансового ринку. У країнах із ринками у фазі розвитку з низькою капіталізацією і негативним впливом значної низки ринкових чинників (до таких країн належить Україна) практичне використання цих моделей через високу неточність кінцевих результатів ускладнене. За нестабільного ринку і вкрай малої ринкової історії фінансових активів достатньо ефективно впроваджують модель «*Квазі-Шарп*». Як засвідчив позитивний досвід, її доцільно використовувати за обмеженої кількості фінансових активів окремого ринкового сегмента з однієї або кількох галузей.

На думку фахівців, модель «Квазі—Шарп» уможливило підтримування оптимальної структури наявного портфеля. Суттєвий недолік цієї моделі в тому, що вона зорієнтована на ізольоване розглядання певного сегмента ринку без урахування загальних ринкових тенденцій і зрушень.

Більш узагальненою моделлю рівноваги на ринку капіталів порівняно із САРМ є **арбітражна теорія оцінювання капітальних активів** Стівена Росса (АРТ), в якій ослаблено багато суттєвих припущень САРМ. Нагадаємо, що **арбітраж** — це одночасне здійснення купівлі і продажу на двох різних сегментах ринку одного й того самого активу за двома різними цінами. За арбітражу отримують без додаткових інвестицій додатковий дохід від купівлі активу на одному сегменті ринку за низькою ціною і продажу його на іншому сегменті за вищою ціною. Така можливість переважно є неочікуваною і виникає на ринку дуже рідко. АРТ припускає, що на фінансовому ринку можливість отримання доходу за нульових інвестицій (арбітражних доходів) є короткочасною і швидко зникає.

Однофакторна модель АРТ дуже подібна до САРМ, проте важливо, що в АРТ на протигагу САРМ враховується вплив на дохідність фінансових активів не лише одного чинника (ринкового ризику), а й багатьох інших системних чинників (це багатофакторна модель). Очікувана дохідність будь-якого цінного папера в АРТ є лінійною комбінацією певного набору значень цих чинників. Певною мірою АРТ є альтернативою САРМ у з'ясуванні принципів формування ціни на фінансові активи.

Узагальнена модель АРТ, відповідно до якої можна здійснити конкретні розрахунки очікуваної дохідності, остаточно нез'ясована. Загалом АРТ передбачає, що очікувана дохідність цінного папера R є лінійною функцією коефіцієнтів β_j як міри чутливості дохідності до чинника j ($j = 1, 2, \dots, J$), тобто очікувана дохідність формується згідно з моделлю:

$$R = R_0 + \beta_1 P_1 + \beta_2 P_2 + \dots + \beta_j P_j,$$

де R_0 — безризикова дохідність; β_j — міра чутливості дохідності до чинника j ; P_j — премія за ризик, зумовлена впливом чинника j .

Тобто на дохідність фінансового активу системно впливає низка різноманітних системних чинників. Інвестори у разі АРТ вимагають компенсації за кожен чинник ризику. Зрештою очікувана дохідність дорівнює сумі безризикової ставки і J премій за ризик, зумовлених J системними чинниками.

Повна компенсація є сумою премій за ризик за всіма J чинниками, а компенсація за кожним чинником є добутком систематичного ризику данного чинника і премії за ризик за цим чинником. Щодо врахування впливу кожного з J чинників, то чутливість фінансового активу до певного чинника вважають його індивідуальною характеристикою.

Теоретичні розроблення засвідчують, що АРТ враховує більше коло чинників, що зумовлюють зміни дохідності фінансового активу, порівняно із САРМ, але практичне застосування АРТ у портфельному інвестуванні гальмується багатьма нез'ясованими питаннями. Це насамперед стосується питання про кількість і сутність чинників, під впливом яких варіює дохідність фінансового активу.

Р. Ролл і С. Росс запропонували враховувати вплив на дохідність фінансових активів (простих акцій) чотирьох загальноринкових чинників (непередбачуваних змін), методика ідентифікації та кількісного вимірювання яких достатньою мірою не конкретизована. Дослідники АРТ *Е. Соренсен* та фахівці з *Salomon Brothers* висувають та вважають за доцільне врахування у АРТ більш конкретних систематичних чинників. Можна узагальнити і згрупувати чинники ризику, які пропонують враховувати в моделі АРТ за проведення на її підставі різних досліджень:

- реальні економічні чинники (темпи економічного зростання, зростання промислового виробництва та споживання енергетичних ресурсів, галузеві чинники, що є спільними для всіх виробників у певній галузі);
- грошові чинники (зміни відсоткових ставок, очікувані темпи інфляції, неочікувана інфляція);
- внутрішні чинники певної країни, які відображають відхилення в її економіці від провідних світових тенденцій.

Для оцінювання інвестиційних рішень портфельному аналітику треба з'ясувати, наскільки доцільними будуть ці рішення, чи достатньою мірою обрана стратегія відповідає інвестиційним цілям. Оцінювання управління портфелем уможливорює правильний вибір з-поміж альтернативних можливостей розміщення коштів у фінансових інструментах.

Головним критерієм ефективності управління портфелем цінних паперів є його дохідність — R за певний проміжок часу.

Дохідність портфеля можна визначити як приріст вартості на одиницю вкладень і розрахувати на підставі формули:

$$R = \frac{V_k - V_n}{V_n},$$

де V_n — вихідна ринкова вартість портфеля цінних паперів (на початок періоду); V_k — ринкова вартість портфеля цінних паперів на кінець періоду.

Однак наведена формула не враховує розміру вкладень у певний актив з відповідною дохідністю. Тому додатково аналізують показник середньозваженої дохідності портфеля цінних паперів:

$$R = \frac{\sum R_i \times V_i}{V},$$

де R — середньозважена дохідність портфеля; R_i — дохідність i -го фінансового інструмента; V_i — вкладення в i -й фінансовий інструмент; V — загальна вартість портфеля.

Як показник ефективності управління портфелем цінних паперів використовують також його середню дохідність за певний історичний період. Середня дохідність портфеля R визначається як:

$$R = \frac{\sum R_t}{T},$$

де R_t — дохідність у t -му минулому періоді, T — кількість розглянутих минулих періодів.

Проте використання тільки середньої дохідності як показника ефективності не враховує ризику інвестування. Висока дохідність портфеля може зумовлюватися високим ризиком інвестиційних рішень або впливом випадкових чинників, і не свідчити про ефективність управління. Для адекватного оцінювання ефективності управління потрібне додаткове коригування на ризикованість вкладень. Відтак оцінку ефективності управління портфелем цінних паперів можна давати на підставі порівняльного аналізу з урахуванням ризикованості реалізованих інвестиційних рішень та оцінки достатньо тривалої стабільності рівня дохідності інвестицій.

Ефективність інвестиційного портфеля на практиці визначають різними методами. Оскільки в минулому не були відомі підходи, які б одночасно поєднували дохідність і ризик, портфельні аналітики розглядали зазначені чинники ефективності ізольовано, групуючи портфелі спочатку на підставі ознаки мінливості доходів у класи з однаковим рівнем ризику, а потім у межах кожного класу порівнювали дохідність окремих портфельів.

Сьогодні відомо три основні складові оцінювання ефективності портфеля цінних паперів, здатні об'єднати дохідність і ризик — безпосередньо дохідність, стандартне відхилення і β -коефіцієнт як міри ризику. Проте оцінювання ефективності управління портфелем не можна здійснювати ізольовано (абсолютно), без порівняння з іншими реальними портфелями або ринковим (індексним) портфелем.

Відносно простими у використанні є двокритеріальні показники (коефіцієнти) оцінювання ефективності управління портфелем Трейнора та Шарпа, які враховують сукупно дохідність і ризик. Розглянемо їх по суті.

Джек Л. Трейнор (J. L. Traynor) уперше запропонував критерій (коефіцієнт), який врахував 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.

Критерій (коефіцієнт) Трейнора обчислюють за певний період, він являє собою відношення надлишкової дохідності (премії за ризик) портфеля до показника (міри) системного ризику β .

Для i -го портфеля цінних паперів він становить (T_i):

$$T_i = \frac{R_i - R_o}{\beta_i},$$

де R_i — середня дохідність i -го портфеля за певний період; R_o — безризикова дохідність; β_i — нахил (тангенс кута) «характеристичної» лінії за цей самий період (показник ризику).

Для ринкового портфеля критерій Трейнора (T_m) становить:

$$T_m = \frac{R_m - R_o}{\beta_m},$$

де R_m — середньоринкова дохідність за певний період; R_o — безризикова дохідність; β_m — тангенс кута нахилу «характеристичної» лінії ринку за цей самий період (β_m ринку = 1,0).

Вище значення критерію T_i свідчить про досконаліший склад портфеля інвестора, незалежно від його ставлення до ризику. Зазначимо, що у критерії Трейнора змінна ризику визначає лише ринковий (системний) ризик. Системний (ринковий) ризик є конче важливим, оскільки, як раніше зазначалося, індивідуальний ризик можна звести до мінімуму (елімінувати) за рахунок широкої диверсифікації портфельних інвестицій.

Вільям Шарп (W. E. Sharpe) запропонував інший критерій (коефіцієнт), подібний до критерію Трейнора, але який враховує сукупний (загальний) ризик портфеля, визначений як стандартне відхилення дохідності σ , а не тільки системний β -ризик. Розрахувати за певний період загальний ризик як стандартне відхилення дохідності за звичайною формулою вибіркового стандартного відхилення портфеля (історичного стандартного відхилення) відносно нескладно, хоча й потребує певних зусиль.

У загальному вигляді для i -го портфеля акцій **критерій (коефіцієнт) 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 — стандартне відхилення дохідності i -го портфеля.

Числівник цього рівняння визначає надлишкову дохідність (премію за ризик), знаменник — загальний ризик. Тобто критерій Шарпа визначає премію за ризик на одиницю вимірювання сукупного ризику портфеля.

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). Проте використання обох наведених коефіцієнтів (Трейнора і Шарпа) на практиці ускладнюється розрахунками дохідності ринкового портфеля на підставі біржового індексу.

Як свідчить практика, доволі поширеними є випадки, коли коефіцієнти Трейнора і Шарпа дають протилежні оцінки ефективності портфелів. Розглянемо цікавий приклад стосовно оцінювання за обома критеріями ефективності портфелів цінних паперів двох фірм із такими інвестиційними характеристиками за певний період, які наведено в табл. 6.1 [59].

Таблиця 6.1

ДАНИ ДЛЯ РОЗРАХУНКУ

Портфель акцій	Середньорічна дохідність	Стандартне відхилення дохідності	β -коефіцієнт
Портфель 1	0,25	0,1	0,95
Портфель 2	0,30	0,2	1,05

Якщо середня безризикова ставка доходу за цей період умовно становила 10 %, критерії Трейнора, визначені із використанням β -коефіцієнта як міри ризику цих портфель, дорівнюють:

$$T_1 = \frac{0,25 - 0,10}{0,95} = 0,16; \quad T_2 = \frac{0,30 - 0,10}{1,05} = 0,19,$$

а критерії Шарпа, визначені на підставі стандартного відхилення доходності як міри ризику, дорівнюють:

$$S_1 = \frac{0,25 - 0,1}{0,1} = 1,5; \quad S_2 = \frac{0,3 - 0,1}{0,2} = 1.$$

Аналізуючи отримані результати, дійдемо висновку, що згідно з критерієм Трейнора ефективнішим можна вважати другий портфель, але згідно з критерієм Шарпа ефективнішим виглядає перший портфель. У наведеному прикладі це зумовлено тим, що вартість першого портфеля набагато менш мінлива від вартості ринкового (індексного) портфеля.

Для повністю врізноманітненого портфеля (портфеля, позбавленого будь-якого диверсифікованого несистемного ризику) критерій Трейнора і критерій Шарпа збігаються, оскільки цілковита дисперсія повністю врізноманітненого портфеля є водночас системною дисперсією. Зазначені критерії доповнюють одне одного, тому їх слід використовувати в аналізі ефективності управління портфелями разом.

Теорія пропонує й інші, складніші підходи щодо оцінювання ефективності управління портфелем цінних паперів, які на практиці застосовують дуже рідко. Це насамперед *критерій Майкла Дженсена* (M. C. Jensen) і так звана *техніка декомпозиції надлишкового доходу Юджина Фами* (U. Fama).

Критерій Дженсена є подібним до наведених критеріїв. Він ґрунтований на моделі оцінювання капітальних активів (САРМ), за якою очікувана доходність за один період за будь-яким видом цінних паперів обчислюється за такою формулою:

$$R_i = R_o + \beta_i (R_m - R_o),$$

де R_i — очікувана доходність за цінним папером або портфелем; R_o — безризикова доходність; β_i — системний ризик за цінним папером або портфелем; R_m — очікувана доходність за ринковим портфелем цінних паперів із нестабільним курсом.

Припускаючи, що модель оцінювання капітальних активів емпірично справедлива, можна записати наведену формулу в термінах реалізованих ставок доходу:

$$R_i^t = R_o^t + \beta_i \times (R_m^t - R_o^t) + e_i^t.$$

Наведене рівняння показує, що реалізована доходність за цінним папером або портфелем R_i^t за певний час є лінійною функцією безризикової доходності R_o^t із

додаванням ринкової премії за ризик $(R'_m - R'_o)$, яка залежить від системного ризику β_i за цінним папером або портфелем, із додаванням випадкової помилки e'_i . Відмінувавши від обох частин рівняння безризикову дохідність R'_o , отримаємо формулу:

$$R'_i - R'_o = \beta_i \times (R'_m - R'_o) + e'_i,$$

згідно з якою премія за ризик дорівнює коефіцієнту β_i , помноженому на ринкову премію за ризик, із додаванням випадкової помилки. Якщо додатково врахувати особливу досвідченість портфельного менеджера щодо прогнозування стану ринку та вибору ефективних фінансових інструментів α_i , рівняння можна записати так:

$$R'_i - R'_o = \alpha_i + \beta_i \times (R'_m - R'_o) + e'_i.$$

Константа α_i характеризує досвідченість (інтуїцію) портфельного менеджера в прогнозуванні стану ринку цінних паперів і виборі фінансових інструментів і є мірою ефективності управління портфелем даним менеджером. Досвідчений менеджер матиме додатну константу α_i , недосвідчений — від'ємну. Константа α_i характеризує, наскільки дохідність за портфелем залежить від здатності менеджера забезпечити дохідність вищу за середню, й обирати фінансові активи, найпристосованіші до ризику.

Оцінити ефективність портфеля цінних паперів можна, скориставшись так званою широко визнаною **технікою декомпозиції надлишкового доходу**, запропонованою Фамою. Фама вдосконалив аналітичні методи, розроблені Шарпом, Трейнором і Дженсенем. Він запропонував спосіб зміцнення опору портфеля цінних паперів ринковому й диверсифікованому ризику на підставі декомпозиції надлишкового доходу. Ця техніка ґрунтується на припущенні, що під час вибору фінансових інструментів портфельні менеджери не завжди залучають всі альтернативні активи до портфелів, вони намагаються залучити переважно недооцінені ринком цінні папери і, як наслідок, частково втрачають у ефекті диверсифікації. За цієї умови недостатньо врізноманітнений портфель цінних паперів потерпає як від систематичного, так і від несистематичного ризику.

Даний метод дає можливість визначити, чи є портфель добре диверсифікованим порівняно із ринком цінних паперів. Декомпозиція ризику на окремі компоненти висвітлює слабкі й сильні боки менеджера у сфері інвестування.

Як правило, багато інвесторів намагаються пристосувати свій портфель до ринку цінних паперів. Але дехто з інвесторів не потребує широкої диверсифікації: котрі інвестують лише в акції (спекулятивні, зростаючі або зі стабільним доходом, або лише в облігації, або комбінують акції й облігації).

Зміна цілей і прераференцій інвестора та об'єму інвестиційних ресурсів, значні коливання кон'юнктури ринку, зміна ставки відсотка, розширення пропозиції фінансових активів та низка інших умов спричиняють необхідність своєчасного коригування сформованого портфеля, яка дістала назву **реструктуризації портфеля** й являє собою основний зміст процесу **оперативного управління** ним (особливо за активного підходу). Якщо наявний портфель цінних паперів дає

менше доходів, ніж інвестиції в нові активи, інвесторам доцільно придбати нові інструменти з вищою доходністю, особливо якщо визначено цінні папери, дохід від яких підвищить доходність усього портфеля без значного зростання ризику. Можливо, інвестор сформує новий портфель цінних паперів.

Послідовність етапів формування ефективного портфеля на засадах сучасної портфельної теорії та її подальших розроблень наведено на рис. 6.21.

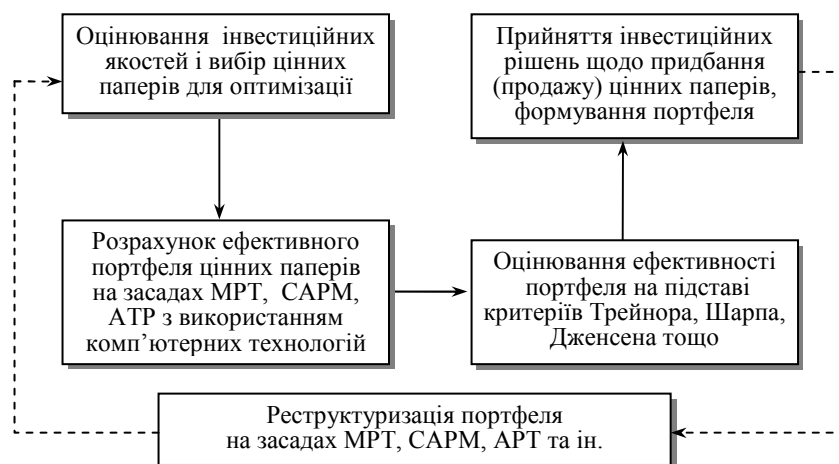


Рис. 6.21. Узагальнена схема формування ефективного портфеля на засадах використання сучасної портфельної теорії та її подальших розроблень

Резюме за змістом розділу

Управління портфелем включає формування його складу (структури) та оперативне управління (реструктуризацію) на засадах моніторингу.

Активна стратегія управління (active portfolio management) — це сукупність підходів і методів управління, що ґрунтується на припущенні щодо інформаційної неефективності фінансового ринку, існування з огляду на це можливостей пошуку точнішого оцінювання вартості цінних паперів і доцільності прогнозування майбутніх змін ринкових цін. Пасивна стратегія (модель) управління портфелем цінних паперів (passive portfolio management) ґрунтується на припущенні щодо відносної інформаційної достатності (ефективності) ринку цінних паперів.

Найефективнішим і найпоширенішим засобом боротьби проти портфельного ризику є диверсифікація активів — процес розподілу інвестиційних коштів між різними об'єктами вкладання капіталу, що безпосередньо не пов'язані між собою, з метою зниження ризику інвестування. Додаткову можливість маневрування в процесі управління диверсифікованим портфелем цінних паперів надає вибір швидко- і високоліквідних фінансових активів.

У основі сучасної портфельної теорії та її подальших розроблень лежить концепція ефективного портфеля, формування якого забезпечить інвесторові максимальний рівень доходності за прийняттого (допустимого) рівня ризику або мінімальний рівень ризику за заданої доходності. Графічним відтворенням САРМ є лінія ринку цінного папера SML, за якою можна здійснити визначення необхідної ставки доходу акції для певного прийняттого для інвестора рівня системного ризику.

Показник надлишкової доходності ринку характеризує премію за ризик у середньому по ринку або по середнім цінним паперам. Це показник додаткового доходу понад безризикову ставку, яку вимагає середній інвестор для компенсації середнього ризику. Премія за ринковий ризик залежить від міри несприйняття ризику, який в середньому по ринку впливає на дії інвесторів.



Терміни та поняття

диверсифікація, диверсифікація виробнича, індексний портфель, ринковий портфель, хеджування, «характеристична» лінія, моніторинг, критерій Трейнора, критерій Шарпа, критерій Дженсена, модель оцінювання капітальних активів.



Запитання для перевірки знань

1. У чому полягає відмінність активної та пасивної моделей управління портфелем цінних паперів?
2. Яку роль відіграє моніторинг за активної і пасивної моделей управління портфелем цінних паперів?
3. Що таке диверсифікація портфеля цінних паперів?
4. Які види диверсифікації вам відомі?
5. У чому полягають переваги диверсифікації?
6. Про який зв'язок між показниками доходності двох пакетів акцій свідчить коефіцієнт кореляції, що дорівнює -1 ; 0 ; $+1$?
7. Як визначають середню доходність та β -коефіцієнт диверсифікованого портфеля цінних паперів?
8. За якими критеріями оцінюють ліквідність портфеля цінних паперів?
9. Що являє собою операція РЕПО?
10. Як визначають критерій Трейнора та критерій Шарпа?
11. У чому полягає сутність моделі Марковіца?
12. У чому полягає сутність і який вигляд має САРМ?
13. На підставі яких даних можна побудувати лінію ринку цінного папера?
14. Як на практиці здійснюють коригування β -коефіцієнта?



Тестові завдання

Тест 1. Активна (пасивна) стратегія управління портфелем цінних паперів базується на припущенні:

- 1) про достатню ліквідність ринку;
- 2) про достатню прозорість ринку;
- 3) про достатню інформаційну ефективність ринку;
- 4) про недостатню інформаційну ефективність ринку;
- 5) про необхідність диверсифікації активів.

Тест 2. Коваріація застосовується для:

- 1) хеджування ризику;
- 2) порівняння напрямів змін двох змінних;
- 3) визначення біржового індексу;
- 4) розрахунку β -коефіцієнта;
- 5) аналізу ліквідності цінних паперів.

Тест 3. У яких межах змінюється коефіцієнт кореляції:

- | | | |
|------------------|-----------------------|---------------------------|
| 1) від 0 до 10; | 3) від -1 до 0; | 5) від 0 до $+1$; |
| 2) від 1 до 100; | 4) від -1 до $+1$; | 6) від $-0,5$ до $+0,5$? |

Тест 4. На підставі яких даних розраховують критерії ефективності управління портфелем цінних паперів (знайдіть відповідність):

- а) коефіцієнт Трейнора; б) коефіцієнт Шарпа.
- 1) премія за ліквідність;
 - 2) надлишкова дохідність фінансового активу;
 - 3) β -коефіцієнт;
 - 4) середньоквадратичне відхилення;
 - 5) безризикова ставка доходу;
 - 6) середньоринкова дохідність;
 - 7) необхідна ставка доходу?

Тест 5. Як розраховують середньоринкову дохідність у CAPM:

- 1) на підставі коефіцієнта Шарпа;
- 2) на підставі ринкового індекса;
- 3) як середньоквадратичне відхилення;
- 4) як надлишкову дохідність ринку;
- 5) на підставі кривої дохідності?

Тест 6. На підставі CAPM визначається:

- 1) ринковий індекс;
- 2) безризикова ставка доходу;
- 3) необхідна ставка доходу;
- 4) β -ризик диверсифікованого портфеля цінних паперів;
- 5) ліквідність фінансового активу.



Типові задачі

Задача 1. Інвестиційний фонд має у власному портфелі цінних паперів такі фінансові активи (табл.)

Таблиця

Фірма-емітент	Загальна ринкова вартість активів, у.о.	Ставка доходу, %	β -коефіцієнт
Джін Роу	8000	25,1	1,15
Нью Летр	50 000	17,0	1,51
Дініт	2000	12,0	1,1
Райзл	25 000	8,5	0,95
Крайтон	7000	28,9	1,5
Емпірік	25 000	14,5	0,9
Зінгер	26 000	7,5	0,85
Сетнік	50 000	9,2	1,15

Визначити дохідність і β -коефіцієнт портфеля.

Задача 2. Недержавний пенсійний фонд на початку року придбав 1560 акцій компанії «Дана» за ціною 25 грн, 2000 акцій компанії «Степс» за ціною 100 грн, а також 3560 акцій компанії «Уоркер» за ціною 75 грн за кожен. На кінець року ринкова вартість акцій цих емітентів була відповідно 27, 105, 86 грн. Величина дивідендів за цей період становить відповідно 2, 7, 5 грн.

Визначити:

Повну дохідність кожного з фінансових інструментів.

Який дохід отримав недержавний пенсійний фонд упродовж року?

Задача 3. На засадах моделі оцінювання капітальних активів побудувати лінію ринку цінного папера SML, якщо ставка доходу акцій за біржовим індексом дорівнює 22,3 %.

Яку додаткову інформацію беруть до уваги при побудові SML?

Якою буде необхідна ставка доходу цінного папера, якщо ринковий ризик β дорівнюватиме: 1) 0,87; 2) 1,16; 3) 1,0; 4) 1,21?

Показати схематично на графіку.

Задача 4. Інвестиційний менеджер страхової компанії придбав для портфеля цінних паперів акції компаній «Джеррі» (42,23 % вартості портфеля) і «Кайстлер» ставкою доходу відповідно 21,6 % та 13,4 %. Залучивши за рік додатково акції компаній «Модре Ойл» і «Ернст», мене-

джер реструктуризував портфель, фінансові активи якого забезпечили таку дохідність:

Емітенти	Частка у вартості портфеля	Ставка доходу, %
Джеррі	0,32	37,5
Кайстлер	0,22	15,3
Модре Ойл	0,28	19,4
Ернст	?	32,5

Визначити, як змінилася за рік дохідність портфеля цінних паперів. Навести розрахунки. Зробити висновки. Оцінити доцільність дій інвестиційного менеджера страхової компанії.

Задача 5. Інвестор володіє портфелем цінних паперів, 26,45 % вартості якого становлять акції компанії «Джой» ставкою доходу 26,5 %, 34,3 % — акції «Ватель» дохідністю 35,5 %, 19,2 % — акції «Кейт» дохідністю 15,7 %, решта — державні цінні папери ставкою доходу 8 %. Визначити дохідність портфеля.

Якою буде дохідність портфеля, якщо інвестор на 10 % вартості портфеля продасть фінансові активи із найнижчою дохідністю, а на заміну придбає цінні папери ставкою доходу 28,6 %? Дати пояснення.

Задача 6. Визначити β -коефіцієнт портфеля цінних паперів, якщо до його складу входять акції компанії Z (18,53 % вартості портфеля) з $\beta_z = 1,11$, компанії R (46,11 % вартості) з $\beta_r = 0,89$ і компанії P з $\beta_p = 0,99$. Надати тлумачення β як показника ризику. Як зміниться β -коефіцієнт портфеля, якщо:

- 1) β_z складатиме 0,996;
- 2) у наступному році 45 % вартості акцій компанії R буде замінено на акції компанії C із системним ризиком 1,15?

Що означає, якщо у цінного папера: $\beta > 1$; $\beta = 1$; $\beta = 0$; $0 < \beta < 1$.



Завдання для індивідуальної роботи

1. Визначити умови використання моделі оцінювання капітальних активів в Україні.

2. Дослідити особливості організації комплексного моніторингу у портфельному інвестуванні на прикладі конкретного інституційного інвестора.

3. Залучивши додаткові літературні джерела, дослідити, які методи розрахунку β -коефіцієнта застосовують у практиці портфельного інвестування інституційні інвестори Заходу.

4. Дослідити особливості моделі «Квазі-Шарп», практику і перспективи її застосування в Україні.



Рекомендована література

1. *Баффет У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями : Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
2. *Брігхем С. Р.* Основи фінансового менеджменту. — К.: КП «Вазак», 1997.
3. *Мертенс А.* Инвестиции : Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киев. инвест. агентство, 1997.
4. Портфельне інвестування : Навчально-методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004.
5. *Савчук В. Г.* Финансовый менеджмент предприятий : Прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. — К.: Максимум, 2001.
6. *Хагстрем Р. Г.* Путь Уоррена Баффета. Стратегии инвестиций величайшего в мире инвестора : Пер. с англ. — М.: Лори, 2000.
7. Харрисон М. Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально : Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2008.
8. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции / Пер с англ. — М.: Инфра-М, 2001.



- 7.1. Ринок цінних паперів: поняття, види та структура
- 7.2. Діяльність фондових бірж
- 7.3. Ринок первинного публічного розміщення цінних паперів (ІРО)
- 7.4. Тенденції у розвитку ринку цінних паперів за умов глобалізації

◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**

- структуру ринку цінних паперів, загальні принципи його функціонування, загальноринкові та допоміжні функції ринку цінних паперів;
- особливості обігу цінних паперів на первинному та вторинному ринку цінних паперів;
- специфіку та призначення організованого і неорганізованого ринків цінних паперів;
- призначення й основні засади діяльності фондових бірж та позабіржових торгових майданчиків;
- характеристику фондових ринків окремих розвинених країн;
- значення та види фондових індексів;
- задачі і принципи ІРО;
- критерії вибору майданчиків для ІРО;
- найважливіші тенденції у розвитку ринку цінних паперів,

◆ **а також УМІТИ:**

- аналізувати стан та визначати тенденції розвитку вітчизняного та світового ринку цінних паперів;
- проводити статистичні дослідження індикаторів фондового ринку та здійснювати їх оцінювання;
- брати участь у підготовці ІРО;
- керуватися загальними тенденціями в розвитку ринку цінних паперів при визначенні пріоритетів у діяльності портфельного інвестора.

7.1. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОНЯТТЯ, ВИДИ ТА СТРУКТУРА

Ринок цінних паперів як необхідний сегмент економічної системи держави відіграє важливу роль у ринковій моделі розвитку національної економіки. На ринку цінних паперів здійснюється трансформація грошового капіталу в цінні папери, які на сучасному етапі стають одним із головних інструментів залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарської діяльності.

Для здійснення поділу фінансового ринку на певні сектори необхідно враховувати, що будь-яка класифікація є досить умовною і все залежить від того, якій ознаці віддають перевагу.

Більшість дослідників вважають, що **фінансовий ринок** складається із грошового ринку та ринку капіталів. При цьому враховують часову ознаку.

На *грошовому ринку* здійснюються в основному короткострокові (від одного дня до одного року) депозитно-позикові операції, що обслуговують головним чином рух оборотного капіталу фірм, короткострокових ресурсів банків, установ, держави та приватних осіб. Основними інструментами цього сегмента фінансового ринку є векселі, ощадні і депозитні сертифікати, банківські акцепти. На думку дослідників, грошовий ринок складається із:

1) облікового ринку — частини грошового ринку, де короткострокові грошові кошти перерозподіляються між кредитними інститутами;

2) міжбанківського ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси кредитних установ залучаються і розміщуються банками між собою, переважно у формі міжбанківських депозитів на короткі терміни;

3) валютного ринку, на якому встановлюються правові й економічні взаємовідносини між покупцями та продавцями валют.

Ринок капіталів — це сегмент фінансового ринку, на якому продають та купують довгострокові кредитні ресурси, а також цінні папери із тривалістю обігу понад рік. Функціонування цього ринку дає змогу суб'єктам господарської діяльності залучити фінансові ресурси для реалізації насамперед власних інвестиційних проектів.

Ринок цінних паперів включає частину грошового ринку, а саме обіг цінних паперів із терміном дії до одного року (банківські акцепти, депозитні сертифікати, короткострокові облігації), та частину ринку капіталів, на якому обертаються довгострокові цінні папери терміном понад рік (акції, довгострокові облігації). При цьому фінансові інструменти ринку цінних паперів мають можливість вільного обігу, що відрізняє його від кредитного ринку. Так, Я. М. Міркін наводить схему фінансового ринку, яку зображено на рис. 7.1.

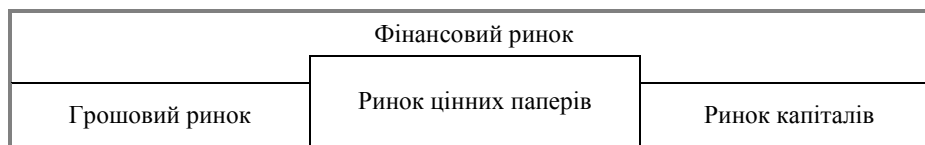


Рис. 7.1. Схема фінансового ринку

Ринок цінних паперів є складовою всього фінансового ринку. Частина цього ринку із грошового сегмента обслуговує поточний оборотний капітал, а частина цінних паперів із сегмента ринку капіталів набуває форми інвестицій і є джерелом основного промислового капіталу. Ринок цінних паперів містить й інші складові, а саме: частину товарного ринку, на якому здійснюється обіг цінних паперів, що призначені для прискорення розрахунків у процесі товарних відносин між суб'єктами економіки (складські свідоцтва, коносаменти); ринок цінних паперів другого порядку (деривативів), який включає інструменти як фінансового ринку (деривативи, де базовими активами є валюта, відсоткові папки та цінні папери першого порядку), так і товарного ринку (деривативи, де в ролі базових активів виступають товарні ресурси). Деривативи належать до цінних паперів другого порядку, оскільки їх основу можуть становити цінні папери грошового ринку та ринку капіталів.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» дається таке визначення: «**Фондовий ринок (ринок цінних паперів)** — це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів та похідних (деривативів)». Тобто надані в законодавстві поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» ототожнюються.

Однак останнім часом домінує підхід, за якого розрізняють поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок». Виходячи з терміну функціонування цінних паперів та функціонального призначення їх можна зазначити, що поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» не є синонімами. Фондовий ринок формує економічні відносини, пов'язані із формуванням фондів грошових ресурсів, які опосередковані капітальними цінними паперами. Поняття «ринок цінних паперів» відбиває економічні відносини, опосередковані будь-якими цінними паперами. Отже, термін «ринок цінних паперів» є узагальненим стосовно поняття «фондовий ринок». Хоча у світовій практиці домінує поняття фондовий ринок, яке вбирає в себе всі сфери та відносини, пов'язані із цінними паперами.

Об'єктивною передумовою функціонування ринку цінних паперів є розбіжність виникнення потреби у фінансових ресурсах того чи іншого суб'єкта з наявністю джерел покриття цієї потреби. Тому ринок цінних паперів існує для акумулювання тимчасово вільних коштів одних суб'єктів ринку й ефективного їх використання іншими. Його функціональне призначення — посередництво у процесі руху коштів від їхніх власників до користувачів.

Ринок цінних паперів, як і будь-який інший ринок, має певну будову (рис. 7.2).

Первинний ринок цінних паперів — сукупність правовідносин, пов'язаних із розміщенням цінних паперів. Це перша стадія реалізації цінного папера на ринку, де відбувається його продаж першим власникам (інвесторам). Обов'язковими учасниками первинного ринку є емітенти (або андеррайтер як довірена особа емітента) цінних паперів та інвестори. Процес купівлі-продажу може відбуватися як за наявності, так і без допомоги посередників. Саме на первинному ринку емітенти шляхом продажу цінних паперів залучають грошові ресурси інвесторів і використовують їх для реалізації власних цілей.

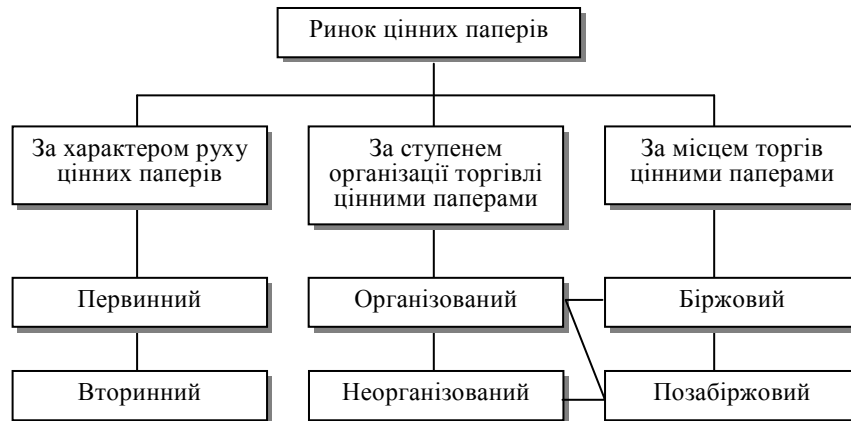


Рис. 7.2. Структура ринку цінних паперів

Вторинний ринок цінних паперів — сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів.

Вторинний ринок є ринком, де відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів та здійснюється перехід прав власності на цінні папери від першого власника до другого, третього, четвертого тощо. Тобто, на відміну від первинного ринку цінних паперів, суб'єкти правовідносин на вторинному ринку заздалегідь не визначені.

Головними цілями вторинного ринку є забезпечення можливості постійного перерозподілу власності та фінансових ресурсів, забезпечення ліквідності цінних паперів, створення сприятливих умов для швидкої реалізації власниками та придбання інвесторами цінних паперів за прийнятним курсом, що діє на ринку. Дохід від продажу цінних паперів на цьому ринку належить не емітентові, як це має місце на первинному ринку, а власникам (інвесторам або дилерам), які виступають на вторинному ринку в ролі продавців. Вторинний ринок завжди містить елемент спекуляції. Він слугує невід'ємною складовою будь-якого розвинутого ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів за рівнем організації торгівлі цінними паперами поділяють на організований та неорганізований.

Організований ринок цінних паперів (організаційно оформлений, регульований) передбачає наявність організатора торгівлі у вигляді фондової біржі (організований біржовий ринок) або позабіржової торгової системи (організований позабіржовий ринок). На організованому ринку ринкова ціна на цінні папери встановлюється під впливом попиту і пропозиції. Організований ринок складається із двох сегментів — організованого біржового та організованого позабіржового.

Призначення як біржового, так і позабіржового ринку полягає у створенні й запровадженні організаційних і технічних систем, які вможливають швидко й ефективно укладання і виконання угод купівлі-продажу цінних паперів.

Організований біржовий ринок цінних паперів — це торгівля цінними паперами, яка здійснюється на фондових біржах. Біржовий ринок пов'язують із по-

няттям фондової біржі як особливо організованого інституту ринку цінних паперів, що сприяє підвищенню мобільності капіталу і виявленню реальних ринкових цін активів.

Основною метою діяльності фондових бірж є забезпечення умов для ефективної торгівлі цінними паперами та формування справедливої ринкової ціни під впливом попиту та пропозиції. Фондова біржа як основна структура організованого ринку цінних паперів має низку характерних ознак:

- наявність централізації;
- наявність процедури лістингу, тобто відбору цінних паперів за певними критеріями для допуску на ринок;
- наявність процедури відбору учасників за певними майновими та кваліфікаційними критеріями;
- наявність публічних торгів (торговельна сесія) та часового регламенту їх проведення;
- наявність щоденного встановлення котирувань для усього ринку;
- наявність державного нагляду та регулювання.

Фондова біржа є важливим координатором розміщення цінних паперів та своєрідним економічним барометром ділової активності, виконуючи посередницьку, індикативну та регулятивну функції.

Організований позабіржовий ринок цінних паперів — це сфера обігу цінних паперів поза біржею. У світовій практиці на цьому ринку відбувається більшість первинних розміщень і торгівля цінними паперами, які не можуть торгуватися на біржі. Цей ринок у загальному обсязі неправильно було б вважати неорганізованим, оскільки в більшості країн із позабіржового обороту виокремилися організовані системи торгівлі цінними паперами, які мають комп'ютерну основу. Вони, як і біржі, мають свої правила допуску цінних паперів на ринок, відбору учасників, правила торгівлі тощо. Їхній технічний рівень іноді випереджає фондові біржі. Як приклад таких організованих торговельних систем можна навести позабіржові системи, Канадську систему позабіржової автоматизованої торгівлі (COATS), Систему автоматизованого котирування та ділінгу Сінгапурської фондової біржі (SESDAQ), Російську торгову систему (РТС). Однак, на сучасному етапі у розвитку ринку цінних паперів спостерігається зміна статусу деяких позабіржових систем на електронні біржі. В якості прикладу можна навести Національну асоціацію інвестиційних дилерів США NASDAQ та українську торгово-інформаційну систему ПФТС, які набули статусу електронної біржі.

Обидва сегменти відкривають доступ підприємствам до позикового небанківського капіталу та забезпечують можливість переміщення капіталу з однієї сфери діяльності до іншої.

Неорганізований ринок цінних паперів — це ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами поза межами офіційного організатора торгівлі, тобто біржі чи позабіржової торгової системи. Торговці цінними паперами (дилери чи брокери) укладають угоди купівлі-продажу цінних паперів через телефонні чи комп'ютерні мережі зі своїх робочих місць. На такому ринку ціна цінних паперів встановлюється за домовленістю. Іноді цей ринок називають «вуличним».

Таким чином, частина позабіржового ринку цінних паперів, на якому здійснюються операції із цінними паперами в межах позабіржових систем торгівлі, належить до організованого ринку, і лише інша частина, яка передбачає торгівлю цінними паперами за межами визнаних законодавством організаторів торгівлі, належить до неорганізованого.

Характерними ознаками неорганізованого позабіржового ринку є:

- відсутність централізації;
- відсутність фіксованого місця торгівлі цінними паперами;
- відсутність процедури лістингу, тобто відбору цінних паперів за певними критеріями для допуску на ринок;
- відсутність процедури відбору учасників за певними майновими та кваліфікаційними критеріями;
- відсутність публічних торгів і часового регламенту їх проведення;
- відсутність щоденного встановлення котирувань для всього ринку, котирування формуються за кожною угодою окремо і мають ізольований характер;
- іноді ринок перебуває поза межами державного регулювання.

В Україні поза межами організаторів торгівлі, здійснюється реалізація основної частки вперше емітованих цінних паперів і практично вся вторинна торгівля. Тобто провідні позиції посідає позабіржовий обіг на неорганізованому ринку.

В економічній літературі часто використовують такі поняття: «національний ринок цінних паперів», «міжнародний ринок цінних паперів», «світовий ринок цінних паперів».

Під *національним ринком цінних паперів* мають на увазі систему відносин і інститутів, що складається в рамках даної країни, у зв'язку з випуском і обігом цінних паперів.

Під *міжнародним ринком цінних паперів* розуміють систему відносин і інститутів, яка складається при міждержавних переміщеннях капіталу.

Під *світовим ринком цінних паперів* розуміють сукупність національних ринків цінних паперів і міжнародного ринку цінних паперів, які розглядають у взаємодії і взаємозалежності. Своєю чергою, світовий ринок цінних паперів може бути поділений на світові ринки акцій, боргових інструментів, деривативів.

Загальними *принципами* функціонування ринку цінних паперів є:

- упорядкованість — наявність «правил гри», контролю за їх виконанням;
- прозорість — ринок має відповідати умовам відкритості інформації про емітентів, угоди, стан попиту і пропозиції тощо;
- відкритість — на ринку не має бути штучних бар'єрів для входу і виходу;
- рівність можливостей — недопущення переваг будь-якого суб'єкта ринку над іншими;
- спокій — ринок не може бути «бурхливим», інакше дрібні інвестори, що є його опорою, залишать ринок;
- збалансованість — відповідність масштабів оптового ринку роздрібному.

У «Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22.09.1995 року визначено такі принципи створення і функціонування національного ринку цінних паперів:

- ◆ соціальна справедливість — забезпечення створення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів та позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів;

- ◆ надійність захисту інвесторів — створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їх майнових прав;

- ◆ регульованість — створення гнучкої й ефективної системи регулювання фондового ринку;

- ◆ контрольованість — створення надійно діючого організму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів;

- ◆ ефективність — максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективній сфері національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу та задоволенню життєвих потреб населення;

- ◆ правова впорядкованість — створення розвиненої правової інфраструктури забезпечення діяльності фондового ринку, яка чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів;

- ◆ прозорість, відкритість — забезпечення подання інвесторам повної і доступної інформації, що стосується умов випуску та обігу на ринку цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації фондового ринку;

- ◆ конкурентність — забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найвигідніше залучення вільних фінансових ресурсів та встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю дотримання правил добросовісної конкуренції учасниками фондового ринку.

Щодо основного призначення і функцій ринку цінних паперів є різні погляди, хоча певною мірою вони є взаємодоповняльними. Визначення сутності та призначення ринку цінних паперів потребує з'ясування його функцій. **Функції** ринку цінних паперів можна поділити на дві групи — загальноринкові та допоміжні.

До загальноринкових функцій належать:

- *перерозподіл грошових коштів* між галузями і сферами діяльності; територіями і країнами; населенням і підприємствами, тобто набуття заощаджень громадян виробничої форми; між державою та іншими юридичними й фізичними особами. У разі фінансування дефіциту державного і місцевих бюджетів за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної та місцевих позик та реалізації їх здійснюється перерозподіл вільних фінансових ресурсів підприємств і населення на користь держави;

- *забезпечення взаємодії покупців і продавців цінних паперів*, у результаті чого відбувається збалансування попиту і пропозиції на фінансовому ринку шляхом встановлення ринкових цін на цінні папери. На ефективному ринку формується рівноважна ціна на цінні папери, яка задовольняє всіх учасників ринку;

- *перерозподіл ризиків* — використання інструментів ринку цінних паперів (передусім так званих похідних інструментів) для захисту власників будь-яких активів (товарних, валютних, фінансових) від несприятливої для них зміни цін, вартості або дохідності цих активів. Цю функцію можна назвати функцією захисту (страхування) від ризику або, точніше, функцією хеджування. За допомогою ринку цінних паперів можна перекласти ризик зі свого активу на спекулянта, який бажає ризикнути. Таким чином, сутність хеджування полягає у перерозподілі ризиків;

- *комерційна (стимулювальна) функція* полягає в можливості отримання прибутків від операцій на ринку цінних паперів, вона забезпечує мотивацію юридичних і фізичних осіб стати учасниками ринку цінних паперів, зокрема шляхом надання права на участь в управлінні підприємством (акції), права на отримання доходу (відсотків за облігаціями, дивідендів за акціями), можливості накопичення капіталу або права стати власником майна (облігації);

- *інформаційна* — учасники ринку отримують регулярну й особливу інформацію про емітентів, а також дані про котирування тих чи інших цінних паперів.

До допоміжних функцій ринку цінних паперів можна віднести використання цінних паперів у приватизації, антикризовому управлінні, реструктуризації економіки, стабілізації грошового обігу, антиінфляційній політиці тощо.

Реалізація цих функцій здійснюється через основні елементи ринку цінних паперів, а саме через цінні папери та суб'єкти ринку.

7.2. ДІЯЛЬНІСТЬ ФОНДОВИХ БІРЖ

Сучасна фондова біржа — це ринковий інститут, що є складною комп'ютеризованою системою торгівлі та виявлення курсів цінних паперів, яка в межах своєї компетенції відповідає за впорядкування ринкових відносин з приводу цінних паперів. Нині біржі здійснюють операції функціонально різних секторів ринку цінних паперів — первинного і вторинного, кліринг, розрахунки, надають депозитарні послуги. Це дає змогу покупцям знизити витрати, а інвестори дістають можливість зменшувати ризику.

Визначаючи й узагальнюючи *засади функціонування фондової біржі*, можна зазначити такі:

- 1) забезпечення функціонування фондової біржі на постійних засадах;
- 2) створення умов щодо конкурентного ціноутворення на цінні папери та інші фінансові інструменти шляхом зосередження попиту та пропозицій на їх купівлю-продаж;
- 3) поширення (оприлюднення) інформації про цінні папери, їх ціну та умови обігу, що забезпечує прозорість ринку цінних паперів;

4) підтримка професіоналізму торгових і фінансових посередників, застосування ефективних технологій укладання біржових угод та виконання біржових контрактів, що відповідають міжнародним стандартам;

5) розроблення правил торгівлі з метою запровадження справедливих та рівних для всіх учасників біржових торгів правил поведінки, що сприятиме підтриманню цілісності та стабільності ринку цінних паперів;

6) визначення стану фондового ринку та економіки в цілому.

Проте перелічені ознаки і функції здебільшого властиві і організованому позабіржовому ринку.

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондові біржі є організаторами торгівлі на фондовому ринку і належать до професійних учасників фондового ринку.

Таким чином, фондова біржа, з одного боку, виступає організатором торгівлі цінними паперами і являє собою організаційно оформлений постійний ринок, а з іншого — фондова біржа є професійним учасником фондового ринку.

Основні завдання організатора торгівлі такі:

— створення організаційних умов для укладання договорів із цінними паперами шляхом котирування цінних паперів на підставі даних попиту та пропозиції;

— забезпечення проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами;

— забезпечення централізованого укладання і виконання договорів з цінними паперами шляхом застосування заходів з боку біржі та висунення вимог щодо учасників торгів (здійснення клірингу та розрахунків за договорами);

— розв'язання спорів між членами організації торгівлі.

До фондової біржі як до професійного учасника фондового ринку з організації торгівлі на фондовому ринку застосовують певні вимоги та норми, які регламентовані Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», Положенням про функціонування фондових бірж та Ліцензійними умовами провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку.

Для здійснення діяльності з організації торгівлі фондовій біржі необхідно отримати ліцензію, яка видається ДКЦПФР, та підтримувати власний капітал у розмірі, не меншому ніж 3 мільйони гривень. Для фондових бірж, які разом з організацією торгівлі здійснюють кліринг та розрахунки за договорами щодо похідних (деривативів), цей розмір має бути не меншим за 6 мільйонів гривень. На момент отримання ліцензії статутний капітал має бути повністю сплачений.

Для утворення фондової біржі необхідні не менш як двадцять засновників — торговців цінними паперами, які мають ліцензію на право здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднань, що налічує не менш як двадцять торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними паперами не може перевищувати 5 % статутного капіталу фондової біржі. Формування статутного капіталу фондової біржі, а також наявність в її активах недержавних цінних паперів не дозволяється, за винятком володіння акціями

депозитарію. Частка короткострокових та середньострокових державних цінних паперів не має перевищувати 30 % вартості активів.

В Україні фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства із додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. Тобто фондові біржі можуть утворюватись як акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю та дочірні підприємства об'єднання торговців цінними паперами.

У більшості випадків фондові біржі функціонували як неприбуткові організації, які існують за рахунок членських внесків. Однак у зв'язку зі швидким розвитком електронних технологій та посиленням конкуренції, що вимагає постійної модернізації й удосконалення діяльності фондових бірж, спостерігається певна тенденція комерціалізації фондових бірж, тобто збільшення фондових бірж, які утворюються у формі акціонерних товариств. Це дає змогу залучати кошти за рахунок емісії акцій, отримувати прибуток і спрямовувати його на розвиток біржі. Так, від середини 1980-х років європейські й американські біржі почали перетворюватися на акціонерні товариства. На початку 1999 року Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) і NASDAQ стали прибутковими організаціями. Процес акціонування перетворив біржу на альянс із комп'ютерними гігантами Microsoft, Intel, Cisco Systems Inc. і Dell Computer Corp. Те саме відбувається із Лондонською фондовою біржею та німецькими біржами.

Більшість фондових бірж у РФ засновані як акціонерні товариства. Акціонерна форма функціонування дає змогу здійснювати об'єднання та злиття фондових бірж, що сприяє концентрації ринку цінних паперів. Упродовж останніх десятиліть спостерігаються масові об'єднання на фондовому ринку. У 2006 році NYSE завершила злиття з електронною біржею Archipelago holdings. У 2007 році відбулося злиття Нью-Йоркської фондової біржі з європейською фондовою біржею Euronext.

В Україні діяльність фондових бірж має некомерційний характер і отриманий прибуток спрямовується на її розвиток і не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Залишок нерозподіленого прибутку у разі його наявності за підсумками року капіталізується, тобто спрямовується на поповнення статутного капіталу. Джерелом доходів біржі є комісійний збір з кожної угоди, а також членські внески, плата за доступ до торгів, продаж біржової інформації тощо. Членами фондової біржі можуть бути тільки торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право здійснення професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі.

Торгівля на біржі здійснюється за правилами фондової біржі, які затверджуються біржовою радою та реєструються ДКЦПФР.

Для торгівлі та котирування на фондовій біржі цінні папери мають отримати допуск до торгівлі шляхом включення їх до біржового списку, тобто пройти процедуру *лістингу*. Така процедура допуску в різних країнах має різні назви. Так, в англомовних країнах і в Україні вона називається лістингом, у Франції — інтрадукцією, а в Німеччині — допуском. Таким чином, лістинг являє собою

систему підтримки ринку цінних паперів, яка створює сприятливі умови для його організації, дає змогу виявити надійніші та якісніші цінні папери і сприяє підвищенню їх ліквідності.

До **функцій лістингу** можна віднести:

- відбір найбільш інвестиційно привабливих цінних паперів;
- забезпечення ліквідності цінних паперів (здатність перетворюватися на грошові кошти у мінімальні терміни і з мінімальними втратами). Ліквідність визначається наявністю на ринку попиту та пропозиції на цінні папери й активністю торгівлі цінними паперами (мінімальні кількість та обсяг угод із цінними паперами впродовж певного періоду). Важливе значення у світовій практиці для підтримання належної активності ринку та визначення ціни цінного папера має показник *free-float*, який показує приблизну кількість акцій емітента у вільному обігу на ринку цінних паперів (питома вага акцій у загальному обсязі емітованих акцій компанії, крім акцій, що належать інвесторам, які тримають понад 5 % усіх акцій компанії — (засновники, керівництво, інсайдери, стратегічні власники акцій), оскільки вважається, що вони тримають цінні папери тривалий час, та акцій із обмеженим обігом);
- інформування інвесторів щодо якості цінних паперів. Лістинг — це своєрідний рейтинг цінних паперів щодо їхньої якості.

За угодами з цінними паперами, які пройшли процедуру лістингу, біржа несе відповідальність у плані їх законності й надійності. Компанія намагається потрапити до біржового списку, оскільки це забезпечує низку переваг:

- біржа гарантує відсутність зловживань із цінними паперами;
- інвестори можуть отримати достовірну інформацію щодо емітентів цінних паперів;
- такі цінні папери є високоліквідними, і компаніям легше отримувати кредити та реалізовувати нові випуски цінних паперів на первинному ринку;
- покупцям таких цінних паперів легше використовувати їх як забезпечення.

Кожна фондова біржа встановлює власний порядок лістингу, в якому зазначають лістингові вимоги щодо цінних паперів, допущених до котирування, та їх емітентів. В Україні впорядковано процедуру лістингу і встановлено мінімальні вимоги щодо унесення та перебування цінних паперів у котирувальному списку (Положенням про функціонування фондових бірж від 19.12.2006 року № 1542). Однак кожна фондова біржа може встановлювати додаткові, жорсткіші вимоги, ніж мінімально необхідні для внесення та перебування цінних паперів у біржовому реєстрі.

Основними критеріями, за якими ухвалюють рішення щодо включення цінних паперів до котирувального листа біржового реєстру, є: термін функціонування емітента на ринку, вартість його чистих активів, річний дохід від реалізації, наявність збитків, ринкова капіталізація у разі випуску акцій, кількість біржових угод за певний період, загальна кількість акціонерів тощо.

Ухвалена 2005 року директива ЄС щодо стандартів емісії встановила єдині вимоги щодо лістингу по всій Європі. Відтепер компанія-емітент, яка зареєструвала проспект емісії у будь-якій країні ЄС (*home member state*), має право розміщувати цінні папери на будь-якій із бірж.

Чим вищий рівень організації ринку, тим жорсткіші обмеження щодо якості цінних паперів, офіційно включених до котирувального бюлетеня.

За законодавством України цінні папери в біржовому списку розміщують за двома категоріями:

- лістингові цінні папери (які пройшли процедуру лістингу та внесені до біржового реєстру за відповідним рівнем лістингу);
- позалістингові цінні папери (які допущені до торгівлі без внесення до біржового реєстру).

Біржовий список складається з:

а) біржового реєстру, який передбачає два котирувальні списки (рівня лістингу) лістингових цінних паперів:

- котирувальний список «А» (перший рівень лістингу);
- котирувальний список «Б» (другий рівень лістингу);

б) списку позалістингових цінних паперів.

Щоб отримати категорію лістингових цінних паперів акції, як мінімум 6 місяців мають торгуватися в категорії позалістингових, щоб мати ринкові котирування.

Інформація щодо цінних паперів, які пройшли процедуру лістингу, обов'язково оприлюднюється на власному веб-сайті фондової біржі (у цілодобовому режимі) або в періодичному друкованому виданні фондової біржі чи офіційному друкованому виданні ДКЦПФР.

Для захисту інтересів інвесторів біржа може тимчасово чи назавжди виключити цінні папери із біржового списку, здійснити процедуру *делістингу*.

Фондова біржа може прийняти рішення щодо повторного включення емітента в офіційний біржовий список після попереднього виключення. Така процедура має назву *релістингу*.

Слід зазначити, що згідно із Законом України «Про податок на додану вартість» предметом торгівлі на біржі можуть бути цінні папери тільки в бездокументарній формі, які зберігаються на рахунках у зберігачів у депозитаріях, що обслуговують дану фондову біржу. Тому векселя, які мають винятково документарну форму, не можуть бути об'єктами біржової торгівлі. На фондових біржах також не здійснюються операції з акціями приватних акціонерних товариств, оскільки розміщення їх є закритим (приватним) серед заздалегідь визначеного кола осіб.

На біржах використовують різні біржові технології. Найпоширенішим є ринок заявок та ринок котирувань. *Ринок заявок* — режим торгів, за яким укладання біржових контрактів здійснюється на підставі зустрічних заявок, що не передбачає можливості коригування таких заявок; *ринок котирувань* — режим торгів, за яким укладання біржових контрактів здійснюється на засадах обміну пропозиціями учасників торгів, що передбачає можливість коригування такої пропозиції.

Ці технології активно застосовують на фондовій біржі (далі — ФБ ПФТС).

«*Ринок заявок*» — технологія торгівлі, побудована за принципом Order-Driven Market. Ця біржова технологія:

- дає можливість учасникам торгів виводити на ринок не одну, а велику кількість різнотипних заявок на купівлю/продаж;

- передбачає автоматичне укладання угод при перехрещенні умов зустрічних заявок, що дає змогу багаторазово впродовж одного дня купувати і продавати ті самі цінні папери;
- гарантує проведення розрахунків за угодами день у день за рахунок 100 % депонування цінних паперів та грошових коштів.

Торги на «Ринку заявок» ФБ ПФТС проводять із високоліквідними акціями («блакитними фішками») в режимі анонімної торгівлі за принципом безперервного подвійного аукціону зустрічних заявок за технологією «Поставка проти платежу» ($T + 0$) із попереднім 100 % депонуванням цінних паперів на рахунках зберігачів у депозитарії та грошових коштів на рахунку депозитарію в Національному банку України. Такий принцип депонування дає змогу ПФТС контролювати наявність активів (цінних паперів та грошових коштів) у учасників торгів, чим усувається ризик невиконання угод.

«Ринок котирувань» — ринок ФБ ПФТС, побудований за принципом Quote-Driven Market — ринку конкурентних твердих котирувань. Торги на цьому ринку відбуваються щоденно в режимі он-лайн.

На базі цін, що формуються на «Ринку котирувань» ФБ ПФТС, від 1 жовтня 1997 року розраховують офіційний індикатор біржі — індекс ПФТС, який є головним показником розвитку ринку цінних паперів України, визнаним не тільки в межах нашої держави, а й за кордоном.

Важливим моментом у біржовій торгівлі є встановлення ринкових цін (*біржового курсу*), які слугують орієнтиром для цін конкретних біржових угод. Законодавство не фіксує порядок встановлення біржових курсів, такий порядок встановлюється біржею самостійно.

Процедуру визначення ринкової ціни цінних паперів називають *котируванням*, вона передбачає зіставлення лімітів цін заявок учасників торгів на купівлю та продаж цінних паперів і визначення оптимальної ціни, за якої виконується найбільша кількість заявок. Залежно від виду подвійного аукціону (коли конкурують і продавці, і покупці цінних паперів) розрізняють фіксингове котирування при онкольному аукціоні та постійне котирування при безперервному аукціоні. При *фіксинговому котируванні* ціна встановлюється шляхом накопичення замовлень на купівлю і продаж цінних паперів упродовж певного терміну та зіставлення їх. По завершенні біржового дня встановлюється курс рівноваги, за яким можуть бути виконані більшість угод. Усі угоди з купівлі-продажу укладаються за цим біржовим курсом — «курсом дня». *Постійне котирування* (мультифіксинг) передбачає постійне зіставлення замовлень на купівлю та продаж певного цінного папера (цінних паперів) упродовж торговельної сесії. Протягом дня існує безліч курсів, за якими виконуються замовлення.

На біржі для прийняття інвестиційних рішень визначають і оприлюднюють різні *види ринкових цін на цінні папери*.

Ціна відкриття для кожного цінного папера — це ціна, за якою укладено першу угоду протягом торгового дня; доволі часто це може бути ціна закриття попередньої торговельної сесії.

Максимальна та мінімальна ціни показують відповідно найбільшу та найменшу ціну угоди впродовж торгового дня. Чим більша різниця між їхніми значеннями, тим вище волатильність. *Волатильність* — це рівень коливання ціни. Чим вище цей показник, тим більш ризикованими вважаються торги по цінному паперу.

Ціною закриття торговельної сесії є ціна останньої угоди за певним цінним папером упродовж торгового дня. Вона є найбільш інформативною, оскільки в ній міститься вся інформація за підсумками дня. Саме за цією ціною будують різноманітні графіки в аналітичних матеріалах.

На діаграмі (рис. 7.3), що схематично відображає зміни цін на фондовій біржі впродовж робочого дня (торгової сесії), надається графічне тлумачення деяких зазначених видів ринкових цін. *Середньозважена ціна* розраховується на підставі даних щодо ціни та обсягу біржових угод за кожним цінним папером. Вона обчислюється за формулою середньозваженої, коли ціна за кожною угодою зважується на частку цінних паперів, проданих за цією ціною в загальному обсязі проданих цінних паперів. Ціну, за якою продаватиметься найбільша кількість акцій, а попит і пропозиція збігатимуться чи максимально наблизатимуться одне до одного, вважають *ціною «за курсом дня»* (загальноприйняте скорочення — «ЗКД»). Ціну угоди «за курсом дня» ще називають «кращою» ціною.

Для з'ясування механізму встановлення ринкової ціни (біржового курсу) розглянемо принципову схему заповнення умовного листку котирувань (табл. 7.1) згідно із замовленнями на купівлю акцій певного емітента. У листку котирувань для наочності відображено процес зіставлення кількості акцій, можливих до реалізації за запропонованими цінами. Стовпчик «Курс» заповнюється за спадною ціною (згори донизу); стовпчик «Купівля» заповнюється згори донизу, «Продаж» — знизу догори. Курсом дня вважається курс, який відповідає максимальному значенню у стовпчику «Може бути обмінено».



Рис. 7.3. Зміни цін на цінні папери упродовж робочого дня біржі

Таблиця 7.1

ЛИСТОК КОТИРУВАНЬ

Купівля		Курс, грн	Продаж		Може бути обмінено	Залишилося необміненим
Кількість за даним курсом, шт.	Кількість сукупна, шт.		Кількість за даним курсом, шт.	Кількість сукупна, шт.		
		ЗКД				
		ЗКД				

Така позиція у стовпчику «Курс», за якої найбільша кількість акцій буде продаватися, а попит і пропозиція максимально наблизяться одне до одного, характеризуватиметься найбільшим обігом, який тільки можливий на цих біржових торгах, і є *курсом дня*. Слід зазначити, що таку технологію визначення біржового курсу «курсу дня» застосовують за фікстингового котирування при онкольному аукціоні.

У процесі торгів за кожним цінним папером визначають ціни *BID* та *ASK*. *BID* (ціна попиту) — найкраща котировка на покупку. За цією ціною можна продавати свій цінний папір. *ASK* (ціна пропозиції) — найкраща котировка на продаж, за якою можна купити свій цінний папір. Ціна *BID* завжди нижча за ціну *ASK*. Тому придбавши акцію, інвесторові доведеться чекати, поки ціни зростуть, щоб мати можливість продати бодай із нульовим прибутком. Між ними перебуває дійсна ціна виконання угод, тобто ціна реального продажу, яка і є ринковою ціною. За умов великого попиту ринкова ціна може дорівнювати ціні пропозиції, а за умов надвеликої пропозиції — ціні попиту. Різницю між *BID* та *ASK* називають *спредом*. Спред — різниця між найкращою ціною, яка міститься в пропозиції на продаж, та найкращою ціною, яка міститься в пропозиції на купівлю цінних паперів та інших фінансових інструментів, і визначається впродовж однієї торговельної сесії. Розраховують спред вертикальний і горизонтальний. Спред також може відобразити рівень ліквідності цінних паперів. Чим вищий спред, тим нижчою є ліквідність. Для забезпечення ліквідності ринку на біржах зазвичай встановлюють максимально допустимий розмір спреду.

Біржова угода — це зафіксоване фондовою біржею виникнення в учасників біржових торгів прав і зобов'язань щодо купівлі-продажу цінних паперів, які виникають при зіставленні суттєвих умов зустрічних заявок цих учасників торгів.

Ринкова ціна (біржовий курс) цінних паперів на фондових біржах України визначається за результатами біржових торгів на підставі *виконаних* біржових контрактів, у яких передбачено, що термін їх виконання не перевищує трьох днів від моменту їх укладання. Слід зазначити, що тривалий час визначення біржового курсу відбувалося на підставі укладених біржових угод, тобто в розрахунок біржового курсу потрапляли дані за угодами, які згодом могли бути й не виконані. У середньому виконується 50—70 % укладених угод.

На фондових біржах світу й у практиці українських біржових операцій допускаються до виконання такі **види біржових угод**: касові угоди; строкові угоди.

Касові угоди (угоди спот) означають, що оплату куплених цінних паперів здійснюють у день здійснення угоди за курсом дня здійснення угоди. Розрахунковий період визначається як $T + N$, де T — день укладання угоди, N — кількість робочих днів, протягом яких мають бути здійснені кліринг та розрахунки за укладеними біржовими контрактами. Як стандарт для міжнародних фондових ринків «Групою 30-ти» рекомендовано здійснення біржових угод у термін $T + 3$ (через 2 робочі дні після укладання угоди). Основна мета в подальшому — досягнення виконання у термін $T + 1$. На Франкфуртській фондовій біржі встановлено максимальний розрахунковий період $T + 2$, на українських біржах — $T + 3$, на Нью-Йоркській біржі — $T + 5$.

Сутність *строкових операцій* полягає в тому, що кінцевий грошовий розрахунок за угодою здійснюють в майбутньому в термін, за ціною та на умовах, зафіксованих у момент укладання угоди. Строкові контракти належать до похідних фінансових інструментів (деривативів).

Біржові угоди укладають на підставі біржових заявок, що являють собою оголошену учасником біржових торгів пропозицію на купівлю чи продаж цінних паперів, яка містить всі суттєві умови угоди. Правилами проведення торгів на біржі встановлюється мінімальна кількість цінних паперів чи їхня вартість (лот), яка може бути подана в заявці.

В Україні допуск до біржових торгів на фондовій біржі мають учасники біржових торгів, які є членами фондової біржі. Членами фондової біржі можуть бути винятково торговці цінними паперами, які мають відповідну ліцензію на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з торгівлі цінними паперами, й отримали цей статус у порядку, встановленому фондовою біржею. Порядок передбачає, що член біржи має бути власником біржового місця чи набути в користування біржове місце на термін, не менш як рік на підставі договору з особою, якій належить біржове місце (оренда біржового місця). Кожен учасник біржових торгів (брокер/дилер) має уповноваженого представника (трейдера) — фізичну особу, яка на підставі довіреності учасника біржі здійснює дилерські чи брокерські операції. Уповноважений представник оголошує заявки та укладає біржові угоди від імені учасника торгів. Трейдеру для здійснення такої діяльності потрібен сертифікат на право торгівлі.

У випадках, передбачених законодавством, учасниками біржових торгів можуть бути не тільки члени біржі, а й інші особи, державні органи влади (ФДМУ — при здійсненні операцій з приватизаційними цінними паперами та НБУ — з державними цінними паперами).

Особи, які не є членами фондової біржі, можуть купувати цінні папери та інші фінансові інструменти на торгах шляхом укладання з членом біржі відповідних договорів комісії або договорів доручення. Інвесторові для придбання цінних паперів на фондовій біржі необхідно обрати брокера (згідно з чинним законодавством — це торговець цінними паперами, який має ліцензію на здійснення брокерської діяльності) та укласти з ним угоду на брокерське обслугову-

вання. Далі інвесторові необхідно відкрити рахунок у цінних паперах у зберігача, переказати гроші та виконати інші дії.

Для проведення операцій із цінними паперами брокер використовує різні **накази**. Вибір наказу залежить від того, яку мету ставить перед собою інвестор і що він очікує отримати від угоди. Існують три основні види наказів: ринковий (доручення на купівлю або продаж за поточною ринковою ціною), лімітований (доручення на купівлю за ціною, що не вище обумовленої, або продаж за ціною, що не нижче обумовленої) і стоп-наказ (доручення на купівлю або продаж, яке за можливості має бути реалізоване, щойно ринкова ціна цінних паперів сягне раніше зумовленої клієнтом величини).

В Україні позабіржові угоди на організованому ринку мають здійснюватися в межах торговельно-інформаційних систем (ТІС), створених торговцями цінними паперами. *Торговельно-інформаційною системою* визнається юридична особа, яка здійснює діяльність з організації торгівлі на позабіржовому ринку та володіє або управляє електронною торговельно-інформаційною мережею (ЕТІМ) чи іншою системою засобів, що вможливує обмін пропозиціями купівлі та продажу цінних паперів. Донедавна найвідомішим представником організованого позабіржового ринку була Перша фондова торговельна системи (ПФТС). Однак відповідно до змін у законодавстві організаторами торгівлі на фондовому ринку визначено винятково фондові біржі. Тому всі наявні в Україні ТІС за бажання продовжити діяльність на фондовому ринку мають реорганізуватися у фондові біржі із виконанням відповідних вимог або ж припинити діяльність. Останнім часом ПФТС уже перетворилася на електронну фондову біржу. Інші ТІС перебувають на етапі зміни свого статусу. Таким чином, в Україні організаційно оформлений позабіржовий ринок майже припинив свою діяльність, приєднавшись до біржового.

У 2009 році на ринку цінних паперів України діяло десять фондових бірж — Закрите акціонерне товариство «Українська фондова біржа» (УФБ), Відкрите акціонерне товариство «Київська міжнародна фондова біржа» (КМФБ), Дочірнє підприємство «Фондова біржа ПФТС» (ФБ ПФТС), Закрите акціонерне товариство «Українська міжбанківська валютна біржа» (УМВБ), Закрите акціонерне товариство «Фондова біржа «ІННЕКС», Закрите акціонерне товариство «Придніпровська фондова біржа» (ПФБ), Закрите акціонерне товариство «Українська Міжнародна Фондова Біржа» (УМФБ), Відкрите акціонерне товариство «Фондова біржа «Перспектива» ФБ «Перспектива», Товариство з обмеженою відповідальністю «Східноєвропейська фондова біржа» (СЄФБ) та торговельно-інформаційні системи — Дочірнє підприємство Асоціації «Південноукраїнська торговельно-інформаційна система» — «Південь-Сервер» (ПТІС), ВАТ «Українська біржа».

З огляду на роль, яку відіграють біржі на національних ринках цінних паперів, виокремлюють країни з моно- і поліцентричними системами організації біржового фондового ринку. З цієї точки зору схарактеризуємо ринки цінних паперів окремих розвинених країн

Ринку цінних паперів **Великої Британії** історично притаманна моноцентрична модель біржової системи, за якої домінує одна фондова біржа, розташована в головному фінансовому центрі країни. Цією провідною фондовою біржею є Лондонська міжнародна фондова біржа (LSE).

Уведення на Лондонській фондовій біржі електронної торгівлі цінними паперами замість аукціонів «з голосу» та її злиття із Організацією з регулювання міжнародних цінних паперів дало змогу торгувати не лише акціями резидентів, а й цінними паперами європейських, американських і японських емітентів. До цього часу майже в усіх країнах існували жорсткі обмеження на іноземні інвестиції: наприклад, у США не могли завозитися акції нерезидентів — емітентів у Великій Британії.

Завдяки новій електронній системі торгів Лондон став одним зі світових фінансових центрів, а Лондонська фондова біржа перетворилася на Лондонську міжнародну фондову біржу (LSE), загальна капіталізація якої перевищує 3,7 трлн фунтів стерлінгів.

Вона має два майданчики: основний — Main Market і Альтернативний інвестиційний ринок — AIM. На Main Market вимоги щодо лістингу (допущення цінних паперів для торгів на біржі) доволі суворі: не менш 25 % у вільному обігу, ухвалення документів у лістинговій агенції Великої Британії (Ukla), ринкова вартість акцій, наданих до лістингу, має бути не меншою 700 тис. фунтів стерлінгів, аудирована фінансова звітність за три попередні роки. На AIM, яка має високі фінансові ресурси, котируються переважно цінні папери компаній, що розвиваються. На цьому майданчику достатньо фінансового резерву, здатного поглинути будь-яке розміщення, відносно невисока вартість послуг і вельми ліберальні умови щодо лістингу компанії — відсутність вимог до емітента щодо об'єму розміщення і надання фінансової звітності за попередні роки. Порівняно з основним майданчиком вимоги AIM є гнучкішими.

Японії теж властива моноцентрична модель біржової системи. Провідною є Токійська фондова біржа, частка якої становить 80 % усього обігу цінних паперів у країні. Емісії зазвичай відбуваються шляхом публічного розміщення цінних паперів на основі андеррайтингу. Фахівці вважають однією з головних причин високої прибутковості місцевих брокерсько-дилерських фірм те, що на Токійській фондовій біржі й досі зберігається принцип фіксованих комісійних. Біржі місцевого значення розташовані в Кіото, Хіросімі, Фукуоці та інших центрах.

У **Франції** провідною була Паризька фондова біржа, поряд з якою функціонують шість регіональних бірж. Проте сьогодні вона входить до складу першої об'єднаної Європейської біржі Euronext.

У **Польщі** почала активно діяти Варшавська фондова біржа (ВФБ), створена 1991 року як акціонерне товариство. Основним власником ВФБ є держава в особі Державного казначейства, якому належить 98,81 % її статутного капіталу. Торги на Варшавській біржі відбуваються на двох майданчиках — основному (офіційне котирування) і паралельному. Крім того, у серпні 2007 року ВФБ відкрила новий майданчик (New Connect) для залучення фінансування та вторинного обігу цінних паперів невеликих компаній. Цей майданчик функціонує поза межами регульованого ринку. Він характеризується більш ліберальними вимогами щодо лістингу та розкриття компаніями інформації, це полегшує і робить менш витратним (порівняно з основним майданчиком) вихід емітентів на біржу. New Connect є найзручнішим майданчиком для тих компаній, які ще не

відповідають усім вимогам щодо котирування цінних паперів на регульованому ринку та працюють в інноваційних секторах економіки.

Витрати на розміщення акцій та лістинг на ВФБ є меншими порівняно із провідними західноєвропейськими біржами. Кількість компаній, що перебувають у лістингу Варшавської фондової біржі, постійно збільшується. Організацією торгів на позабіржовому ринку займається компанія MTS-CeTO, одним із власників якої є ВФБ. На цьому ринку відбуваються головним чином оптові торги борговими інструментами.

Досвід показує, що країни, побудовані на федеративних засадах, історично схильні до поліцентричної системи фондових бірж. Особливістю біржової системи Німеччини є те, що фондові біржі відіграють відносно меншу роль у фінансуванні економіки, тоді як комерційні банки посіли провідне місце. Вважається, що Німеччині донедавна була властива поліцентрична біржова система, коли поряд із головною біржею в різних фінансових центрах функціонувало ще сім великих («рівноправних»). Проте роль біржі у Франкфурті-на-Майні посилюється, і невдовзі вона посяде провідне місце.

На думку фахівців, не тільки в Німеччині, а у таких країнах із поліцентричною біржовою системою, як Канада й Австралія, спостерігаються характерні ознаки переходу до моноцентричної системи.

Деякі фахівці доводять, що для **США** характерною є зміщена модель біржової системи — у головному фінансовому центрі країни Нью-Йорку розташовано дві біржі — Нью-Йоркська (NYSE) й Американська (AMEX), що їх вважають рівноправними. Регіональних бірж усього 13, із них Тихоокеанська, Філадельфійська і Бостонська в сукупності обслуговують до 10 % обігу акцій фондових бірж США.

Утім, Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) — це найбільший у світі торговельний майданчик, на якому розміщено акції близько 445 іноземних компаній із 47 країн. Загальний об'єм капіталізації сягає 21 трлн дол. Ця біржа забезпечує високу ліквідність цінних паперів.

NYSE сьогодні пропонує різні стандарти лістингу — міжнародний для нерезидентів та національний для резидентів. Вартість отримання допуску до біржового котирування визначається залежно від таких складових: у разі первинного розміщення — від 150 до 250 тис. дол. виходячи з вартості акцій, які вже перебувають в обігу; за підтримання лістингу — від 38 млн дол. (при цьому емітенти зобов'язані заплатити 930 дол. за кожен мільйон акцій, які перебувають у обігу на території США).

До утворення у США 1971 року NASDAQ (так званої електронної біржі) окремі регіональні біржі слугували головними майданчиками розміщення цінних паперів, що були емітовані дрібними компаніями. Але вони втратили своє значення із виникненням NASDAQ.

Світовий ринок цінних паперів останніх десятиліть характеризується значною динамічністю. У 2000 році шляхом злиття Амстердамської, Брюссельської та Паризької фондових бірж з'явилася перша об'єднана Європейська біржа Euronext. У 2002 році до Euronext приєдналися Лондонська міжнародна біржа ф'ючерсів та опціонів (LIFFE) і Португальська біржа (BVLP). У 2003 році

внаслідок злиття Стокгольмської та Гельсінкської бірж утворилася електронна біржа OMX AB, до якої згодом приєдналась Копенгагенська фондова біржа.

Наприкінці 2005 року вже у США утворилася NYSE Group — Нью-Йоркська фондова біржа поглинула електронну торговельну систему Archipelago. Від 2006 року розпочався процес боротьби NYSE, Deutsche Boerse та австралійського банку Masquarie і американської електронної біржі NASDAQ за Лондонську міжнародну фондову біржу. Вартість пропозиції щодо купівлі сягнула 4,4 млрд дол., але купівлі не відбулося. Тоді NASDAQ стала найбільшим акціонером Лондонської міжнародної фондової біржі, придбавши на вільному ринку 15 % її акцій за 780 млн доларів. Потім NASDAQ, витративши загалом 1,1 трлн дол., збільшила свою частку до блокувального пакета — 25,1 %, що дасть їй змогу блокувати будь-яке стратегічне рішення, але не дає права блокувати пропозиції щодо купівлі Лондонської міжнародної фондової біржі іншими акціонерами. У 2007 році відбулося злиття NYSE та Euronext NYSE. Euronext посідає перше місце у світі за капіталізацією (22,3 трлн євро (\$29,7 трлн)).

Сьогодні близько 200 фондових бірж об'єднані в Міжнародну Федерацію фондових бірж.

Для інтегрального оцінювання кон'юнктури ринку цінних паперів широкого застосування набули **індекси**. *Фондові та біржові індекси* — це спеціальні індикатори, які подають інформацію для характеристики стану та динаміки на ринку цінних паперів і розвитку національної економіки у цілому. Їх застосовують для аналізу загального руху курсів цінних паперів у динаміці. З огляду на функціональне призначення цих індикаторів слід сказати, що «фондовий індекс» — ширше за економічним змістом поняття, ніж дефініція «біржовий індекс». Так, *біржовий індекс* — це відносний показник динаміки ринкових цін цінних паперів певного організованого майданчика фондового ринку за певний проміжок часу, який функціонує на основі офіційно зареєстрованих правил ведення торгівлі. *Фондовий індекс* — це відносний показник, який характеризує зміну поточної вартості цінних паперів, які обертаються на ринку цінних паперів за певний проміжок часу.

Базовими функціями, які виконують фондові та біржові індекси, є:

- аналіз та відстеження динаміки змін на ринку цінних паперів;
- визначення інвестиційної привабливості його кон'юнктури та макроекономічної ситуації країни;
- оцінювання стану ринку акцій;
- оцінювання ефективності портфельного інвестування;
- оцінювання інвестиційної привабливості галузі;
- виступають інструментом прогнозу тенденцій та засобом хеджування й спекулятивної гри на ринку.

Індекс вимірює поточну динаміку курсів репрезентативної групи акцій порівняно з базовою величиною, що розраховувалася на певний момент у минулому. Біржові індекси є середніми, або середньозваженими показниками курсів цінних паперів, як правило, акцій різної кількості компаній, які формують індексний кошик. Зазвичай він складається з акцій компаній, що належать до різних галу-

зей промисловості та фінансової сфери. Зміну значень індексів звичайно розглядають як показник попиту на ринку.

Для розрахунку індексу необхідно визначитися з такими параметрами, як структура індексу (скільки і які акції будуть аналізуватися), метод зведення до середнього, види ваг до курсових вартостей акцій, базисне значення індексу, статистична база.

Комітети з індексів регулярно переглядають його структуру. Компанії, акції яких включено в індекс, згодом можуть бути виключені з розрахунку. Це відбувається з різних причин: або фірма за базовими показниками діяльності вже не є характерною для даної галузі, або частка самої галузі в економіці вже змінила свою вагу. Можуть бути й інші причини, у тому числі інформаційна, наприклад публікація недостатньої фінансової звітності.

Майже всі біржі мають власні системи індексів, які відображають рівень і динаміку цін на певний пакет акцій. На світовому ринку цінних паперів найвідомішими є DJIA 30 (Dow Jones Industrial Average індекс Нью-Йоркської фондової біржі); NYSE (індекс Нью-Йоркської фондової біржі); «Стандард енд Пурз» (S&P); CAC 40 (Французький біржовий індекс акцій); DAX (Німецький біржовий індекс акцій); AMEX (Major Market Index індекс Американської фондової біржі); FTSE 100 (біржовий індекс акцій у Великій Британії); Nasdaq (Американський індекс високотехнологічних компаній); Nikkei 225 (Японський біржовий індекс). Основними російськими фондовими індексами є індекси ММВБ та індекси РТС.

На ринку цінних паперів України найвідомішим індексом є індекс ПФТС. Він розраховується щоденно за результатами торгів на базі середньозважених цін за угодами із найбільш ліквідними акціями «Ринку котирувань» ПФТС. Компанією «Альфа-Капітал» розроблено фондові індекси: КАС-20 (S) — простий, КАС-20 (W) — зважений. Фахівці інвестиційної компанії «Прспект Інвестментс» розраховують ще один індекс українського ринку цінних паперів — ProU-50. Компанія «Драгон Капітал» обчислює Індекс КР-Драгон, який відображає динаміку котирувань акцій десяти найліквідніших компаній.

Методи розрахунку українських фондових індексів практично не відрізняються один від одного. Головною відмінною рисою є склад їхнього інвестиційного кошика та потужність вибірки індикаторів (набір акцій-представників), бо саме відмінність списку зумовлює різницю в значеннях індексів. У вибірці кожного з індексів переважають підприємства енергетичної галузі національної економіки, до того ж здебільшого вони є емітентами найліквідніших акцій — «блакитних фішок». Тому зараз індикатори здатні враховувати й відображати динаміку лише найліквідніших акцій ринку цінних паперів України, значна частина яких є представниками енергетичної галузі. Це свідчить про недовершеність аналітичного інструментарію для моніторингу вітчизняного ринку цінних паперів на сучасному етапі його розвитку.

Нині статистичною базою майже для всіх фондових індексів в Україні є результати торгів на ПФТС.

7.3. РИНОК ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ (ІРО)

Незалежно від того, на яких фондових ринках (біржах) бажають зареєструватися компанії для залучення зовнішнього фінансового капіталу для реалізації масштабних інвестиційних проектів, їм доведеться пройти через процедуру первинного публічного розміщення (ІРО).

Первинне публічне розміщення — англ. *Initial Public Offering (IPO)* — це випуск компанією своїх цінних паперів, як правило, акцій на ринок, для продажу широкому колу інвесторів з метою збільшення капіталу компанії.

У світовій практиці ІРО зазвичай здійснюється «молодими» компаніями, які прагнуть отримати кошти для розширення власного бізнесу. Проте незрідка великі компанії розміщують власні цінні папери з метою стати компаніями, цінні папери яких публічно продаються на біржі. Первинні публічні розміщення майже завжди є беззаперечною можливістю для наявних інвесторів заробити значні прибутки, адже їхні акції оцінюються за ринковою ціною, яка відображає очікування потенційного майбутнього зростання компанії. Для потенційних інвесторів існує ймовірність зазнати збитків та отримати значні прибутки залежно від результату діяльності компанії та кон'юнктури ринку.

Хоча термін ІРО може охоплювати первинне розміщення чи обіг будь-яких емісійних цінних паперів (акцій, облігацій, паїв і депозитарних розписок), на практиці термін ІРО застосовують переважно до акцій. Розвиток класичних ІРО припав на середину XIX ст., коли запанувала засновницька «лихоманка», тобто масове заснування промислових, будівельних і торговельних акціонерних товариств, банків, кредитних і страхових компаній, що супроводжувалося кредитною експансією й широкою емісією цінних паперів — акцій і облігацій, а отже, й біржовими спекуляціями.

Найбільший досвід проведення ІРО мають країни Західної Європи, США та Китаю. Саме на них припадає переважна частина світових ІРО в кількісному та грошовому еквіваленті (табл. 7.2).

Вихід на публічний ринок капіталу — це перехід компанії на якісно новий рівень розвитку. Цей крок дає компанії можливість не тільки відкрити широкі можливості ринку цінних паперів для компанії, а й розв'язувати низку специфічних задач, найважливішими з яких є такі:

1) *Залучення фінансових ресурсів з ринку капіталу.* Вихід на публічний ринок передовсім є інструментом фінансування подальшого розвитку компанії. Обсяги залучених коштів дозволяють компаніям реалізовувати проекти, які вимагають значних вкладень. До того ж ці кошти не треба повертати, що робить їх привабливими для довгострокових проектів. Фінансові кошти, отримані при ІРО, вможливають диверсифікацію бізнесу, розв'язання нагальних проблем, забезпечують фінансову незалежність компанії, спонукають до її більш динамічного розвитку, а також наділяють певними конкурентними перевагами.

Отже, у більшості випадків залучення фінансових коштів за допомогою ІРО є основною метою компанії при ухваленні рішення про вихід на публічний ринок капіталу.

Таблиця 7.2

НАЙБІЛЬШІ ІРО У СВІТОВІЙ ІСТОРІЇ*

Місце	Рік лістингу	Компанія	Біржа	Країна	Обсяг угоди, млн дол. США
1	2006	Industrial & Commercial Bank of China Ltd.	Гонконгська та Шанхайська	Китай	22 041
2	1998	NTT Mobile Communications Network Inc.	Токійська	Японія	18 379
3	2008	Visa Inc.	Нью-Йоркська	США	17 864
4	1999	ENEL SpA	Міланська	Італія	17 408
5	1996	Deutsche Telekom	Франкфуртська	Німеччина	13 036
6	2006	Bank of China Ltd.	Гонконгська	Китай	11 152
7	2006	Rosneft Oil Company	РТС	Росія	10 666
8	2000	AT&T Wireless Services	Нью-Йоркська	США	10 620
9	1997	Telstra Corp. Ltd.	Австралійська	Австралія	9997
10	2005	China Construction Bank Corporation	Гонконгська	Китай	9231

* Складено за джерелами: Renaissance Capital's IPOhome.com — <http://ipohome.com>; Greater China IPO Watch 2007 — www.pwc.com

2) *Вихід на іноземні ринки капіталу.* Потреба національних компаній у залученні іноземних інвестицій, вихід на світовий ринок, а також залучення зарубіжних фінансових коштів вимагає від компанії певної публічності. Це штовхає її на іноземні майданчики з метою популяризації серед світових інвесторів, отримання вищого кредитного рейтингу, що дає змогу залучати дешеві позики. У цьому плані вихід національної компанії на всесвітньовідомі майданчики, наприклад, на Лондонську чи Нью-Йоркську біржі видається важливим доцільним кроком. Так компанія може заявити про себе і забезпечити позитивний імідж серед інвестиційної спільноти співтовариства.

3) *Створення позитивної репутації компанії.* Створення позитивної репутації є необхідною умовою залучення значних фінансових коштів, у тому числі й для залучення стратегічного інвестора. ІРО відкриває шлях до дешевших джерел капіталу за рахунок підвищення рівня публічності компанії. Слід наголосити, що створення позитивного іміджу дає компанії змогу не тільки оптимізувати структуру капіталу, дістати доступ до дешевих джерел залучення засобів, а й відкриває нові можливості для розвитку бізнесу і консолідації ринку.

4) *Реклама компанії на зовнішніх ринках капіталу.* Розміщення акцій на зарубіжних біржах дає компанії можливість не просто заявити про себе широкому колу інвесторів, а й реально оцінити, особливо шляхом простого розміщення, наявний інтерес з боку західних інвесторів через реальне котирування компанії на світовому ринку. До того ж динамічний розвиток ринку злиттів та погли-

нань, конкуренція між провідними гравцями, а також обмеженість у джерелах фінансування змушують по-іншому дивитися на можливості IPO.

Таким чином, необхідність проведення IPO зумовлена стратегією розвитку компанії, оцінюванням вигод, які вона планує отримати з публічного розміщення, наявністю інтересу інвесторів до акцій компанії, а також здатністю компанії здійснити саме розміщення.

Отже, здійснення IPO має відбуватися за такими принципами.

- *Принцип послідовності.* Аби акції компанії почали котируватися на біржі, компанія має пройти низку послідовних процедур, які можуть вимагати значних витрат часу та фінансів. Як правило, ухвалення рішення про розміщення акцій приймається задовго до IPO, а процес підготовки компанії до публічного статусу може тривати кілька років.

- *Принцип прозорості, або публічності.* Поняття «первинне публічне розміщення» означає повну відкритість фінансової звітності перед широким колом акціонерів і потенційних інвесторів. Компанія, що планує вийти на ринок IPO, зобов'язана розкривати інформацію про бізнес, стратегічні плани та власників компанії.

- *Принцип технологічності та стандартизації первинного розміщення акцій.* Із розвитком процесу глобалізації фінансових ринків, удосконалення технологій електронної торгівлі та поліпшення якості біржової інфраструктури первинне розміщення акцій компаній перестало бути екзотичним явищем. За багато років виходу сотень приватних компаній на відкритий біржовий ринок сформувалася справжня індустрія та налагоджена інфраструктура, а проведення первинного розміщення акцій перетворилося на професійну послугу інвестиційних банків, які поставили цей процес на промислову колію. Таким чином, компанії, що вирішила розмістити свої акції на біржі, доведеться пройти стандартну процедуру незалежно від географічного ринку розміщення.

- *Принцип доступності, або рівності можливостей* для всіх учасників ринку IPO. Це означає, що на ринку всі мають рівні можливості: приватні компанії — рівні в можливостях виходу на публічний ринок, а інвестори — в можливостях придбання частини компанії за допомогою відкритих, публічних торгів. Єдина відмінність у можливостях між компаніями та інвесторами полягає в тому, що для набуття статусу публічності компанія має відповідати певним вимогам.

Ухвалюючи рішення про IPO, необхідно звернути увагу на переваги й недоліки публічного розміщення (табл. 7.3), адже кожна компанія має певну специфіку та особливості ведення бізнесу.

Процесу IPO притаманна велика кількість ризиків. Передусім це ризики підготовчого етапу процесу IPO: ризики можливої відміни IPO (ризик різкої зміни кон'юнктури ринку; ризик одночасного проведення IPO чималою кількістю компаній; юридичні та нормативні ризики; ризик незгоди власників компанії із запропонованою андеррайтером ціною розміщення; ризик неякісної роботи андеррайтера з маркетингу) та ризики недооцінювання акцій при розміщенні. Можуть виникати й ризики після проведення IPO, у тому числі стратегічні, операційні, політичні, фінансові, нормативні тощо.

Таблиця 7.3

СИЛЬНІ ТА СЛАБКІ СТОРОНИ IPO

Сильні сторони IPO	Слабкі сторони IPO
<p>1. Довгострокові фінансові ресурси. Це поліпшує фінансове становище компанії, забезпечуючи її коштами для подальшого розвитку.</p> <p>2. Встановлення ринкової вартості та підвищення капіталізації. Вартість публічної компанії завжди вище вартості закритої приватної фірми, завдяки існуючій ліквідності та наявності відкритої інформації.</p> <p>3. Поліпшення фінансового стану компанії. При IPO відбувається збільшення власного капіталу підприємства, як за рахунок росту акціонерного капіталу в результаті продажу акцій компанії, так і за рахунок додаткового капіталу внаслідок отримання інвестиційного доходу.</p> <p>4. Залучення інвестицій у майбутньому на вигідніших умовах та покращення кредитного рейтингу. За сформованого ринку на власні корпоративні цінні папери компанія має можливість запропонувати майбутнім інвесторам широкий вибір нових ліквідних фінансових інструментів за передбаченої ринкової вартості.</p> <p>5. Полегшення процесу купівлі-продажу компаній та злиттів і поглинань. Приватні компанії найчастіше не володіють зв'язками у фінансових колах і необхідними ресурсами, які могли б підкріпити агресивну політику на ринках злиттів і поглинань. Однак, вдало продумана покупка підприємства може відіграти істотну роль у збереженні бізнесу та кінцевому успіху компанії. Злиття можна розглядати як ефективний спосіб у найкоротший термін диверсифікувати бізнес компанії.</p> <p>6. Підвищення вартості акцій. Існує, щонайменше, чотири причини, через які інвестори готові платити більшу ціну за цінні папери публічних компаній: 1) розширення кола потенційних інвесторів у такі акції; 2) рівень розвитку й діловий досвід, що звичайно асоціюються зі статусом публічної компанії; 3) доступність інформації про публічну компанію; 4) підвищені вимоги, що встановлюються до таких компаній біржами та іншими регуляційними органами.</p> <p>7. Поліпшення іміджу, престижу компанії. Увага, з якою фінансова спільнота та преса стежать за компанією, що оголосила про плани IPO, забезпечує такій компанії безкоштовну рекламу, що позитивно позначається на її корпоративному іміджі.</p> <p>8. Високі вимоги щодо звітності передбачають велику фінансову й операційну дисципліну на підприємстві. Лістинг на фондовій біржі передбачає встановлення жорстких умов та вимог щодо діяльності компанії, ведення її фінансової звітності та корпоративного управління.</p>	<p>1. Довгий період реалізації проекту IPO. Менеджмент компанії, яка виходить на IPO, значну частину свого часу витрачає на підготовку компанії, яка може тривати близько 2—3 років.</p> <p>2. Висока вартість процесу IPO. Вартість процесу IPO може становити від 15 до 20 % від залучених на біржі коштів.</p> <p>3. Вимога до розміру компанії (величина капіталу). Шлях на публічний ринок для більшості середніх і дрібних компаній є закритим. Вихід на зарубіжні майданчики (наприклад, на NYSE, LSE та ін.) мають компанії, капіталізація яких становить не менше 150 млн доларів США.</p> <p>4. Втрата конфіденційності інформації про компанію. Компанії, які бажають вийти на публічний ринок зобов'язані оголошувати всі оперативні подробиці діяльності компанії, включно з інформацією про стратегічні та фінансові плани на майбутнє.</p> <p>5. Втрата контролю над компанією. Коли між первинними власниками компанії з'являються зовнішні представники, менеджмент втрачає контроль над щоденними процесами. Мажоритарні акціонери можуть отримати представництво у раді директорів і справляти значний вплив в управлінні компанією. У цьому разі може виникнути конфлікт інтересів між акціонерами, що, своєю чергою, може призвести до конфлікту й зупинки роботи підприємства.</p> <p>6. Залежність компанії від кінцевого результату. Перехід компанії від закритої до публічної вимагає чіткого розуміння того, що тепер компанія не відособлена і за її діяльністю здійснюється постійний контроль з боку інвестиційної спільноти, яке стежить за кожним рухом компанії, цікавиться фінансовими результатами, наміченими планами та їх досягненням тощо. Це змушує гравців зважати підходити до розроблення планів розвитку компанії і уважно ставитися навіть до безневинних на перший погляд дій.</p>

Закінчення табл. 7.3

Сильні сторони IPO	Слабкі сторони IPO
<p>9. Вигідний спосіб виходу власника з бізнесу. Деякі інвестори здійснюють свої вкладення в компанії з метою швидкого отримання доходів. Найчастіше цей метод використовують венчурні компанії. Спочатку вони розвивають ризиковий бізнес до моменту його прибутковості, а потім продають через IPO, отримуючи при цьому значні прибутки.</p> <p>10. Посилення економічної безпеки компанії. Набуття публічного статусу надає можливість власникам компанії отримати певну економічну безпеку бізнесу. Це відбувається за рахунок переходу в міжнародну площину адміністративних, політичних та державних ризиків. Присутність міжнародних інвесторів дає можливість звертатися до міжнародних судів та норм міжнародного права щодо своїх прав власності та їх обмеження.</p>	

Та попри численну низку негативних моментів та ризиків багато компаній все одно прагнуть стати публічними, бо IPO є найбільш ефективним способом залучення інвестицій та розширення бізнесу.

Ринок первинного публічного розміщення (IPO) — це ринок, на якому емітент уперше пропонує власні цінні папери широкому колу потенційних інвесторів із використанням засобів реклами та презентацій.

Основними функціями ринку IPO є:

- стимулювання економічного зростання шляхом залучення зовнішніх інвестицій;
- сприяння структурній перебудові секторів економіки;
- інформаційна;
- стримування інфляції;
- підвищення капіталізації ринку цінних паперів;
- збільшення обігу торгів і розширення спектра ліквідних інструментів;
- стимулювання розвитку венчурного фінансування.

IPO — це складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, на якому, крім самої компанії та потенційних інвесторів, задіяна безліч посередників. Мотиви провідних учасників IPO не завжди збігаються, кожен з них у процесі підготовки та проведення IPO стикається із власними проблемами та вирішує свої завдання. Проте всі вони зацікавлені в одному — щоб IPO відбулося.

Назагал у процесі публічного розміщення беруть участь компанія-емітент, численні організатори розміщення (біржа, фінансові та юридичні консультанти, андеррайтер, букранер тощо), а також інвестори, які купують та продають цінні папери компанії.

Актуальність проблематики IPO для *емітента* в основному зосереджена в питаннях вибору схеми IPO, торговельного майданчика (країни), на якому буде проводитися розміщення, та андеррайтера, а також вжиття комплексу заходів щодо реструктуризації компанії, з розкриття інформації про компанію як під

час проведення IPO, так і після нього. Головні цілі компанії в IPO — залучення довгострокових фінансових ресурсів у максимальному обсязі, створення й підтримка статусу публічної компанії. Не менш важливим моментом є мінімізація витрат на підготовку та проведення IPO.

Головна мета *потенційного інвестора* — отримання максимального доходу за мінімального ризику в майбутньому шляхом диверсифікації інвестиційного портфеля. Тому під час підготовки та проведення IPO для інвестора найважливішим є коло проблем, пов'язаних із точним оцінюванням перспектив компанії (ринкових ризиків, пов'язаних з її діяльністю) та специфічних ризиків, пов'язаних із процесом IPO.

Основний посередник між компанією та інвесторами — *андеррайтер, або лід-менеджер* — інвестиційний банк, який пропонує або продає цінні папери інвесторам у процесі публічного розміщення їх від імені компанії на умовах гарантії розміщення цінних паперів або продажу їх за найвищої можливої ціни. Головна мета андеррайтера — проведення успішного IPO, результати якого задовольнили б як самого емітента, так і інвесторів, що отримали нові акції.

Основні завдання *лід-менеджера* — вибір схеми IPO, аналіз емітента, підготовка та здійснення всіх юридичних процедур, інформаційний супровід, залучення інвесторів, організація роботи інших посередників, що допомагають у процесі підготовки та проведення IPO. Ключовий момент у діяльності андеррайтера — визначення ціни пропозиції акцій. До найбільших організаторів та андеррайтерів світу належать такі інвестиційні банки, як Citigroup, JP Morgan Chase, HSBC, Credit Suisse, Deutsche Bank, Bank of America, Royal Bank of Scotland Group, Barclays Capital, UBS Investment Bank, Merrill Lynch та ін.

У світовій практиці відомі два типи контрактів емітентів з андеррайтерами:

1) «*максимум зусиль*» (best efforts) — угода, за якої андеррайтер погоджується докласти максимум зусиль для вільного продажу акцій. У цьому разі він не бере на себе зобов'язань викупити нереалізовані акції;

2) «*тверде зобов'язання*» (firm commitment) — розміщення акцій, за якого лід-менеджер викуповує всі акції в компанії й стає фінансово відповідальним за повний продаж їх.

Окрім лід-менеджера, в процесі IPO беруть участь юридична компанія, аудиторська фірма, PR-агентство та інші консультанти. До вибору цих партнерів необхідно підходити вкрай уважно, бо від них залежатиме успіх IPO.

Учасниками процесу організації виходу компанії на IPO є консультанти, які забезпечують компанію професійними рекомендаціями зі здійснення перетворень і формування ліквідної ринкової вартості, а також її документальним оформленням. До того ж консультанти можуть оцінити та проаналізувати перспективність на пряму, наявність негативних і позитивних моментів, проаналізувати альтернативні можливості залучення фінансування і, що найголовніше, допоможуть визначитися стосовно того, чи є рішення виходу на фондовий ринок найкращим вибором.

Особливе місце в процесі IPO належить *аудиторам*. Вони виступають гарантами достовірності наданої емітентом фінансової та бухгалтерської інформації. Фактично вони своїм висновком підтверджують ті цифри, які анонсуються компаніями для інвесторів. Інвестори не просто уважно ставляться до висновку

аудиторів, а й довіряють йому, тому репутація аудитора є для нього головним чинником (як основне джерело отримання доходу), інакше з ним ніхто надалі не працюватиме. Це примушує аудиторів обачно ставитися до своїх обов'язків і видавати висновок, що реально відображає ситуацію в компанії. Серед найбільших аудиторських компаній, що представлені на теренах України, Pricewaterhouse Coopers, Deloitte, Ernst & Young, KPMG, Grant Thornton, BDO та ін.

Ключовим рішенням у процесі IPO є вибір *фондової біржі* — майданчика для проведення процедури розміщення цінних паперів. Якщо компанія відома, прибуткова і належить до «старого світу», вона проходить лістинг на головній фондовій біржі своєї країни і продає акції локальним інвесторам. Якщо компанія дуже велика, вона проходить лістинг на своїй локальній біржі і продає акції на міжнародному ринку.

Молоді та малі компанії намагаються реєструватися на ринках другого ешелону (альтернативних), тобто на фондових біржах, які спеціально створюються для подібних компаній.

Зазвичай структура розміщення визначається першою чергою його запланованим розміром, другою — цілями емітента. Емісії в межах €25 млн майже завжди реалізуються на внутрішньому ринку. Розміщення від €125 млн можуть бути реалізовані на локальному чи на міжнародному ринках.

Обираючи майданчик для IPO серед кількох бірж, внутрішніх чи іноземних, компанії використовують такі критерії:

1) *Вимоги для отримання лістингу.* У більшості країн відмінності в проходженні лістингу стосуються розміру компанії, терміну її існування (особливо мінімальної кількості років, упродовж яких компанія готувала фінансову звітність, перевірену незалежними аудиторами) та прибутковості. Альтернативні майданчики встановлюють менш жорсткі стандарти вимог для проходження лістингу, ніж основні біржі. Попри це у більшості країн створено штучні перешкоди для залучення коштів у рамках IPO спекулятивними компаніями.

2) *Кількість аналогічних компаній, які вже пройшли лістинг на майданчику.* Чим більше таких компаній пройшли лістинг на фондовій біржі, тим вища ймовірність, що компанія теж вийде на цю біржу. Інвестори, які знаються на специфіці конкретного ринкового сегмента, наприклад біотехнології або мікроелектроніки, здатні точніше оцінити компанію, що вперше виходить на біржу. Якщо компанія представляє новий для свого внутрішнього ринку сегмент, це може призвести до того, що інвестори відмовляться платити адекватну ціну за акції через погану поінформованість про стан галузі та її перспективи.

3) *Вимоги з підтримки лістингу.* Ці вимоги встановлюються комісіями з цінних паперів відповідних країн. Фондові біржі висувають вимоги щодо мінімальних об'ємів торгів, курсів акцій тощо. Якщо курс акцій компанії впаде нижче встановленого рівня протягом певного періоду, до цих акцій може бути застосована процедура делістингу.

4) *Ліквідність і можливість подальшого залучення коштів.* Менш за все компанія, яка щойно провела IPO, хоче, щоби ліквідність її акцій була мінімальною. Існує думка, що біржі, де працюють маркетмейкери, більшою мірою здатні забезпечити ліквідність

5) Збір за проходження лістингу та щорічні платежі за його підтримання. Альтернативні біржі встановлюють нижчі розміри зборів, ніж основні майданчики. Дослідження свідчать, що такі платежі — не найважливіший чинник, який визначає вибір фондової біржі.

У світовій економіці розрізняють два типи фондових бірж: глобальні та регіональні.

Глобальні біржі — це біржі, які домінують в економічній спільності. Вони характеризуються найвищою капіталізацією та обсягами торгів, найбільшою ліквідністю. На глобальній біржі котируються цінні папери та похідні фінансові інструменти найвідоміших компаній, а також депозитарні розписки та вторинні розміщення іноземних компаній.

Прикладами глобальних бірж є Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) і Лондонська фондова біржа (LSE). В Азії статус глобальної біржі має Токійська фондова біржа. Всесвітньовідомою є американська електронна біржа NASDAQ.

Регіональні фондові біржі — це біржі, які обслуговують один регіон і домінують у локальній економічній системі. Вони спеціалізуються на обмеженій кількості продуктів, ринків та інвесторів. Серед регіональних європейських бірж найбільший інтерес становлять Франкфуртська фондова біржа, фондова біржа Люксембургу, Віденська фондова біржа, Euronext (пан'європейська фондова біржа, створена в результаті об'єднання ринків акцій та деривативів Амстердама, Парижа, Брюссельської та Португальської фондових бірж), Єдина біржа Балтійського регіону (OMX), що об'єднує систему торговельних майданчиків Стокгольма, Копенгагена, Гельсінкі, Вільнюса, Риги і Таллінна.

Із кожним роком дедалі помітнішою стає роль Китайського фондового ринку, зокрема Гонконгської, Шанхайської та Шенчженської бірж на світовому ринку первинних розміщень. Пов'язано це із тим, що останнім часом у Китаї було проведено низку великих первинних публічних розміщень, які за розміром перевищують IPO у США та Європі. Лише за 2008 рік компанії з Китаю залучили близько 22 млрд дол. США, що значно перевищує обсяги залучених коштів на ринку IPO у США.

Існує **три найпоширеніші методи проведення IPO**:

1) *Метод фіксованої ціни, або відкрита публічна пропозиція*. При проведенні IPO за цим методом ціна акцій визначається заздалегідь. У даному разі існує період збирання заявок, упродовж якого андеррайтер збирає заявки на акції компанії. Збирання заявок триває доти, поки не будуть зібрані заявки на всі пропонувані на продаж акції компанії, або ж емітент не скасує розміщення акцій.

Цей метод є досить поширеним, однак застосовується дедалі рідше, бо необхідність встановлювати ціну акцій заздалегідь збільшує ризик провалу IPO через витік інформації. До того ж інвестори мають завчасно оплатити все своє замовлення на акції, що веде до встановлення заниженої ціни на акції компанії. Проте метод публічної пропозиції не зникає й у деяких випадках залишається популярним. Це найкращий спосіб розподілити акції серед роздрібних інвесторів. Для невеликих ринків це може бути найліпшим способом проведення IPO. Метод публічної пропозиції, як правило, забороняє дискримінацію між інвесторами в разі продажу акцій компанії.

2) *Аукціони*. Історично аукціони використовувалися для продажу найрізноманітніших видів цінних паперів. Вони є найпоширенішим способом продажу урядових облігацій, а також часто застосовуються при приватизації. Однак для проведення первинного розміщення акцій вони використовуються рідко. Аукціони часто призводять до «недопродажів» акцій компанії, що є їхнім основним недоліком.

3) *Метод формування книги заявок (Bookbuilding)*. Цей «американський» метод є найпоширенішим методом проведення IPO. Основна відмінність методу полягає в тому, що він дає андеррайтеру повний контроль над розподілом акцій компанії серед потенційних інвесторів.

Процес формування книги заявок розпочинається з оголошення діапазона ціни (Price Range), що має попередній характер, і часто остаточна ціна може встановлюватися за межами первинного інтервалу. Згідно з формальною процедурою збирання заявок, андеррайтери пропонують інституціональним інвесторам «висловити інтерес» в акціях компанії (indication of interest). Як показник інтересу виступає заявка (Bid) на певну кількість акцій компанії. Також потенційні інвестори можуть вказати максимальну ціну, яку вони готові заплатити за акцію (Limit Price). Час формування книги заявок у середньому триває два місяці, але іноді може затягнутися до 4-х. Книга містить заявку (Bid) кожного потенційного інвестора, назву цього інвестора, кількість необхідних акцій і максимальну ціну. У ній також зафіксовано дату внесення заявки та дати всіх наступних переглядів заявки.

У процесі IPO використовують три типи заявок:

1) *проста заявка (Strike Bid)* на купівлю певної кількості акцій незалежно від остаточної ціни акцій;

2) *заявка із вказівкою максимальної ціни (Limit Bid)*, коли інвестор указує максимальну ціну, за якою він готовий купити акції;

3) *східчаста заявка (Step Bid)*, в якій вказують кількість акцій залежно від рівня цін.

Якщо йдеться про час або найсприятливіший період розміщення, то краще це робити тоді, коли:

✓ компанія має досить стабільне зростання, має фінансову стабільність та рентабельність;

✓ у компанії було достатньо часу, щоб удосконалити бізнес-процеси, систему управління, реструктурувати активи й налагодити процес підготовки звітності за міжнародними стандартами;

✓ фондовий ринок перебуває у стадії зростання й інвестори готові придбати акції нових компаній, а в країні емітента спостерігається стабільна політична ситуація.

Процедура IPO здійснюється в такій послідовності:

1. *Підготовка компанії до IPO*. Приблизно за два роки до виходу на публічний ринок компанія має почати виконувати основні вимоги, що висуваються до публічних компаній.

2. *Формування команди для проведення IPO*. На цьому етапі компанія має обрати банк-андеррайтер, юридичну фірму, аудитора та інших учасників, скласти план-графік IPO та розподілити обов'язки членів команди.

3. *Розроблення проспекту емісії*. Проспект емісії — це документ, який містить інформацію, необхідну інвесторам для прийняття аргументованого й обґрунтованого рішення про здійснення інвестицій.

4. «Дорожнє шоу» та визначення ціни акцій. У різних містах одночасно розпочинається роуд-шоу, тобто відвідування зборів інвесторів і презентація компанії великим інвесторам (фондам, страховим компаніям, банкам, фізичним особам). Мета цього заходу — переконати потенційних інвесторів купити акції компанії.

5. Початок торгівлі акціями компанії. Після узгодження ціни акцій і не раніше, ніж за два дні після випуску остаточної версії проспекту компанії, оголошується про набуття чинності IPO (зазвичай після закриття торгів). Певна кількість акцій компанії розподіляється між членами інвестиційного синдикату, брокерами та їхніми клієнтами. Торгівля акціями компанії на біржі розпочинається наступного дня після оголошення IPO. Провідний андеррайтер відповідає за організацію гладкої торгівлі та забезпечення цінової стабілізації акцій компанії.

6. Завершення операції. Операція з андеррайтингу вважається завершеною, коли компанія передає свої акції андеррайтеру, а він переказує отримані гроші на рахунок компанії (зазвичай за три дні). Через сім днів після дебюту компанії IPO оголошується таким, що відбувся. За 25 днів від моменту початку торгівлі завершується так званий «період мовчання». Тільки після цього андеррайтер та інші члени синдикату можуть робити публічні прогнози і визначати вартість компанії, а також давати рекомендації інвесторам щодо покупки акцій компанії.

Усі шість етапів публічного розміщення мають важливе значення для проведення успішного IPO, від підготовки довгострокового бізнес-плану до початку торгівлі акціями та завершення операції. Тому компанії з особливою увагою треба ставитися до реалізації кожного кроку, бо від цього залежить кінцевий результат проекту, рівень доходу від емісії та рівень капіталізації компанії.

Деталі й конкретні терміни різних етапів можуть змінюватися, однак сама структура процесу залишається постійною.

Основним нормативним актом, який регламентує процес первинного розміщення акцій в Україні, є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», ухвалений 23 лютого 2006 року, де згідно зі ст. 28, **публічне (відкрите) розміщення цінних паперів** — це їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб.

Розміщення цінних паперів українських емітентів за межами України здійснюється винятково на підставі дозволу ДКЦПФР. Дозвіл на розміщення за межами України цінних паперів українських емітентів видається за умови: проведення реєстрації випуску цінних паперів; допущення цінних паперів до біржових торгів на одній з українських фондових бірж; відповідність кількості цінних паперів, які розміщуються за межами України, нормативу, встановленому ДКЦПФР.

Емітенти, які здійснили відкрите (публічне) розміщення цінних паперів, зобов'язані своєчасно та в повному обсязі розкривати інформацію про: фінансово-господарський стан і результати діяльності емітента; будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента та призвести до значної зміни ціни на його цінні папери; власників великих пакетів (10 відсотків і більше) акцій.

Якщо компанія вирішила розміщувати акції за межами України, перед нею постає вибір:

1) розміщення акцій через дочірню офшорну компанію (реєстрація дочірньої компанії в юрисдикції з м'яким податковим кліматом та розміщення її акцій на біржі);

- 2) розміщення акцій через депозитарні розписки;
 3) розміщення через депозитарні розписки, емітовані дочірньою (офшорною) компанією (поєднання перших двох варіантів).

Розвиток ринку IPO в Україні розпочався у 2005 році (табл. 7.4) на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (AIM), де одразу три українські компанії — Ukrproduct Group Ltd, Cardinal resources та XXI Century Investments провели IPO, залучивши при цьому загалом \$170 млн.

Таблиця 7.4

ВИХІД УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ НА МІЖНАРОДНІ РИНКИ IPO*

Рік	Компанія	Вид діяльності	Місце розташування	Частка розміщення акцій, %	Залучені кошти	Курс акцій у момент IPO, \$ за штуку	Курс акцій на квітень 2009, \$ за штуку
2005	Укрпродукт	Виробництво молочної продукції	Альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM)	27,21	6 млн фунтів	1,16	0,095
2005	Cardinal Resources LLC	Видобуток нафти та газу на території України	Альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM)	39,7	20 млн дол.	н/д	н/д
2005	21 століття	Будівництво, девелоперський бізнес, інвестиції	Альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM)	37,5	139 млн дол.	10,40	0,15
2006	Астарга-Київ	Виробництво цукру	Варшавська фондова біржа	20	30 млн дол.	н/д	н/д
2007	TMM Real Estate Development	Будівельно-інвестиційна діяльність	Франкфуртська біржа	13,11	104,9 млн дол.	12,44	0,22
2007	Dragon Ukrainian Properties Development	Інвестиційна діяльність	Альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM)	100	208 млн дол.	1,3	0,28
2007	Ferrexpo AG	Гірничо-збагачувальний комбінат	Основний майданчик Лондонської фондової біржі	26	420 млн дол.	4,28	0,54
2008	Миронівський хлібопродукт	Харчова промисловість	Основний майданчик Лондонської фондової біржі	н/д	327 млн дол.	15,6	2,23
2008	Cadogan Petroleum Plc	Видобуток нафти та газу на території України	Основний майданчик Лондонської фондової біржі	н/д	300 млн дол.	175,3	24,2

* Складено за джерелами: Пионери IPO. Випуск 4. Обзор и анализ всех IPO из России и стран СНГ в 2008 году — The PBN Company — www.pbnco.com; офіційний сайт міжнародної аудиторської компанії Deloitte — www.deloitte.com; офіційний сайт інвестиційної компанії Dragon Capital — www.dragon-capital.com.

Для сприяння виходу вітчизняних підприємств на ринки IPO в Україні у червні 2005 року було створено *Національний комітет IPO*, стратегічною метою якого є виведення українських компаній на провідні біржові майданчики світу. До складу комітету входять провідні консалтингові, юридичні та інвестиційні компанії України, банки, аудиторські фірми та громадські організації.

Відчуваючи брак фінансових ресурсів та беручи до уваги позитивний досвід українських компаній, які котируються на міжнародних фондових біржах, вітчизняні компанії будуть перебудовувати корпоративні структури під міжнародні стандарти з метою проведення власних IPO. Публічність компанії дасть можливість залучати інвестиції у розвиток, отримати нові зв'язки, забезпечити щорічне зростання, якість та розвиток конкурентоспроможного виробництва.

7.4. ТЕНДЕНЦІЇ У РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЗА УМОВ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Прискорення глобалізаційних процесів, які дедалі виразніше стають характерною ознакою сучасності, потребує розгляду особливостей входження національних ринків у міжнародний інвестиційний простір. Світовий (міжнародний) ринок цінних паперів є своєрідною надбудовою над національними ринками цінних паперів, що становлять його підґрунтя. Завдяки стрімким перетворенням цей ринок починає відчутно впливати на розвиток світових фінансів. У межах світової економіки відбувається формування єдиного фондового ринку, вільного від адміністративних і географічних кордонів, який стає доступним його учасникам незалежно від їхньої національної належності. Цей процес перебуває в безпосередній залежності від пришвидшення глобалізаційних та інтеграційних процесів у світі.

Низка чинників, що сприяє поглибленню процесу формування міжнародного ринку цінних паперів і розширенню його простору, включає зростання взаємозв'язку між національними й іноземними сегментами економіки, впровадження нововведень у торговельних операціях, посилення ролі міжнародних фондових бірж, розвиток телекомунікаційних зв'язків на засадах ЕОМ. Суб'єктами світового ринку виступають представники різних країн, що припускає трансформацію однієї валюти в іншу. Світовий ринок цінних паперів відіграє особливу роль у зближенні країн, у поступовому формуванні принципово нового міжнародного суспільно-економічного утворення. ***Інтеграційна роль ринку цінних паперів виокремлюється в одну із панівних світових тенденцій.***

Серед ***загальносвітових змін***, які сукупно впливають на формування міжнародного світового ринку цінних паперів, фахівці виокремлюють найвиразніші: по-перше, ***переоцінку фондових цінностей*** через падіння інвестиційної привабливості акцій, по-друге, ***порушення сталості ринків*** цінних паперів, негативні наслідки якої низка країн відчуває й досі, по-третє, ***зміни інвестиційних переваг***, зокрема подвійну асиметричність сучасного раціонального вибору ринкових активів. Це означає, що, з одного боку, наслідки втрат впливають на по-

ведінку інвесторів значніше, ніж отримання надвисоких доходів, а з іншого — сучасний раціональний інвестор прагне швидше придбати ті фінансові активи, поточні ціни на які тимчасово знизилися, ніж позбутися тих, що сьогодні зросли у ціні. Такі міркування нині є характерними для більшості інвесторів. По-четверте, **змінюється склад портфельних інвесторів**: спостерігається поступовий, але виразний перехід від тривалого домінування на ринку цінних паперів індивідуальних інвесторів до неухильного зростання ролі інституційних інвесторів. Непередбачуваними аж до повного руйнування вважають фахівці, зокрема Сорос, перспективи ринку деривативів.

Наприкінці ХХ століття склалися також **специфічні тенденції**, прояв яких, найімовірніше, зберігатиметься в близькій і/або тривалій перспективі, отже, їхній вплив із часом може суттєво позначитися на функціонуванні національного ринку цінних паперів України.

Фахівці виокремлюють низку важливих сформованих тенденцій ринку цінних паперів, які за всіма ознаками зберігатимуться й надалі. Це поглиблення інтернаціоналізації й глобалізації ринку, що дістає прояв у його інтеграції та консолідації; підвищення рівня його організованості й посилення державного контролю; комп'ютеризація ринку цінних паперів; запровадження нововведень на ринку, подальша сек'юритизація.

Цей перелік можна значно розширити за рахунок увиразнених новітніх світових тенденцій — стандартизації всіх видів діяльності на ринку цінних паперів, переходу до моноцентричної системи організації фондових бірж як наслідку централізації національних ринків, поширення елементів рейтингової інфраструктури, поширення масштабів первинного публічного розміщення акцій компанії (ІРО), правових нововведень на фондовому ринку, посилення ролі комерційних банків на ньому, набуття ефективним управлінням сукупністю (портфелем) фондових цінностей рис активного (оперативного) управління, поширення вимог щодо розкриття інформації емітентами, недопущення її старіння й поглиблення прозорості ринку.

Наведемо характеристику зазначених тенденцій. Одна із найзагальніших і найсуттєвіших нині — **фінансова глобалізація** як процес інтеграції міжнародних і національних фінансових ринків у єдиний світовий фінансовий ринок. Глобалізаційні процеси ведуть до створення інтегрованого світового господарства, тож потребують розв'язання актуальних питань входження національних ринків у міжнародний інвестиційний простір. Фінансова глобалізація супроводжується руйнуванням адміністративних та географічних бар'єрів на шляху руху фінансових потоків і зростанням обсягів транскордонних операцій із цінними паперами. Процес фінансової глобалізації відкрив нові канали руху капіталів завдяки поглибленню відкритості і взаємозалежності національних економік.

Низка чинників, що сприяє поглибленню процесу формування міжнародного ринку цінних паперів і розширенню його простору, включає зростання взаємозв'язку між національними й іноземними сегментами економіки, впровадження нововведень у торговельних операціях, посилення ролі міжнародних фондових бірж, розвиток телекомунікаційних зв'язків на засадах ЕОМ.

Світова спільнота дедалі виразніше постає як функціонально взаємопов'язана цілісна система. Цьому сприяли, зокрема, процеси поглиблення лібералізації національних фінансових ринків, запровадження новітніх технологій та інновацій у фінансовій сфері, посилення ролі фінансових інституцій; зміни в структурі попиту та пропозиції на цінні папери. Дедалі більше інтернаціоналізуються й національні ринки цінних паперів, їхня взаємозалежність виявляється, зокрема, в синхронних змінах (зростанні чи падінні) курсів цінних паперів.

Національні ринки цінних паперів дедалі більше залучаються до процесу інтеграції. Наслідком цього процесу, як уже зазначалося, є створення першої об'єднаної Європейської біржі Euronext та американської NYSE Group, об'єднаної електронної біржі OMX AB. Є всі ознаки подальшого посилення цього процесу.

Поглиблення процесів консолідації й інтеграції у світовий простір, які зрештою приведуть до **формування глобального ринку** цінних паперів, виявляється в тому, що національний капітал перетинає кордони інших країн, формується світовий ринок цінних паперів із національними ринками цінних паперів як сегментів. Через єдину європейську валюту багато інвесторів сприймають єврозону як єдину країну. Наприклад, багато інвесторів Німеччини або Франції вже не розглядають фондовий ринок власної країни як національний. Таким вважають нині всю єврозону.

Капіталу взагалі притаманний інтернаціональний характер, він неодмінно переміщується у ті країни і регіони, де його зростання відбувається найбільш прискореними темпами. Це стосується й обігу капіталу у вигляді цінних паперів. Поширюється експорт фінансових активів національного ринку та приплив цінних паперів іноземних емітентів. Конче важливу роль у законодавчому регулюванні національних ринків цінних паперів починають відігравати міжнародні правові акти — договори, конвенції, угоди, укладені з міжнародними організаціями і фінансовими інституціями.

Тривала світова практика доводить, що будь-який ринок обов'язково проходить шлях **від хаотичного і роздробленого стану до цілісності й організованості**. Це характерно як для національних ринків цінних паперів, так і для міжнародних, які поступово закономірно еволюціонують у глобальний світовий ринок цінних паперів. За такого ринку інвестор з будь-якої країни дістає можливість вкладати свої вільні кошти в цінні папери, що обертаються на фондових ринках інших країн. Національні ринки перетворюються на внутрішньоструктурні складові глобального (світового) ринку цінних паперів. Його підгрунтя становлять фінансові активи транснаціональних (трансконтинентальних) корпорацій.

Відмітна особливість глобального фондового ринку, який, на думку фахівців, передусім об'єднає фондові ринки Європи й Америки, до яких невдовзі приєднаються й інші національні ринки, в тому, що він діє за єдиними правилами і процедурами. Об'єднання фондових ринків дасть інвесторам змогу уникнути системного ризику національного ринку і суттєво знизити ризики портфельного інвестування загалом. Зараз чітко вимальовується активізація цього процесу.

Отже, подальший розвиток ринку цінних паперів спиратиметься на формування глобальних передумов. Розпочата інтерналізація ринків супроводжується

реформуванням національних ринків із пристосуванням їх до глобальних систем ціноутворення й обігу цінних паперів. У зв'язку з прискореним розвитком міжнародного бізнесу із застосуванням цінних паперів ускладнюватиметься ситуація щодо міжнародної ідентифікації цінних паперів. Це висуває на передній план необхідність своєчасного вирішення проблеми **стандартизації** всіх **фінансових активів і видів діяльності** на ринку цінних паперів. Зі зростанням обсягів міжнародної торгівлі виконання вимог щодо стандартизації на ринку цінних паперів стає критично важливим. Проте попри загальне поглиблення процесу глобалізації в кожній країні є своя специфіка, пов'язана із законодавством, історичними особливостями та сформованою практикою, яку потрібно враховувати при аналізі ринкових тенденцій.

Ринки цінних паперів різних країн донедавна чітко вирізнялися національною, історично сформованою моно- або поліцентричною організацією системи фондових бірж. У світі переважала моноцентрична модель біржової системи національного фондового ринку. Однак низці країн, зокрема Німеччині, Канаді й Австралії, була притаманна поліцентрична модель. Сьогодні в цих країнах **спостерігаються характерні ознаки переходу до моноцентричної системи**. Це прояв активного процесу **централізації на національних ринках**. З іншого боку, **виникають альтернативні майданчики** з відносно невеликою капіталізацією — такі як AIM (Велика Британія), Neuer Markt (Німеччина), Nuovo Mercato (Італія), Nuevo Mercado (Іспанія), SWX New Market (Швейцарія), Nouveau Marche (Франція), на яких обертаються цінні папери невеликих компаній.

Підвищення рівня організованості й посилення державного контролю за ринком цінних паперів має за мету забезпечення надійності ринку і довіри до нього з боку масового інвестора. Не можна допустити, щоб надії на цей ринок з боку індивідуальних інвесторів не виправдалися, щоб вони втратили свої заощадження внаслідок шахрайства. Їх необхідно захистити через законодавство, порядок і контроль. Крім того, посилення організованості ринку і контролю над ним надасть кожній державі змогу суттєво збільшити базу оподаткування і відповідно розмір податкових надходжень від учасників ринку. Отже, фінансовий аспект також є важливою мотивацією на користь цього процесу.

Недовіра до ринку цінних паперів як гальмівний чинник поступово усувається завдяки **поширенню елементів рейтингової інфраструктури**. Про це йшлося у темі 3. Поширення застосування рейтингів — необхідна передумова підвищення прозорості ринку цінних паперів.

Правові нововведення на ринку цінних паперів — створення чітко зрозумілої й прозорої системи законодавчого регулювання і саморегулювання — надасть інвесторові впевненості у захисті його прав.

Комп'ютеризація ринку цінних паперів уможливила по-справжньому революційні перетворення в обслуговуванні ринку шляхом запровадження сучасних систем швидких розрахунків між учасниками ринку та способів торгівлі. За умов глобалізації фондового ринку біржі й торгово-інформаційні системи — це здебільшого комп'ютеризовані центри, які мають засоби оперативного зв'язку з усім світом. Біржі Швейцарії об'єднані візуальними і комп'ютерними системами так, що замовлення, яке надходить, виконується на будь-якій з них, виходя-

чи з найсприятливіших котирувань. Такі процеси відбулися в Канаді, Австралії, Гонконзі. Комп'ютеризація становить фундамент усіх нововведень на ринку цінних паперів.

Програмні продукти, пов'язані з використанням таких технологій, мають за разом забезпечувати моніторинг основних параметрів окремих фінансових активів і портфеля цінних паперів загалом, визначати напрям і терміни коригування портфеля за основними видами і різновидами фінансових інструментів, визначати найефективніші альтернативні проекти. Програмне оперативне управління портфелем цінних паперів (програмна торгівля) набуло нечуваного поширення в країнах із розвинутою ринковою економікою, де розроблено численні спеціальні програми.

Використання новітніх інформаційних технологій пов'язане із застосуванням сучасних технічних засобів за умов тісної взаємодії спеціалістів у галузі економіки, фінансів, а також аналітиків, математиків і висококваліфікованих програмістів за наявності достатнього об'єма інформації.

Запровадження нововведень на ринку цінних паперів пов'язане з новими фінансовими інструментами ринку, новітніми системами торгівлі цінними паперами, принципово новою інфраструктурою ринку. Суто кількісні характеристики стосовно емісій цінних паперів, їхніх власників тощо диктують додаткові технологічні вимоги щодо депозитарної системи.

З точки зору портфельного інвестування вельми цікавими є інновації для забезпечення отримання необхідної інформації, що відображаються у засобах її оброблення, передання й аналізу. Це передовсім інновації, пов'язані із сучасними методами збирання, збереження, оброблення інформації, її передавання, подання й використання.

Запровадження прогресивних систем торгівлі, ґрунтованих на використанні комп'ютерів і новітніх засобів зв'язку, дають змогу вести торгівлю цілковито в автоматизованому режимі, без посередників і особистих контактів між продавцями й покупцями. По-справжньому безмежні можливості на ринку цінних паперів відкриває застосування сучасних технологій на основі переваг глобальної мережі *Internet*. *Internet-технології* не лише стирають національні кордони між фінансовими ринками, а й сприяють встановленню безпосередніх зв'язків між інвесторами та емітентами незалежно від їхньої національної належності.

Прикладом може слугувати активне використання провідними світовими біржами механізму *Internet-трейдингу*, який дає змогу залучати до біржової торгівлі приватних інвесторів. *Internet-трейдинг* — це система роботи з цінними паперами, яка дозволяє інвесторові власноруч отримувати доступ до біржової інформації, а також укладати угоди з купівлі-продажу цінних паперів на біржі в режимі реального часу. До його переваг можна віднести надання інвесторам прямого доступу до біржових торгів, підвищення оперативності й активності їхньої роботи на ринку цінних паперів, зниження ризику нездійснення розрахунків за угодами, простоту та прозорість торгівлі.

Нова інфраструктура ринку — це сучасні інформаційні системи, системи клірингу і розрахунків, депозитарного обслуговування ринку цінних паперів. Рушійною силою процесу вдосконалення інфраструктури ринку цінних паперів

є насамперед споживачі послуг — інвестори та емітенти. За цих умов між інститутами ринку розгортається жорстка боротьба за клієнтів. Про це свідчать зростання кількості професійних учасників ринку, прискорений розвиток і постійне вдосконалення торговельних майданчиків, поліпшення якості наданих послуг і зниження їхньої вартості.

Сек'юритизація як тенденція — це поширення процесу трансформації традиційних форм грошових коштів, якими є, наприклад, заощадження, готівка, депозити, у форму цінних паперів. Тобто сек'юритизація — це емісія підприємством, банком чи інституцією парабанківської системи цінних паперів, забезпечених активами. Для банків сек'юритизація — це ще й конверсія (трансфер, перетворення) портфеля однорідних зобов'язань (за іпотечними кредитами, споживчими кредитами тощо) в цінні папери, що обертаються на ринку. Вона, наприклад, дає можливість банку розподілити кредитний ризик, тим самим зменшуючи його. Цей трансфер виявляється в невпинному зростанні обсягів капіталу, що набуває цієї форми, традиційні цінні папери замінюють на інші, доступніші для великої кількості інвесторів.

Максимальна капіталізація стає пріоритетом стосовно контролю над грошовими потоками. Надлишкова грошова ліквідність зумовлює підвищення попиту на фондовому ринку, а це сприяє тенденції розвитку публічних ринків, **поширення масштабів первинного публічного розміщення акцій компаній (IPO)**.

Як піднесення, так і спади ділової й інвестиційної активності зрештою відображаються в попиті на об'єкти інвестування. За умов економічного спаду банківські холдинги США, вдаючись до сек'юритизації активів, переміщують інтереси до фондового ринку у формі переведення більшої частини активів у цінні папери. На їх переконання, сек'юритизація активів збільшує їхню ліквідність та зменшує проблемність позик деяких категорій. Доведено, що сек'юритизація активів сприяє позитивним змінам структури майбутніх витрат банків.

Ефективне управління портфелями цінних паперів, на переконання фондових аналітиків, дедалі більше **набуватиме ознак активного**, оперативного управління в режимі реального часу, з безперервною переоцінкою вартості фінансових активів і подальшими змінами складу портфеля. Застосовувані комп'ютерні програми дозволяють здійснювати це в межах одного торгового дня. А новітні програми передбачають спрацьовування в системі управління попереджувальних сигналів, що сповіщатимуть про зміну фундаментальних параметрів інвестування.

Поширення розкриття і систематичне оновлення інформації емітентами як важлива тенденція ринку цінних паперів сприяє **поглибленню інформаційної прозорості** ринку. Прозорість ринку посилює впевненість інвестора у правильності власного вибору. Поміркований інвестор не вкладатиме гроші в проекти, де від нього приховують інформацію. Розглянемо це докладніше на прикладі США та Німеччини, які демонструють ефективні підходи щодо розкриття інформації емітентами.

На макроекономічному рівні під системою розкриття інформації у США розуміють систему правил та об'єктів інфраструктури ринку корпоративних цінних паперів, створену саморегулятивними організаціями та Комісією з ринку

цінних паперів США (SEC), а систему розкриття інформації на мікрорівні сприймають як систему відносин з інвесторами, тобто інформаційний канал безпосередньо між емітентом та інвестором. І саме цей канал на розвинених ринках цінних паперів дістав узагальнену назву системи розкриття інформації емітентами.

Концепція розкриття інформації у США базується на таких основних складових, як інформаційне насичення відносин, встановлення зв'язків із інвесторами та зворотний зв'язок з інвесторами. У сукупності така система розкриття інформації складається з низки комунікаційних механізмів. Центральним джерелом інформації в системі розкриття інформації у США є звітність емітента перед SEC. Три основні форми річної звітності забезпечують регулярність, достовірність та актуальність інформації, робить її придатною для аналізу.

Високий рівень деталізації фінансової звітності у США досягається за рахунок системи приміток. Емітент публікує основні форми звітності (баланс, звіт про доходи та витрати, звіт про акціонерний капітал, про рух грошових коштів, тощо), а потім кожен рядок основної звітності деталізується таблицями, поясненнями і навіть аналізом. Подібний рівень деталізації властивий також звітності банків Німеччини. Система звітності американських емітентів, як правило, підкріплюється «ненормативною» друкованою звітністю й інформаційним потоком з сайта емітента.

Особливістю американської системи розкриття емітентами інформації є спеціальні форми звітності для емітентів з інших країн світу. Для канадських емітентів створено спеціальні форми розкриття інформації, що є свідченням пріоритету міжнародних відносин в економіці США.

Європейська система розкриття інформації, подібна до тієї, що є у США, перебуває у стадії формування. Ініціаторами створення такої системи були організатори торгів, які швидше за органи регулювання стикаються з ринковими інтеграційними процесами. Наявність розвиненого ринку корпоративних цінних паперів змусила емітентів до швидкого розміщення нових емісій самостійно ввести звітність із високим рівнем деталізації. У Німеччині, яка є лідером у формуванні системи розкриття інформації емітентами, ця система складається з інформації для моніторингу за інсайдерами, інформації для моніторингу за акціонерами з істотною часткою участі, регулярної інформації та інформації про будь-які угоди з цінними паперами. Отже, поряд із регулярною інформацією щодо емітента увагу приділяють інсайдерській інформації, адже наявність інсайдерів є важливою проблемою сучасного фондового ринку. Для спостереження за операціями інсайдерів та акціонерів з істотною часткою участі створено спеціальні інтерактивні бази даних із вільним доступом.

Попередня інформація до зборів акціонерів на західних ринках є обов'язковою для ознайомлення їх учасників. У змістовому документі пояснюється, які проблеми постали перед товариством, які питання будуть розглядатися на зборах та хто претендує на вибірні керівні посади. Ознайомлення із таким документом дозволяє акціонерам прийти на збори акціонерів підготовленими або проголосувати за дорученням заочно за власним бажанням.

Як показали практика й проведені дослідження, розвинений ринок не завжди потребує системи розкриття інформації з високим рівнем втручання держави. Так, у США закон Сарбейнса-Окслі (Sarbanes-Oxley Act of 2002) щодо аудиту та розкриття інформації, яким передбачено, що емітенти (резиденти і нерезиденти), цінні папери яких котируються на організованому фондовому ринку США, мають розкривати інформацію в режимі реального часу, мав певні негативні наслідки, бо значно знизив рівень конфіденційності емітентів, які пройшли лістинг у США.

З-поміж ринків, що розвиваються, найдосконалішу систему розкриття інформації створено в Гонконзі, де Монетарна агенція Гонконгу встановила три форми розкриття інформації, які передбачають публікацію фінансової звітності та призначені для резидентів, які мають філії та дочірні структури за межами країни, і для нерезидентів відповідно.

Великий потік інформації іноді призводить до невірною висвітлення фактів. За кожним із інформаційних каналів стоїть ринковий інститут, який може мати певну зацікавленість у результатах.

В Україні до інституцій, що мають брати участь в розповсюдженні інформаційних потоків, належить такий інститут (орган) регулювання, як ДКЦПФР, інститути інформаційної інфраструктури, організатори торгів. Емітенти, які здійснили відкрите (публічне) розміщення цінних паперів, зобов'язані своєчасно та в повному обсязі розкривати інформацію про фінансово-господарський стан і результати діяльності емітента в терміни, встановлені законодавством; будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента й призвести до значної зміни ціни на його цінні папери та власників великих пакетів (10 % і більше) акцій.

Регулярна інформація про емітента — річна та квартальна звітна інформація про результати фінансово-господарської діяльності емітента — подається ДКЦПФР. Звітним періодом для складання річної інформації про емітента є календарний рік. Звітним періодом для складання квартальної інформації про емітента є квартали поточного року.

ДКЦПФР встановлює терміни, порядок, форми подання й додаткові вимоги щодо розкриття особливої інформації про емітента та вживає заходів щодо її розкриття. Це інформація про будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента та призвести до значної зміни вартості його цінних паперів. До особливої інформації належать, зокрема, відомості про прийняття рішення стосовно розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 % статутного капіталу; прийняття рішення про викуп власних акцій; факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі; отримання позики на суму, що перевищує 25 % активів емітента; зміну складу посадових осіб емітента; зміну власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій; рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу; порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію тощо.

ДКЦПФР встановлює порядок розкриття інсайдерської інформації. Інсайдерською є будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вар-

тість цінних паперів. Інформація щодо оцінювання вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана винятково на підставі оприлюдненої інформації чи інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією. ДКЦПФР ринку визначає, яка саме інформація належить до інсайдерської.

Інсайдерові забороняється вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів, яких стосується інсайдерська інформація, передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів, щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації.

Удосконалення інформаційних потоків сприятиме **систематичному оновленню інформації** стосовно емітентів. На вірне висловлювання дослідників, основною причиною старіння інформації є не безпосередньо час, а поява нової інформації. Для України сьогодні нагальною є проблема нововведень, які можуть поліпшити формування і використання інформаційного середовища. Модель взаємодії портфельного інвестора та інформаційного середовища унаочнює на рис. 7.4.

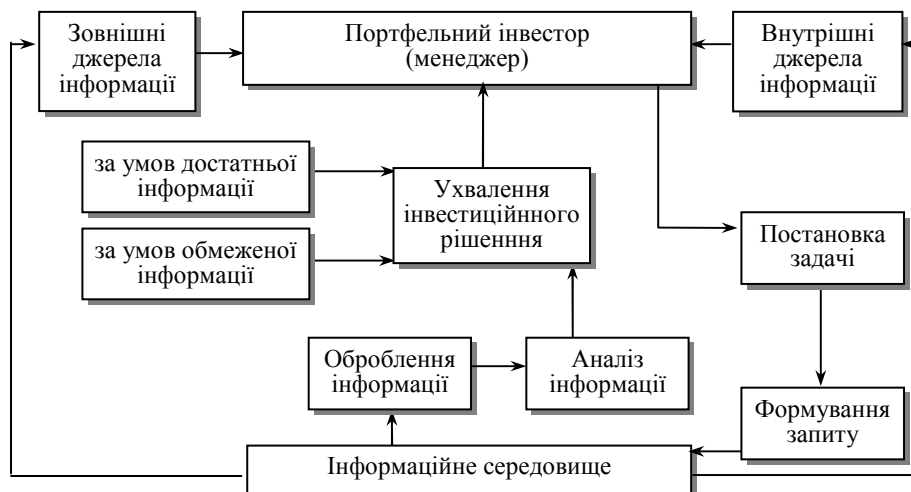


Рис. 7.4. Взаємодія портфельного інвестора (менеджера) та інформаційного середовища

У разі взаємодії портфельного інвестора й інформаційного середовища важливим є дотримання такої послідовності дій: постановка задачі, формування запиту, отримання інформації та її всебічний аналіз. Інформаційний потік (informational stream — *IS*), що спрямовується від емітента цінних паперів до інвестора, має своєчасно надати інвесторові достатній об'єм достовірної інформації для прийняття обґрунтованого інвестиційного рішення (рис. 7.5). Емітент

зобов'язаний у вільному доступі надати інвесторам можливість ознайомитися з необхідною звітністю (IS_1). Звітність емітента, що подається до ДКЦПФР (як органу регулювання) та організатора торгів в рамках вирішення питання допуску до біржового котирування — лістингу, також має бути доступною інвестору для аналізу з метою прийняття інвестиційного рішення (IS_2).

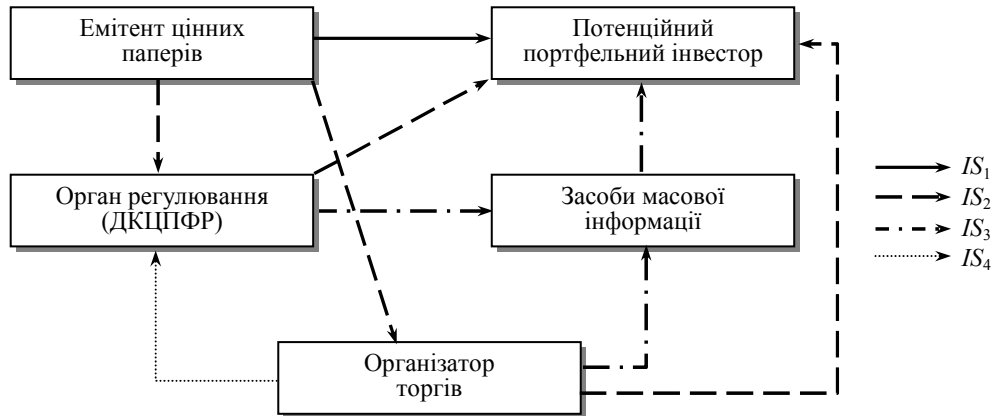


Рис. 7.5. Інформаційні потоки (IS) портфельного інвестування (фінансовий стан та діяльність емітента цінних паперів)

Поточну інформацію про діяльність емітента збирають та розповсюджують засоби масової інформації (IS_3). Як результат інвестор може користуватися щонайменше трьома зазначеними каналами інформації про емітента. Організатор торгів надає інформацію органу регулювання (IS_4). Але найважливішим є інформаційний канал безпосередньо між емітентом та інвестором.

Отже, за портфельного інвестування інформаційне середовище формується сукупно за рахунок залучення різних джерел інформації. Загалом наведена на рис. 7.5 модель є універсальною у перетині з інформаційним середовищем, а особливості щодо портфельного інвестування виявлятимуться переважно на етапі аналізу отриманої інформації, адже за різної мети використовують різні методи аналізу.

Резюме за змістом розділу

Обіг цінних паперів відбувається на ринку цінних паперів, який є складовою фінансового ринку. Ефективність діяльності ринку цінних паперів залежить від дотримання таких принципів його функціонування як прозорість, відкритість, надійність захисту інвесторів, правова впорядкованість тощо. Чим ефективніше він функціонує, тим вищу ліквідність забезпечує цінним паперам.

У макроекономічному контексті призначення і основне завдання ринку цінних паперів полягає в забезпеченні нормального функціонування всього госпо-

дарського механізму шляхом інвестування в економіку ресурсів та перерозподілі їх із використанням фінансових інструментів — цінних паперів.

У вужчому сенсі ринок цінних паперів призначений забезпечити можливість емітентам реалізувати власні цінні папери, а інвесторам — їх придбати.

З цією метою об'єктивно створилася система фінансового посередництва на фондовому ринку. В українській практиці посередники називаються професійними учасниками фондового ринку, до яких належать ділери, брокери, андеррайтери, біржі, зберігачі, депозитарії тощо. Фінансові посередники забезпечують ліквідність цінних паперів.

Біржі виступають основними організаторами торгівлі цінними паперами. Вони забезпечують організаційні, технічні та інші умови для укладання угод із цінними паперами. Поряд із біржами активно розвиваються позабіржові торгові системи. Однак зараз грань між біржовим та позабіржовим ринком зникає, оскільки всі організатори торгівлі запроваджують сучасні комп'ютерні технології для здійснення своєї діяльності й встановлюють певні правила торгівлі та допуску емітентів до торгів. Нині поряд з біржами, що мають торгові майданчики, статус біржі набувають електронні торговельно-інформаційні системи. Організований (організаційно оформлений) ринок цінних паперів виконує важливу функцію визначення ринкової ціни цінних паперів, оскільки торги відбуваються централізовано і є можливість зіставлення попиту та пропозиції.

На основі біржових котирувань розраховують різноманітні біржові та фондові індекси, які слугують індикаторами стану й тенденцій розвитку фондового ринку.

Шляхом випуску цінних паперів компанії можуть залучати фінансовий капітал для реалізації масштабних інвестиційних проектів і за межами своєї країни. Однак у такому разі вони мають пройти процедуру первинного публічного розміщення (IPO). IPO є найефективнішим способом залучення інвестицій та розширення бізнесу.

Функціонування фондових ринків пов'язане з безперервними змінами. Наявність змін, власне, й свідчить про розвиток. Національні та світовий фондові ринки успішно змінюють межі, обсяги, форми, розширюється коло учасників, упроваджуються нові фінансові інструменти, вдосконалюються технології торгівлі ними. Загальні тенденції розвитку світового фондового ринку свідчать про поглиблення організованості, технологічності, масштабності та врегульованості усіх процесів, що на ньому відбуваються.



Терміни та поняття

ринок цінних паперів, первинний та вторинний ринки цінних паперів, фондова біржа, моноцентрична та поліцентрична біржові системи, біржова система змішаного типу, лістинг, делістинг, free-float публічної компанії, брокер, дилер, котирування, ціновий спред, первинне публічне розміщення (IPO)



Запитання для перевірки знань

1. Чим відрізняється організований ринок цінних паперів від неорганізованого?
2. У чому полягає відмінність між первинним та вторинним ринком цінних паперів?
3. На яких основних принципах функціонування базується ринок цінних паперів?
4. Якими є основні функції ринку цінних паперів?
5. Яку роль на ринку цінних паперів відіграють фондові біржі?
6. Дайте характеристику організації біржової фондової системи в Україні.
7. Що таке лістинг та делістинг? У чому полягає доцільність лістингу?
8. Що таке котирування?
9. Що відображає біржовий індекс? Назвіть найвідоміші біржові індекси.
10. Які об'єднання фондових бірж відбулися в Європі?
11. Що являють собою альтернативні ринки?
12. Що являє собою IPO?
13. Висвітліть новітні тенденції розвитку світового ринку цінних паперів.
14. Якими є ознаки глобалізації світового ринку цінних паперів?



Завдання для індивідуальної роботи

Для написання теоретичної роботи (реферату, аналітичного огляду статей тощо) студентів пропонується обрати одну із тем:

1. Міжнародні тенденції в розвитку фондових бірж та позабіржових торгово-інформаційних систем.
2. Позабіржові комп'ютерні ринки цінних паперів. Торгівля цінними паперами в Інтернеті.
3. Розвиток організаційно оформленого ринку цінних паперів в Україні.
4. Перспективи розвитку фондових бірж в Україні.
5. Сучасні тенденції біржової торгівлі цінними паперами.
6. Перспективи виходу України на світовий фондовий ринок.



Рекомендована література

1. Біржова діяльність : Навч. посіб. / Т. В. Пепа, Т. І. Пішеніна, В. В. Лавринович. — К.: Ліра-К, 2009.
2. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций. — 4-е изд.: Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2008.

3. *Гаршина О. К.* Цінні папери : Навч. посібник. — К.: Центр навч. літ., 2006.
4. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А. Лукашов, А. Могин; [ред. А. Комарец, Л. Мордвинцева]. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина-Бизнес Букс, 2008.
5. Рынок ценных бумаг: теория и практика / Под ред. В. А. Галанова. — М: Финансы и статистика, 2008.
6. Словарь по проведению первичного размещения акций (IPO) / Материалы Deloitte & Touche Regional Consulting Services Limited. — 2006. — www.deloitte.com.
7. Торгівля цінними паперами в Україні : Навч. посібник / [К. К. Бовкун, Д. С. Бутенко, Ю. Я. Кравченко, П. Ф. Григор'єв та ін.; кер. авт. кол. А. І. Топішко]. — К.: АДС УМКЦентр, 2008.
8. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок : Навч. посіб. — К.: Знання-Прес, 2008.



- 8.1. Склад учасників ринку цінних паперів
- 8.2. Діяльність банків на ринку цінних паперів
- 8.3. Інститути спільного інвестування як суб'єкти портфельного інвестування
- 8.4. Інвестиційна діяльність страхових компаній та недержавних пенсійних фондів

◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**

- сутність та склад учасників ринку цінних паперів;
- зміст діяльності інституційних та індивідуальних інвесторів у процесі портфельного інвестування;
- види професійної діяльності на фондовому ринку;
- цілі, операції, моделі діяльності банків на ринку цінних паперів;
- особливості діяльності інститутів спільного інвестування в процесі портфельного інвестування;
- специфіку інвестиційної діяльності Life та Non-life страхових компаній;
- правила інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів,

◆ **а також УМІТИ:**

- аналізувати структуру та динаміку портфеля цінних паперів банку;
- аналізувати структуру та динаміку інвестиційного портфеля ІСІ, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів.

8.1. СКЛАД УЧАСНИКІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Різноманітність цінних паперів та операцій, які з ними проводять, визначають склад учасників ринку цінних паперів, специфіку функціонування й регулювання їхньої діяльності.

Учасники ринку цінних паперів — юридичні й фізичні особи, які здійснюють професійну і допоміжну діяльність на цьому ринку. Основні класифікації учасників ринку цінних паперів наведено на рис. 8.1.

У кожній країні перелік учасників ринку цінних паперів та умови їхньої діяльності визначає держава. Згідно зі ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV учасниками ринку цінних паперів є емітенти, інвестори, саморегулювальні організації та особи, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів.

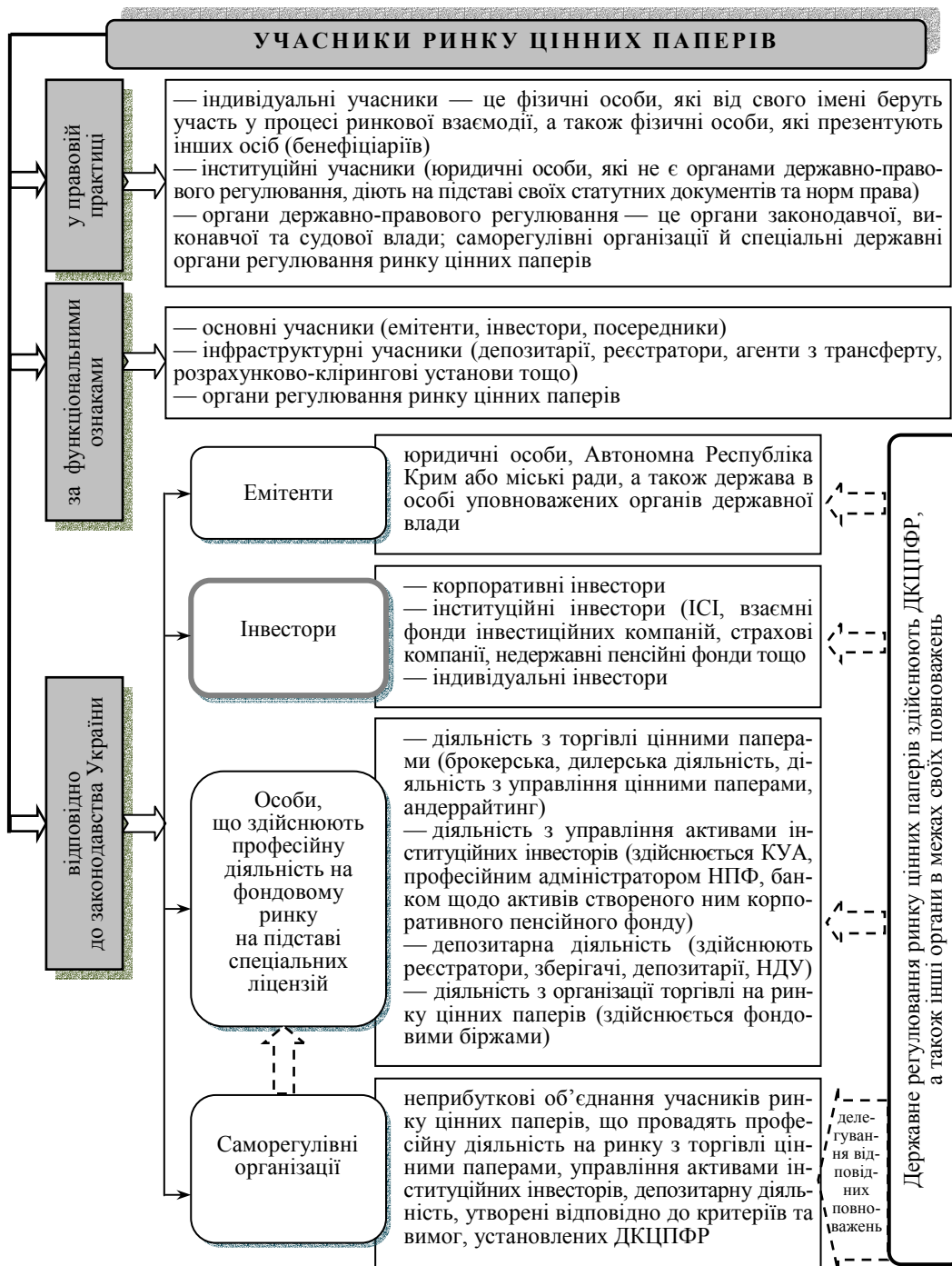


Рис. 8.1. Класифікація учасників ринку цінних паперів

Емітенти (issuer) — особи, які від власного імені випускають цінні папери й несуть зобов'язання за цими цінними паперами, що впливають з умов випуску їх.

Емітенти належать до основних учасників ринку цінних паперів; вони є тими організаціями, що споживають інвестиційні ресурси, використовуючи їх для реалізації конкретних інвестиційних проектів.

Найсуттєвішими ознаками класифікації емітентів є:

- види емітентів як форми державно-правового утворення (держава, органи муніципальної влади, суб'єкти господарювання);
- напрями професійної діяльності емітента (промислові й торговельні компанії; комерційні банки; інвестиційні компанії й інвестиційні фонди; страхові компанії, пенсійні фонди та інші інституційні інвестори);
- інвестиційна привабливість емітента;
- політика емітента на ринку цінних паперів (активна, розрахована на залучення стратегічних інвесторів, подрібнення капіталу тощо);
- національна належність емітента (резиденти, нерезиденти).

Інвестори на ринку цінних паперів (investor) — фізичні або юридичні особи, що купують цінні папери від свого імені й за власний рахунок з метою отримання доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власникові цінних паперів.

Інвестори різняться за стратегією й тактикою діяльності на фондовому ринку. За стратегією діяльності інвесторів поділяють на *стратегічних, портфельних і спекулянтів*, за тактикою — на *ризикових, поміркованих і консервативних*.

Стратегічні інвестори ставлять за мету не отримання прибутку від володіння акціями, а здобуття можливості впливу на функціонування акціонерного товариства. Міру такого впливу визначає кількість акцій, яка належить інвесторові.

У Законі України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 року № 514-VI виокремлено значний пакет акцій — пакет із 10 % і більше простих акцій та контрольний пакет акцій — 50 % і більше простих акцій акціонерного товариства (контрольний або вирішальний вплив на діяльність суб'єкта господарювання здійснюється шляхом реалізації права володіння або користування всіма активами чи їх значною часткою, права вирішального впливу на формування складу, результати голосування та прийняття рішення органами управління, а також вчинення правочинів, які надають можливість визначати умови господарської діяльності, давати обов'язкові до виконання вказівки або виконувати функції органу управління суб'єкту господарювання).

Портфельні інвестори сподіваються на отримання доходу від цінних паперів, що перебувають в їхніх портфелях. Під час вибору фінансових інструментів для формування інвестиційного портфеля інвестори зазвичай зважають на три основні критерії — ліквідність, дохідність і рівень ризику. Досягнення оптимального значення за всіма критеріями одночасно неможливе, тому залежно від своєї мети інвестори виокремлюють такі типи портфелів цінних паперів: портфель зростання, портфель доходу, портфель ризикового капіталу, збалансований портфель, спеціалізований портфель.

Спекулянти значною мірою забезпечують ліквідність ринку цінних паперів, перебираючи на себе основні ризики операцій на ринку цінних паперів. За ха-

рактором своїх операцій вони наближаються до професійних учасників ринку цінних паперів.

Як ми зазначали вище, залежно від намірів інвесторів під час формування інвестиційного портфеля вони поділяються на ризикових, консервативних і поміркованих. Для цих типів інвесторів характерне певне співвідношення між припустимим рівнем ризику і бажаним рівнем доходу.

Ризикові інвестори здебільшого спираються на принцип: максимум дохідності інвестиційного портфеля за можливого ризику. Дохідність портфеля вони розглядають у короткому проміжку часу, щоб склад акцій, ціна яких зростає, постійно поновлювався.

Консервативні інвестори обирають іншу тактику: портфель цінних паперів формують з огляду на довготермінову перспективу, тому фінансові інструменти, що входять до його складу, змінюються рідко.

Поміркованими є інвестори, котрі, як правило, намагаються формувати портфель цінних паперів, придатний рівень дохідності якого має відповідати прийнятному рівню ризику.

За своїм статусом інвестори можуть бути *корпоративними, інституційними та індивідуальними*.

Корпоративні інвестори — це переважно акціонерні товариства, що мають вільні грошові кошти.

Інституційні інвестори — це портфельні інвестори, які формують портфель цінних паперів на підставі фундаментального прогнозу поведінки їхніх котирувань у довготерміновому і середньотерміновому періодах, а потім управляють цим портфелем. Зазвичай це фахівці, робота яких полягає в управлінні чужими коштами. Автори підручника «Інвестиції» 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 всі доходи з нього. Утім, 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, здійснювані трастовими відділами банків¹.

Відповідно до українського законодавства інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках передбачених законодавством, — також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку чи збереження реальної вартості фінансових активів².

Індивідуальні або приватні інвестори — це фізичні особи, які використовують свої нагромадження для придбання цінних паперів. Індивідуальний інвес-

¹ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Інвестиції : Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2001.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV.

тор найчастіше зацікавлений у тому, щоб вільні грошові кошти принесли прибуток, що слугуватиме джерелом доходів при досягненні пенсійного віку або забезпечить фінансову стабільність його родині.

Професійні учасники — юридичні та фізичні особи, які займаються професійною діяльністю на ринку цінних паперів на підставі спеціальних ліцензій, зокрема й посередницькою діяльністю з випуску та обігу цінних паперів.

Професійна діяльність на ринку цінних паперів визначається як підприємницька діяльність з перерозподілу фінансових ресурсів за допомогою цінних паперів та організаційного, інформаційного, технічного та іншого обслуговування випуску та обігу цінних паперів, що є, як правило, єдиним або переважним видом діяльності.

Я. Міркін¹ об'єднує види професійної діяльності на фондовому ринку у дві групи: 1) перерозподіл грошових ресурсів і фінансове посередництво (брокери, дилери, органи торгівлі цінними паперами); 2) організаційно-технічне обслуговування операцій з цінними паперами (депозитарії, реєстратори, клірингові установи).

Відповідно до українського законодавства на ринку цінних паперів здійснюються такі види професійної діяльності:

- ◆ діяльність з торгівлі цінними паперами;
- ◆ діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- ◆ діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів;
- ◆ депозитарна діяльність².

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку провадиться торговцями цінними паперами — господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є винятковим видом діяльності, а також банками.

Не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами: розміщення емітентами власних цінних паперів; викуп емітентом власних цінних паперів; проведення суб'єктами господарювання розрахунків із використанням векселів та/або заставних; проведення юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі-продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на здійснення брокерської діяльності, а також на підставі договорів купівлі-продажу або міни, укладених безпосередньо з торговцем цінними паперами; внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб.

Без участі торговця цінними паперами можуть здійснюватися такі операції: дарування та спадкування цінних паперів; операції, пов'язані з виконанням рішення суду; придбання акцій відповідно до законодавства про приватизацію.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами включає:

- брокерську діяльність;
- дилерську діяльність;
- андеррайтинг;
- діяльність з управління цінними паперами.

¹ Міркін Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV.

Брокерська діяльність — здійснення цивільно-правових угод щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів в обмін на поставку їх новому власникові на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів. Брокери надають послуги з укладання угод за рахунок клієнтів. За виконання доручених дій клієнти сплачують брокерам комісійну винагороду. Вони відкривають і ведуть власні рахунки та рахунки клієнтів у депозитаріях і розрахунково-клірингових установах.

Основним документом, що визначає відносини брокера і клієнта, є договір доручення чи договір комісії. За договором доручення брокер діє як повірений, тобто від імені клієнта і за його рахунок. Здійснюючи угоду за договором комісії, брокер діє як комісіонер і укладає угоди від власного імені, але за рахунок клієнта.

Дилерська діяльність — здійснення цивільно-правових угод щодо купівлі-продажу цінних паперів від свого імені й за власний рахунок шляхом публічного оголошення цін купівлі та(або) продажу із зобов'язанням виконання угод за цими цінними паперами за оголошеними цінами. Джерелом доходу дилера є різниця між ціною продажу певного цінного папера та ціною його придбання.

Діяльність з управління цінними паперами — діяльність, що здійснюється торговцем від свого імені за винагороду впродовж визначеного терміну на підставі відповідного договору щодо управління переданими у володіння цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, які належать на правах власності установнику управління, в інтересах цієї особи або визначених цією особою третіх осіб.

Для передання цінних паперів в управління оформляють договір про управління, за яким засновник управління передає керівникові на певний термін цінні папери або грошові кошти, призначені для придбання цінних паперів. Керівник має забезпечити окремий облік власних і отриманих від клієнта цінних паперів та грошових коштів. Керівник має право управляти активами особи, котра уклала з ним договір, здійснювати експертизу угод із цінними паперами, юридичне консультування й забезпечення емісії цінних паперів, проведення операцій із цінними паперами з обов'язковим обґрунтуванням доцільності їх, прогнозувати позицію ринку з метою визначення доцільності інвестицій.

Андеррайтинг — розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань. З метою організації публічного розміщення цінних паперів андеррайтери можуть укладати між собою договір про спільну діяльність.

Під час виконання операцій із цінними паперами *торговці зобов'язані*:

- діяти в інтересах клієнтів;

- на вимогу клієнтів попереджати їх про ризики конкретної угоди з цінними паперами;
- узгоджувати з клієнтом рівень можливого ризику щодо виконання операцій купівлі-продажу або обміну цінних паперів, зокрема й щодо ліквідності цінних паперів, що купуватимуться;
- на вимогу клієнтів надавати інформацію щодо ринкової вартості цінних паперів, тощо.

Торговці не мають права:

- ◆ розголошувати комерційну таємницю клієнтів, за винятком випадків надання такої інформації на вимогу уповноважених державних органів;
- ◆ задовольняти вимоги кредиторів за рахунок цінних паперів і грошових коштів, що належать клієнтам;
- ◆ передовіряти виконання замовлень третім особам, якщо це не передбачено договором з клієнтом;
- ◆ здійснювати діяльність з цінними паперами, які не зареєстровані в установленому законодавчому порядку або емісія яких визнана недобросовісною;
- ◆ здійснювати обмін одних цінних паперів на інші, якщо в обміні задіяні цінні папери, емітентом яких є торговець або його афільовані особи, тощо.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів — діяльність, здійснювана відповідно договору компанією з управління активами (КУА), пенсійним адміністратором недержавного пенсійного фонду щодо активів фонду адміністратором якого він є, банком щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду.

КУА є господарським товариством, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інститутів спільного інвестування (корпоративних та паєнових інвестиційних фондів), пенсійних фондів на підставі відповідної ліцензії. КУА може здійснювати діяльність з управління іпотечним покриттям. КУА може одночасно здійснювати управління активами кількох інституційних інвесторів.

Особа, яка здійснює управління активами інституційних інвесторів, виконує такі функції:

- ◆ аналізує активи, що належать інституційному інвестору та перебувають в її управлінні, та активи, в які планується здійснити інвестування;
- ◆ здійснює моніторинг вартості активів, що належать інституційному інвестору та перебувають в її управлінні;
- ◆ проводить розрахунок ризиків при здійсненні інвестування активів, що належать інституційному інвестору та перебувають в її управлінні;
- ◆ здійснює розрахунок дохідності та ризиковості інвестиційного портфеля інституційного інвестора;
- ◆ складає й надає до ДКЦПФР звітність та іншу інформацію відповідно до законодавства;
- ◆ забезпечує режим конфіденційності щодо планування інвестиційної діяльності інституційного інвестора;
- ◆ забезпечує розкриття інформації відповідно до законодавства.

КУА або особа, яка здійснює діяльність з управління активами інституційних інвесторів, повинна виконувати щодо активів інституційного інвестора, які перебувають в її управлінні, такі обов'язки:

- управляти активами інституційного інвестора відповідно до вимог законодавства;
- діяти в інтересах інституційного інвестора (формуванню інвестиційний портфель відповідно до інвестиційної декларації з метою отримання максимального доходу при мінімально можливих ризиках, з урахуванням умов, зазначених у договорі про управління активами, кон'юнктури ринку цінних паперів, ризику вибору контрагента та інших факторів ризику);
- аналізувати інформацію щодо зміни вартості цінних паперів та приймати оперативні рішення щодо цінних паперів, які перебувають у портфелі інституційного інвестора, тощо.

В Україні основними нормативними актами, що регулюють діяльність з управління активами інституційних інвесторів, є Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року № 2299-III, Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9 липня 2003 року № 1057-IV», «Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів», затверджене рішенням ДКЦПФР 2 листопада 2006 року № 1227, які визначають порядок ліцензування, функції, обов'язки, встановлюють обмеження на діяльність осіб, які здійснюють діяльність з управління активами.

Депозитарна діяльність — надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форм їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включно із клірингом та розрахунками за угодами щодо цінних паперів) й обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів — надання послуг, які безпосередньо сприяють укладанню цивільно-правових угод щодо цінних паперів на біржовому й організаційно оформленому позабіржовому ринку. Біржові торговельні майданчики виступають ціноутворюючим інструментом фондового ринку й орієнтуються на обслуговування вторинного ринку цінних паперів, на якому цінні папери перерозподіляються від їхніх перших покупців наступним власникам. Позабіржові торговельні майданчики слугують або для виконання значних адресних угод (угод між певним продавцем і певним покупцем), або є формою взаємодії значної кількості приватних інвесторів із великими інвестиційними компаніями.

8.2. ДІЯЛЬНІСТЬ БАНКІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Банки є учасниками ринку, які контролюють великі обсяги фінансових ресурсів і забезпечують спрямування заощаджених капіталів у інвестиції. Банки є невід'ємними і обов'язковими суб'єктами будь-якої схеми фінансової трансакції за умов централізованого ринку цінних паперів.

У різних країнах роль і місце банків на фондовому ринку різні. У світовій практиці вирізняють кілька моделей, за якими банки допускають на фондовий ринок. Наприклад, колектив авторів під керівництвом А. М. Мороза залежно від ролі банків на ринку цінних паперів виокремлює три моделі: банківську, небанківську і змішану¹.

Банківська модель (європейська, універсальна) характеризується найактивнішою роллю банків порівняно з іншими фінансовими посередниками на фондовому ринку. Модель універсальної банківської справи характерна для Німеччини, Нідерландів, Швейцарії та інших країн континентальної Європи. Британська модель (властива для Великої Британії, Австралії, Канади) відрізняється від універсальної моделі стриманістю банків в участі в операціях на фондовому ринку та незначним рівнем участі банків як стратегічних інвесторів у капіталі нефінансових компаній. Модель правового відокремлення (небанківська) характерна для США, де банківський бізнес обмежений в інвестиційній та посередницькій діяльності на ринку корпоративних цінних паперів. Змішана модель характеризується присутністю і діяльністю на ринку корпоративних цінних паперів як банків, так і спеціалізованих інвестиційних інституцій. Особливий інтерес викликають протилежні підходи, що становлять основу американської та європейської моделей, розглянемо їх детальніше.

У **США** існувало законодавче розмежування функцій фінансового посередництва. Під впливом кризових явищ за часів Великої депресії у країні виникла потреба захисту інтересів суспільства й окремих інвесторів від ризиків на фінансовому ринку, з огляду на це було ухвалено Закон Гласса—Стігала (1933 р.) та Закон про цінні папери (1933 р.). Закон Гласса—Стігала обмежував участь комерційних банків в операціях із цінними паперами. Федеральним банкам було заборонено гарантувати розміщення цінних паперів (за винятком зобов'язань казначейства США і деяких урядових зобов'язань), а також здійснювати операції із цінними паперами за свій рахунок; обмеження поширювалися й на банки штатів, які входять до ФРС. Дозвіл існував лише на деякі види висококласних боргових зобов'язань, включно з паперами корпорацій, проте заборонялося гарантувати розміщення їх. Саме тому 90 % інвестиційного портфеля банків становили зобов'язання федерального уряду і федеральних агенцій, цінні папери штатів і муніципальні облігації. Банкам також дозволялось виконувати деякі функції брокерів, купуючи й продаючи акції та облігації промислових компаній за рахунок клієнтів. Американські комерційні банки також здійснювали значний обсяг трастових послуг, фактично вони виступали власниками великих пакетів акцій промислових фірм.

Після обмеження діяльності універсальних банків у США поряд із комерційними з'явилися інвестиційні банки (Investment Banks), які спеціалізуються переважно на довготермінових вкладеннях у фінансові активи та емісійних операціях (ролі класичних комерційних банків вони не виконують).

Зараз комерційним банкам у США дозволено також проводити операції з корпоративними цінними паперами, вони навіть можуть виступати як інституції інфраструктури, наприклад The Bank of New York є одним з найбільших банків-

¹ Банківські операції: Підручник / За ред. А. М. Мороза. — 3-тє вид., перероб. і доп. — К.: КНЕУ, 2008.

депозитаріїв. Але комерційним банкам заборонено працювати за дилерськими схемами на ринку корпоративних цінних паперів. У нефінансовий сектор комерційні банки не допускаються як стратегічні інвестори.

Юридично американська модель припинила існування у жовтні 1999 року, коли конгрес США ухвалив закон Гремма—Ліча—Блілей. Відповідна частина закону змінила сутність американської моделі участі банків на фондовому ринку, дозволивши комерційним банкам скуповувати контрольні пакети акцій інвестиційних банків, страхових компаній, а також проводити андеррайтинг та гарантування розміщення цінних паперів.

Чисельні корпоративні скандали навколо виробничих компаній у 2002 році призвели до прийняття у США нового закону — закону Сарбейнса—Окслі. Безпосередньо цей закон, що реально набув чинності на початку 2003 року, не стосувався банків, але ним запроваджувалися нові вимоги до аудиторського комітету та значно підсилювалася система контролю достовірності інформації, що її мають розкривати комерційні та інвестиційні банки як емітенти. Емітенти, цінні папери яких зареєстровані у США, в тому числі й банки, будуть розкривати інформацію в режимі реального часу. Особливий інтерес викликає той факт, що закон Сарбейнса—Окслі підвищує вимоги до розкриття інформації не тільки банками в США, а й банками, що зареєстровані за межами США, але цінні папери яких котируються на організованому фондовому ринку США. Наголосимо, що у США акцент у банківському регулюванні змістився з політики обмежень або послаблень ролі комерційних банків на ринку корпоративних цінних паперів до підвищення загальних стандартів розкриття інформації та якості банківської звітності.

Практично за сімдесят років у США утворилася стійка кон'юнктура, тому зміни, що приніс закон Гремма—Ліча—Блілей, вплинули тільки на вузькі місця ринку корпоративних паперів, що перебували під високим конкурентним тиском. Утім, назагал система зв'язків між нефінансовими компаніями та фінансовим сектором, що складалася у США десятиліттями, не змінилась. Комерційним банкам і досі обмежують доступ до ринку корпоративних цінних паперів промислових компаній.

Представником універсальної моделі залишається банківська система **Німеччини**. Універсальні банки надають довготермінові кредити, вкладають кошти у власний капітал підприємства, що дає змогу банкам стежити за фінансовим станом підприємства, його виробничою діяльністю, а також підвищує конкурентоспроможність німецьких корпорацій на світовому ринку. Комерційні банки мають право здійснювати всі види операцій із цінними паперами.

Макроекономічні параметри німецької моделі вказують на те, що сама модель зазнавала змін із плином часу. Динамізм моделі представлений насамперед збільшенням ролі цінних паперів як інструмента розміщення ресурсів. Так, від 1950-го до 2002 року частка вкладень німецьких банків у цінні папери зросла із 1,8 % до 19,3 %. Виявлені тенденції свідчать про зростання ролі комерційних банків Німеччини на ринку цінних паперів передовсім як інвесторів¹.

¹ Шапран В. С. Участь банків у формуванні моделі ринку корпоративних цінних паперів, міжнародний аспект // Вісник НБУ. — 2003. — № 8. — С. 62—66.

Від 1994 року інтерес німецьких банків до небанківських цінних паперів поступово спадає, таку тенденцію пов'язують із приходом на європейський ринок великих американських та японських інвестиційних банків, таких як Namura Securities, Merrill Lynch, Lehman Brothers. Разом із тим європейська система регулювання максимально наближена до тих стандартів, що їх пропонує банкам Базельський Комітет.

Базельський Комітет 2001 року вніс корективи в розвиток системи регулювання операцій банків із корпоративними цінними паперами в Європі. Фактично із змінами, що відбулися, європейська та американська моделі наблизилися одна до одної, але в європейській моделі комерційні банки залишаються на ринку корпоративних цінних паперів як портфельні інвестори.

У деяких країнах світу участь банків на ринку корпоративних цінних паперів визначається моделями, заснованими на традиціях. В Японії дозволено створювати інвестиційні банки, але комерційним банкам не заборонено проводити операції і розмішувати ресурси на ринку цінних паперів нефінансових компаній. Саме в Японії можна спостерігати створення фінансово-промислових груп у складі із найбільшими банками країни.

З огляду на аналіз наявних моделей організації діяльності банків на ринку цінних паперів у світовому масштабі, головною функцією, яку має виконувати національна модель операцій банків на ринку цінних паперів, є забезпечення тривалого економічного зростання на макро- та мікрорівнях одночасно із високим рівнем безпеки банківського сектору.

Згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 року № 2121-III банки за умови отримання письмового дозволу НБУ мають право виконувати такі операції із цінними паперами:

- емісію власних цінних паперів;
- організацію купівлі та продажу цінних паперів за дорученням клієнтів;
- операції на ринку цінних паперів від свого імені (включно з андеррайтингом);
- інвестування у статутні фонди та акції інших юридичних осіб;
- операції за дорученням клієнтів або від свого імені з інструментами грошового ринку і з фінансовими ф'ючерсами та опціонами;
- довірче управління цінними паперами за договорами з юридичними та фізичними особами;
- депозитарну діяльність і діяльність із ведення реєстрів власників іменних цінних паперів;
- надання консультаційних та інформаційних послуг щодо операцій з цінними паперами.

Відповідно до «Положення щодо організації діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на ринку цінних паперів», затвердженого Рішенням ДКЦПФР від 16.03.2006 року № 160, до професійної діяльності на фондовому ринку, яку можуть здійснювати банки, належить діяльність щодо: випуску та обігу цінних паперів; депозитарна діяльність зберігача цінних паперів; діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів; діяльність з управління цінними паперами. Банк має

організувати свою діяльність на ринку цінних паперів у складі організаційно відокремлених внутрішніх спеціалізованих структурних підрозділів.

У процесі своєї діяльності на фондовому ринку банки дбають про такі основні цілі:

- ◆ залучення додаткових грошових ресурсів для традиційної кредитної й розрахункової діяльності на основі емісії цінних паперів;
- ◆ отримання прибутку від власних інвестицій у цінні папери;
- ◆ отримання прибутку від надання клієнтам послуг з операцій із цінними паперами;
- ◆ конкурентне розширення сфери впливу банку і залучення нової клієнттури за рахунок участі в капіталах підприємств і організацій;
- ◆ підтримку необхідного запасу ліквідності при забезпеченні дохідності та вкладенні в ліквідні засоби банку;
- ◆ отримання додаткових прибутків від помірної спекуляції цінними паперами і страхування фінансових ризиків клієнтів шляхом операцій із похідними цінними паперами.

Загалом існують різні класифікації банківських операцій із цінними паперами залежно від об'єкта операцій, отриманого доходу або мети проведення операцій. Детальніше розглянемо основні операції банків на фондовому ринку.

Емісійна діяльність комерційних банків полягає у випуску власних цінних паперів з метою залучення коштів для формування і поповнення статутного капіталу, а також тимчасового залучення ресурсів для проведення окремих банківських операцій, фінансування певних програм. Випуск банком цінних паперів відбивається у пасивних операціях банків.

Принципова відмінність банківських цінних паперів від акцій і векселі, випущених небанківськими установами, полягає в тому, що банківські цінні папери емітуються установами, за якими встановлений жорсткий контроль з боку Центрального банку. У своїй роботі комерційний банк спирається на низку обов'язкових нормативів, які забороняють йому довільно знижувати ліквідність балансу і достатність капіталу. Також порядок ліцензування і контроль за комерційними банками істотно підвищує позиції банківських цінних паперів. Єдину серйозну конкуренцію банківським паперам можуть становити боргові зобов'язання або акції великих промислових підприємств.

Функції банку як емітента з обслуговування власних цінних паперів полягають у: випуску цінних паперів; організації розміщення цінних паперів на первинному ринку; забезпеченні ліквідності; виплаті дивідендів акціонерам; веденні реєстру за іменними цінними паперами; купівлі-продажу акцій банку на вторинному ринку.

Банки можуть виступати **інвесторами** на фондовому ринку. В процесі інвестиційної діяльності банки формують власний портфель цінних паперів.

Банківський портфель цінних паперів — це сукупність усіх придбаних банком цінних паперів, паїв та вкладень в інші компанії, які здійснені за рахунок коштів, що перебувають у розпорядженні банку, з метою отримання доходів у вигляді відсотків, дивідендів, прибутків від перепродажу та інших прямих і непрямих доходів.

Виокремлюють такі основні функції банківського портфеля цінних паперів:

- компенсація кредитного ризику з портфеля банківських позик;
- генерування доходів банку незалежно від фаз ділового циклу;
- забезпечення географічної диверсифікації;
- підтримка ліквідності;
- зниження податкових виплат банку;
- забезпечення гнучкості портфеля активів;
- поліпшення фінансових показників банківського балансу.

Управління портфелем цінних паперів банку передбачає планування, аналіз і регулювання структури портфеля, діяльність щодо його формування й підтримки з метою досягнення певних цілей. Вибір інвестиційної політики банки здійснюють традиційними показниками: ліквідність, дохідність, ризикованість. Основними цілями є отримання відсотків (дивідендів), збереження капіталу і забезпечення приросту капіталу на підставі збільшення курсової вартості цінних паперів.

Питання стосовно віднесення цінних паперів до портфеля банку регулюються такими нормативними документами НБУ: «Інструкцією з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України» від 03.10.2005 р. № 358, «Положенням про порядок формування резервів під операції банків України з цінними паперами» від 02.02.2007 р. № 31 та «Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28.08.2001 р. № 368.

Портфель цінних паперів банку, згідно із нормативними вимогами НБУ, можна розділити на такі види:

- ◆ цінні папери в торговому портфелі;
- ◆ цінні папери в портфелі на продаж;
- ◆ цінні папери в портфелі до погашення;
- ◆ інвестиції в асоційовані та дочірні компанії.

Усі цінні папери, що придбані банком, обліковуються на балансі залежно від того, до якого портфеля вони належать.

Цінний папір належить до певного портфеля залежно від таких чинників:

- наміри інвестора під час придбання (тривалість періоду та мета придбання);
- характеристики цінного папера, такі як ліквідність, дохідність та наявність активно діючого ринку;
- фактичний період зберігання у портфелі банку.

Торговий портфель банку формується з боргових цінних паперів та акцій, придбаних банком для отримання прибутку від короткотермінових коливань ринкової ціни цих інструментів. Як правило, до нього входять лише високоліквідні цінні папери, що пройшли процедуру лістингу на організованому ринку, крім того, емітент повинен мати високий рівень капіталізації та надавати відкритий доступ до інформації про власну діяльність. Частку цінних паперів у торговому портфелі кожен банк встановлює відповідно до обраної інвестиційної політики. Переведення цінних паперів з торгового портфеля до інших портфелів банку або навпаки не допускається.

Портфель на продаж банку включає:

- боргові цінні папери з фіксованою датою погашення, які банк не має наміру тримати до настання дати погашення;

- цінні папери, які банк готовий продати у зв'язку зі зміною відсоткових ставок, виникнення потреби у ліквідних коштах, наявності альтернативних напрямів інвестування;
- акції та боргові цінні папери, за якими неможливо достовірно визначити справедливую вартість;
- фінансові інвестиції в асоційовані та дочірні компанії, які придбані та утримуються винятково для продажу впродовж 12 місяців від дати придбання;
- інші цінні папери, придбані для продажу до настання дати їх погашення, та ті, що не ввійшли до торгового портфеля через перевищення ліміту (встановлюється банком в інвестиційній політиці).

Таким чином, портфель на продаж формується з цінних паперів, які банк не має наміру тримати до настання дати їх погашення, а купує на короткі строки для подальшого продажу за умови настання сприятливої ринкової кон'юнктури чи виникнення потреби у грошових коштах. Доходи банку формуються як за рахунок різниці між цінами продажу та купівлі цінних паперів (дисконтів, торговельних та комісійних доходів), так і за рахунок отриманих протягом періоду зберігання відсоткових чи дивідендних доходів.

Портфель до погашення формується з боргових цінних паперів із фіксованими платежами (або платежами, які можна чітко визначити) та фіксованими термінами погашення, які банк має намір та здатність утримувати до строку погашення для отримання відсоткових доходів.

До інвестицій в асоційовані та дочірні компанії належать пайові цінні папери емітентів, які відповідають визначенням асоційованої чи дочірньої компанії банку, за винятком тих цінних паперів, які придбані та утримуються банком винятково для продажу протягом 12 місяців від дати придбання.

Інвестиції в асоційовані та дочірні компанії обліковуються за методом участі в капіталі на останній день місяця, в якому об'єкт інвестування відповідає критеріям асоційованої чи дочірньої компанії.

Асоційована компанія — це компанія, в якій інвестор має суттєвий вплив і яка не є ані дочірньою компанією, ані спільним підприємством інвестора. Суттєвий вплив передбачає, що інвестор прямо або через дочірні компанії володіє 20 % або більше голосів об'єкта інвестування. Суттєвий вплив є, якщо інвестор прямо або через дочірню компанію володіє менш як 20 % голосів об'єкта інвестування, але виконується щонайменше 2 з таких умов: інвестор має представників у раді директорів, інвестор бере участь у визначенні стратегій та операцій компанії, здійснює обмін управлінським персоналом між інвестором та компанією.

Дочірня компанія — компанія, що контролюється іншою компанією. Контроль передбачає, що материнська компанія прямо або через дочірні компанії володіє більш як 50 % об'єкта інвестування. Контроль також має місце, якщо материнська компанія (банк) прямо або через дочірні компанії володіє часткою капіталу компанії менше 50 %, але при цьому має:

- частку управлінських голосів у компанії, що перевищує 50 % завдяки угодам з іншими інвесторами;
- право визначати фінансову та операційну політику підприємства згідно зі статутом чи угодою;

- право призначити або звільнити більшість членів ради директорів;
- право визначального голосу в раді директорів.

З метою забезпечення контролю за прямими інвестиціями банку та обмеження інвестиційного ризику, пов'язаного зі здійсненням інвестиційної діяльності, НБУ встановлює вимоги щодо цієї діяльності банків. Банки мають право здійснювати інвестиції у статутні фонди й акції інших юридичних осіб на підставі письмового дозволу НБУ (за винятком випадків, коли інвестиції в юридичну особу не перевищують 5 % від регулятивного капіталу банку, а також якщо діяльність юридичної особи обмежується наданням фінансових послуг). Банкам забороняється інвестувати кошти у підприємства, статутом яких передбачено повну відповідальність його власників. Пряма чи опосередкована участь банку в капіталі будь-якого підприємства не має перевищувати 15 % від капіталу банку, а його сукупні інвестиції — 60 %. Ці обмеження не поширюються на діяльність інвестиційних банків. Крім того, вказані обмеження не застосовуються, якщо банки придбали акції та інші цінні папери у таких випадках:

- ♦ у зв'язку з реалізацією права заставодержателя та за умови, що банк не утримує їх понад рік);
- ♦ з метою створення фінансової холдингової групи (при цьому банк придбав акції, емітентом яких є інший банк);
- ♦ у результаті андеррайтингу (при цьому цінні папери, які придбав банк, перебувають у його власності не більше року).

Як уже зазначалося, комерційні банки можуть здійснювати **професійну діяльність з торгівлі цінними паперами** (брокерську, дилерську, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами). Як *фінансовий брокер* на фондовому ринку банки виконують посередницькі (агентські) функції під час купівлі-продажу цінних паперів за рахунок і за дорученням клієнта на підставі договору комісії або договору доручення.

Як торговці цінними паперами, комерційні банки можуть за домовленістю з емітентом виступати *організаторами випуску цінних паперів* (здійснювати *андеррайтинг*).

Згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність», андеррайтинг — це купівля на первинному ринку цінних паперів із подальшим їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний чи частковий викуп їх за фіксованою ціною із подальшим перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

Розглянемо докладніше етапи андеррайтингу, характерні для міжнародної практики:

- 1) андеррайтер консультує емітента про час, термін, обсяги та інші характеристики емісії, тобто проводиться підготовка емісії;
- 2) андеррайтер здійснює викуп частки емісії або всього обсягу емісії цінних паперів у емітента. У процесі викупу емітент вчасно отримує визначену суму

коштів, необхідну для подальшої діяльності, а посередник (андеррайтер) приймає на себе ризики щодо розміщення цінних паперів на ринку. Успішне проведення андеррайтингу передбачає викуп цінних паперів за нижчою ціною і подальше розміщення їх на ринку за вищою ціною;

3) розміщує емісію серед інвесторів, можливий продаж через емісійний синдикат (консорціум) та здійснює підтримку курсу цінного папера на вторинному ринку в період первинного розміщення;

4) післяринкова підтримка цінних паперів (підтримка курсу цінного папера на вторинному ринку, як правило, здійснюється впродовж одного року);

5) аналітична й дослідницька підтримка цінних паперів (контроль динаміки курсу цінного папера та чинників, що на нього впливають).

В Україні серед перспективних напрямів функціонування комерційних банків особливе місце може належати *трастовим послугам*, які передбачають управління цінними паперами та виконання інших послуг в інтересах і за дорученням клієнта на правах його довіреної особи. Згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність» банки, отримавши відповідну ліцензію, здійснюють довірче управління коштами та цінними паперами за договорами з юридичними та фізичними особами.

Серед найприйнятніших видів трастових послуг банків із цінними паперами доцільно визначити такі:

- інвестиції у цінні папери та продаж їх за дорученням, від імені й за рахунок коштів клієнтів, котрі є власниками відповідних портфелів;
- виконання агентських послуг з платежів за цінними паперами клієнта;
- реінвестування дивідендів, відсотків та інших доходів, отриманих за цінними паперами;
- зберігання, охорону, перевезення й пересилання цінних паперів за дорученням клієнта;
- реалізацію повноважень з голосування на щорічних зборах акціонерів у разі, якщо власник акцій, передаючи їх у довірче управління банку, одночасно доручає йому відповідне право голосу;
- створення різних резервних фондів для страхування фінансових ризиків за операціями з цінними паперами клієнта, інші послуги.

Проведення банками *депозитарної діяльності зберігача та ведення реєстрів власників іменних цінних паперів* здійснюється на загальних засадах організаційно-технічного обслуговування операцій із цінними паперами, розглянутих у розділі 9.

На фондовому ринку комерційні банки надають **аналітичні та консультативні послуги**, котрі включають: дослідження інвестиційних можливостей; пошук, комплексний аналіз інвестиційно привабливих підприємств для придбання цінних паперів для клієнта; надання інформації щодо українських емітентів, цінні папери яких котируються на ринку; організаційна та інформаційна підтримка клієнта в процесі придбання цінних паперів; підготовка і сприяння в оформленні різних форм звітності в ДКЦПФР; консультування щодо процедур укладання угод тощо.

8.3. ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ ЯК СУБ'ЄКТИ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Завдяки доволі високій дохідності, перевагам в оподаткуванні, можливості зниження ризику за рахунок диверсифікації та використання професійного управління інвестиційними ресурсами інститути спільного інвестування (ІСІ) набувають дедалі більшого поширення у світі. Переважно вони презентовані інвестиційними компаніями й інвестиційними фондами.

Інвестиційні компанії (investment companies) — це тип фінансових посередників, які залучають кошти інвесторів шляхом випуску власних цінних паперів і розміщують їх на фінансовому ринку з метою приросту вартості активів і збільшення вкладень кожного учасника фонду. Головна відмінність інвестиційних компаній від інших небанківських фінансово-кредитних інститутів полягає у розміщенні їхніх активів, зокрема майже 80 % активів інвестиційних компаній становлять цінні папери корпорацій та уряду.

Головною метою створення ІСІ є ефективне використання нагромаджень населення шляхом залучення їх до інвестиційної діяльності. Таким чином, інвестиційні компанії пропонують механізм, за допомогою якого індивідуальні інвестори об'єднуються, щоб мати переваги від великомасштабного інвестування. Інвестиційні компанії справляють суттєвий вплив на економіку, який виявляється у впливі на ринок цінних паперів. Інвестиційні компанії, вкладаючи кошти в акції, сприяють зростанню їхніх цін, у такий спосіб забезпечується ліквідність цінних паперів і фондового ринку. Значні переваги набувають інвестори, вкладаючи кошти в цінні папери інвестиційних фондів:

- завдяки розміщенню вкладених коштів серед максимальної кількості галузей і компаній інвестиційні фонди досягають диверсифікації ризику вкладень;
- на постійних засадах в інвестиційних фондах працюють професійні менеджери, тож індивідуальні вкладники позбавлені необхідності щодня стежити за рухом курсів і приймати поточні рішення;
- у більшості країн діяльність інвестиційних фондів підлягає жорсткому нагляду з боку регулювальних органів; до того ж інвестиційні фонди створюють спеціальні системи управління ризиком, що забезпечує високий рівень захисту прав та інтересів інвесторів;
- торгівля великими пакетами цінних паперів дає можливість знизити витрати на проведення трансакцій;
- нині інвестиційні фонди пропонують деякі додаткові послуги клієнтам, зокрема автоматичне реінвестування дивідендів, зручні схеми вилучення вкладів, можливість обміну акцій одного фонду на акції іншого тощо.

Разом з тим у діяльності інвестиційних фондів закладено серйозний недолік. Він полягає в тому, що фонди можуть дестабілізувати ринок цінних паперів, особливо біржовий, якщо одночасно впадуться до купівлі-продажу цінних паперів.

Загалом динаміка і масштаби ринку цінних паперів впливають на розвиток ІСІ — чим вище рівень розвитку ринку цінних паперів, тим вище рівень розвитку інвестиційних компаній. Тому найбільшого розмаху вони набули у промислово розвинених країнах (США, Канаді, Японії, Великій Британії, Німеччині).

Створення інститутів спільного інвестування в Україні відбувалося паралельно з проведенням приватизації державного майна. Інвестиційні фонди працювали з приватизаційними майновими сертифікатами (ПМС), купували на них акції підприємств, що підлягали приватизації, і формували власний портфель активів. До участі в приватизаційному процесі були допущені лише закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній. Це призвело до того, що із загальної кількості інвестиційних фондів, створених в Україні, на частку закритих припадало близько 96 %.

Діяльність інститутів спільного інвестування регулював Указ Президента «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19 лютого 1994 р., згідно з яким до ІСІ в Україні належали інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Інвестиційні компанії були визначені як торговці цінними паперами, які, крім здійснення інших видів діяльності, можуть залучати кошти для спільного інвестування; для проведення діяльності в цьому напрямі вони були зобов'язані заснувати взаємний фонд, провести реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів та оприлюднити інформацію щодо емісії. Інвестиційні фонди визначалися як юридичні особи, засновані у формі закритого акціонерного товариства, що здійснюють виняткову діяльність у сфері спільного інвестування.

Зараз, згідно із Законом України «Про інститути спільного інвестування» від 15 березня 2001 року № 2299-III, в цьому напрямі здійснюють діяльність корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Відкриті інвестиційні фонди та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені до набрання чинності цього Закону, були зобов'язані ліквідуватися або привести свою діяльність до вимог Закону впродовж двох років. Закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені до набуття чинності цього Закону, здійснюють свою діяльність відповідно до Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, упродовж терміну, на який вони були створені.

Інститут спільного інвестування — корпоративний або пайовий інвестиційний фонд, який здійснює діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість. Основи діяльності ІСІ наведено на рис 8.2.

Законом визначено такі види ІСІ, які можуть бути створені на території України: залежно від порядку здійснення діяльності ІСІ може бути відкритого, інтервального та закритого типу; диверсифікованого і недиверсифікованого виду; строковими або безстроковими.

На інвестиційну діяльність ІСІ накладаються певні обмеження, зокрема їхні активи не можуть включати:

- 1) цінні папери, випущені компанією з управління активами, зберігачем, реєстратором та аудитором (аудиторською фірмою) цього ІСІ та пов'язаними особами;
- 2) цінні папери іноземних емітентів на суму, яка перевищує 20 % загальної вартості активів ІСІ;
- 3) цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на одній з провідних іноземних бірж або торговельно-інформаційних систем, перелік яких визначається ДКЦПФР;

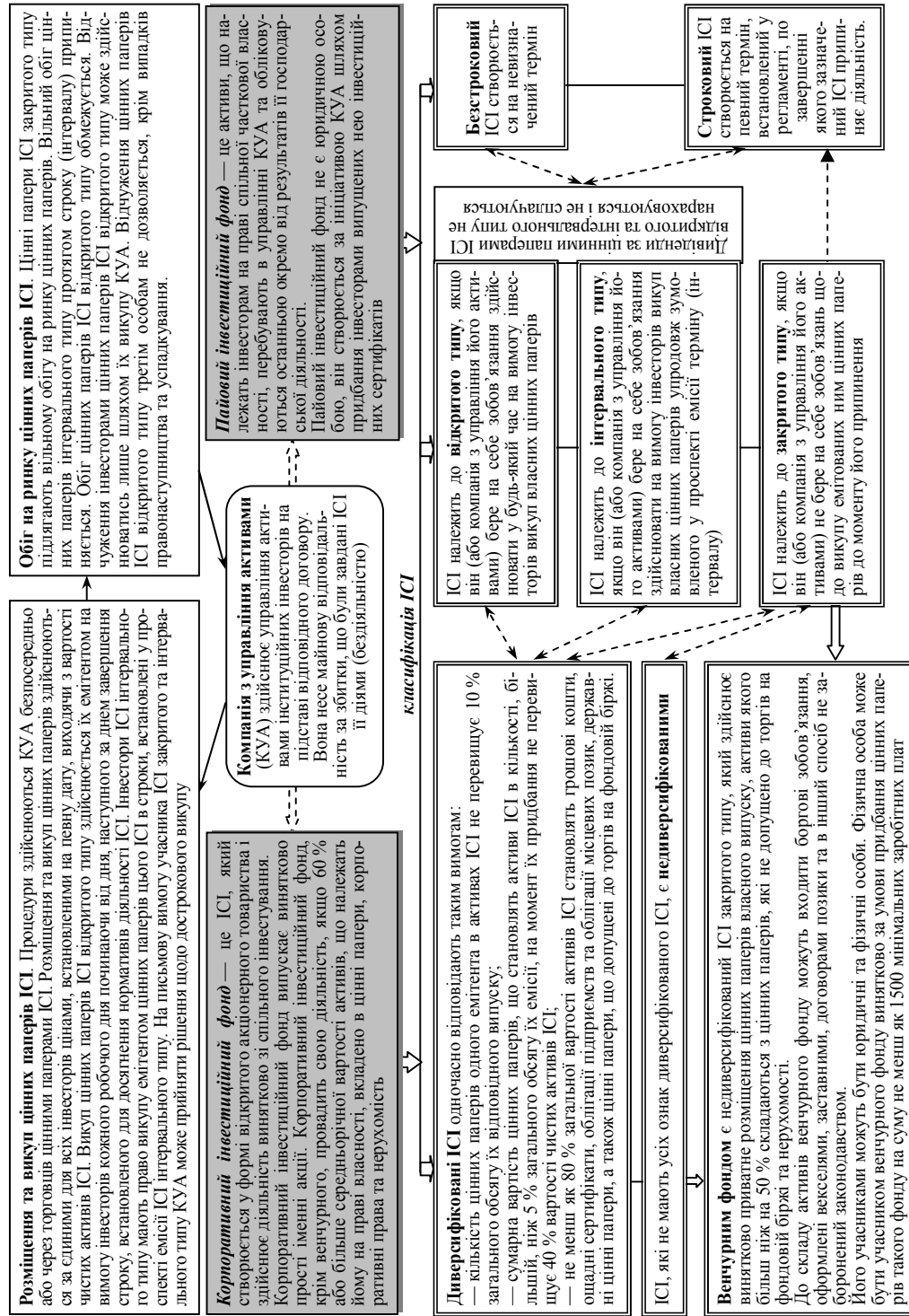


Рис. 8.2. Організація діяльності інститутів спільного інвестування

- 4) цінні папери інших ІСІ;
 - 5) векселі та ощадні (депозитні) сертифікати на суму понад 10 % вартості активів ІСІ;
 - 6) похідні цінні папери, товаророзпорядчі цінні папери, заставні, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами ДКЦПФР;
 - 7) сертифікати фондів операцій з нерухомістю;
 - 8) приватизаційні цінні папери;
 - 9) договори про участь у фонді фінансування будівництва.
- Вимоги, зазначені у п. 3, 5, 6, 7, не застосовують до венчурних фондів. Діяльність кожного виду фондів (диверсифікованого та недиверсифікованого) також має певні обмеження.

Диверсифікованим ІСІ забороняється:

- тримати в грошових коштах, на банківських депозитних рахунках, в ощадних (депозитних) сертифікатах та банківських металах понад 50 % загальної вартості активів ІСІ, при цьому не більш як 10 % загальної вартості активів ІСІ в зобов'язаннях одного банку;
- купувати або додатково інвестувати в цінні папери та зобов'язання однієї юридичної особи більш як 5 % загальної вартості активів ІСІ;
- купувати або додатково інвестувати в державні цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, понад 50 % загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати понад 10 % загальної вартості активів ІСІ в цінні папери одного випуску;
- купувати або додатково інвестувати в цінні папери органів місцевого самоврядування понад 40 % загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати понад 10 % загальної вартості активів ІСІ в цінні папери одного випуску;
- купувати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав, понад 20 % загальної вартості активів ІСІ;
- купувати або додатково інвестувати в акції та облігації іноземних інвесторів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, понад 20 % загальної вартості ІСІ;
- купувати або додатково інвестувати в інші активи, дозволені законодавством України, понад 5 % активів ІСІ;
- купувати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави, понад 10 % загальної вартості активів ІСІ;
- купувати або додатково інвестувати в об'єкти нерухомості більш як 10 % загальної вартості активів ІСІ;
- купувати або обмінювати цінні папери, емітентами яких є пов'язані особи, компанії з управління активами або зберігача.

Вартість цінних паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі та які не отримали рейтингової оцінки, не може перевищувати 20 % загальної вартості активів диверсифікованого ІСІ.

Вартість цінних паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі, та нерухомість не може становити більш як 50 % загальної вартості активів **недивер-**

сифікованого ІСІ; зазначене обмеження не поширюється на діяльність венчурних фондів.

Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з нерухомості, корпоративних прав і цінних паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі, або з цінних паперів, які не отримали рейтингової оцінки. До складу активів венчурного фонду можуть належати боргові зобов'язання (можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами позики тощо). Надання позик за рахунок коштів венчурного фонду може здійснюватися тільки юридичним особам, учасником яких є такий венчурний фонд.

Корпоративний інвестиційний фонд — це ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і здійснює діяльність винятково зі спільного інвестування.

Початковий статутний капітал корпоративного інвестиційного фонду формується за рахунок грошових коштів, державних цінних паперів, цінних паперів інших емітентів, що допущені до торгів на фондовій біржі, та об'єктів нерухомості, необхідних для забезпечення статутної діяльності. Збільшення статутного капіталу фонду здійснюється винятково за рахунок грошових коштів акціонерів, внесених шляхом придбання ними акцій.

Корпоративний інвестиційний фонд випускає винятково прості іменні акції. Розміщення акцій здійснюється після реєстрації фонду в реєстрі ІСІ за ціною, що становить вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію.

Корпоративний інвестиційний фонд здійснює свою діяльність, якщо 60 % чи більше середньорічної вартості активів, що належать йому на правах власності, вкладено в цінні папери, корпоративні права та нерухомість.

Корпоративний інвестиційний фонд не має права:

- ◆ емітувати й розміщувати цінні папери, крім акцій;
- ◆ залучати позики або кредит у розмірі, що перевищує 10 % його активів;
- ◆ надавати активи під заставу в інтересах третіх осіб;
- ◆ розміщувати акції за ціною, нижчою від номінальної вартості;
- ◆ розміщувати акції за ціною, нижчою від вартості чистих активів фонду в розрахунку на одну акцію;
- ◆ розміщувати акції понад проголошену кількість;
- ◆ відмовитися від викупу власних акцій з підстав, не зазначених у законодавчих актах.

Органами корпоративного інвестиційного фонду є загальні збори акціонерів та наглядова рада.

Пайовий інвестиційний фонд — це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності.

Пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою, він створюється за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Учасником пайового інвестиційного фонду є юридична або фізична особа, яка придбала інвестиційний сертифікат цього фонду. Частку учасника фонду засвідчує інвестиційний сертифікат.

Інвестиційні сертифікати можуть розміщуватися шляхом публічного продажу або приватного розміщення. Випуск компанією з управління активами похідних цінних паперів на підставі інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, активами якого ця компанія управляє, не допускається.

Управління активами ІСІ здійснює компанія з управління активами (КУА), яка може одночасно здійснювати управління активами кількох ІСІ.

Винагорода КУА (крім компанії з управління активами венчурного фонду) встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів ІСІ. Винагорода КУА венчурного фонду встановлюється у співвідношенні до вартості розміщеної емісії інвестиційних сертифікатів за їхньою номінальною вартістю та різницею між витратами на придбання активів фонду та доходами від їх реалізації. Винагорода компанії з управління активами сплачується грошовими коштами.

КУА несе майнову відповідальність за збитки, що були завдані ІСІ її діями (бездіяльністю), згідно із законом та відповідно до умов договору. КУА відшкодовує втрати, понесені ІСІ, який здійснює публічне (відкрите) розміщення своїх цінних паперів, якщо впродовж року вартість чистих активів ІСІ у розрахунку на один цінний папір ІСІ зменшилася нижче його номінальної вартості більш як на 20 % унаслідок порушення КУА вимог законів. Відшкодування проводиться за рахунок резервного фонду цієї компанії.

Як уже наголошувалося, ІСІ відіграють вагомую роль на фондовому ринку розвинених країн, створюючи конкуренцію банківським установам, страховим компаніям і пенсійним фондам. Через інвестиційні фонди домогосподарства можуть реалізовувати свої інвестиційні можливості, а корпорації, уряд та органи місцевого самоврядування мобілізують значний інвестиційний капітал.

8.4. ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ ТА НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

Постійне збільшення суспільного багатства та ускладнення техногенних, економічних і соціальних ризиків, що загрожують його збереженню та збільшенню, вимагають створення ефективної системи страхових фондів, призначених для своєчасної компенсації непередбаченого матеріального збитку.

Механізм страхування має важливу особливість, що дозволяє страховим організаціям спочатку збирати і накопичувати внески страхувальників, а виплати здійснювати пізніше при фактичному настанні страхового випадку. Зі страхування життя відкладений період виплат може становити десятки років; за ризиковими видами страхування терміни дії договорів коротші. Однак у будь-якому разі існує часовий проміжок, упродовж якого страхова компанія має у своєму розпорядженні певні грошові кошти і може використовувати їх для отримання додаткового доходу шляхом інвестування. Таким чином, інвестиційні можливості зумовлені самою економічною природою страхування. Можливості *страхової компанії* з участі в інвестиційному процесі визначаються її інвестиційним потенціалом.

Під інвестиційним потенціалом страхової організації розуміють сукупність коштів, що є тимчасово або відносно вільними від страхових зобов'язань і використовуються для інвестування з метою отримання інвестиційного доходу. Реалізація інвестиційного потенціалу в конкретні інвестиційні проекти означає формування у страховика інвестиційного портфеля.

Свобода дії страховика у сфері інвестиційної діяльності безпосередньо пов'язана з характером коштів, що її використовують для інвестування. Страховик має у розпорядженні дві групи коштів:

по-перше — власні кошти у вигляді статутного фонду (капіталу), додаткового та резервного капіталу, вільних резервів, нерозподіленого прибутку;

по-друге — залучені кошти у вигляді страхових резервів (поділяються на технічні резерви та резерви зі страхування життя).

Інвестування коштів, що належать до *першої групи*, законодавчо не регламентується і здійснюється страховиком на власний розсуд. Виняток становить статутний фонд. Закон України «Про страхування» в редакції Закону від 04.10.2001 року № 2745-III регламентує структуру його «наповнення», а отже, обмежує варіанти інвестування коштів статутного фонду. Так, вимога формування статутного фонду у вигляді грошових коштів спонукає страховика тримати їх на розрахунковому рахунку і в банківських депозитах. Допускається сплата грошової частини державними цінними паперами, відповідно йдеться про непряме спонукання вкладати до 25 % статутного фонду саме в цінні папери, що випускаються державою. Обмеження загального розміру внесків страховика до статутних фондів інших страховиків України (не більш як 30 % його власного статутного фонду, у тому числі внесок до статутного фонду окремого страховика — не більш як 10 %) означає регулювання фінансових вкладень в корпоративні права. Заборона формувати статутний фонд нематеріальними активами неможливістю вкладання його коштів у ці види активів.

Інвестування коштів *другої групи* жорстко регламентується. Тим самим визначаються напрями отримання певних видів доходів. Обмеження пов'язані з тим, що ці кошти не є власністю страховика, тому розпоряджатися ними він має особливо обережно.

Страхова компанія, згідно із законодавством, має право робити за рахунок тимчасово вільних коштів страхових резервів як капітальні, так і фінансові інвестиції. Проте можливості капітальних інвестицій обмежуються правом придбання нерухомого майна. Інших видів капітальних інвестицій для розміщення коштів страхових резервів законодавством України не передбачено. Куди різноманітнішими є можливості страховика щодо фінансових інвестицій. Проте ці інвестиції, якщо йдеться про кошти страхових резервів, мають бути не прямими, а портфельними.

При інвестуванні коштів страхової компанії в Україні керуються Законом України «Про страхування» в редакції Закону від 04.10.2001 року № 2745-III. Відповідно до цього Закону, «страхові резерви повинні розміщуватись з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності та диверсифікованості».

Згідно із розпорядженням Держфінпослуг від 26.11.2004 року № 2875 «Правила розміщення страхових резервів із страхування життя» визначено обмеження при формуванні інвестиційного портфеля страховика (рис. 8.3).

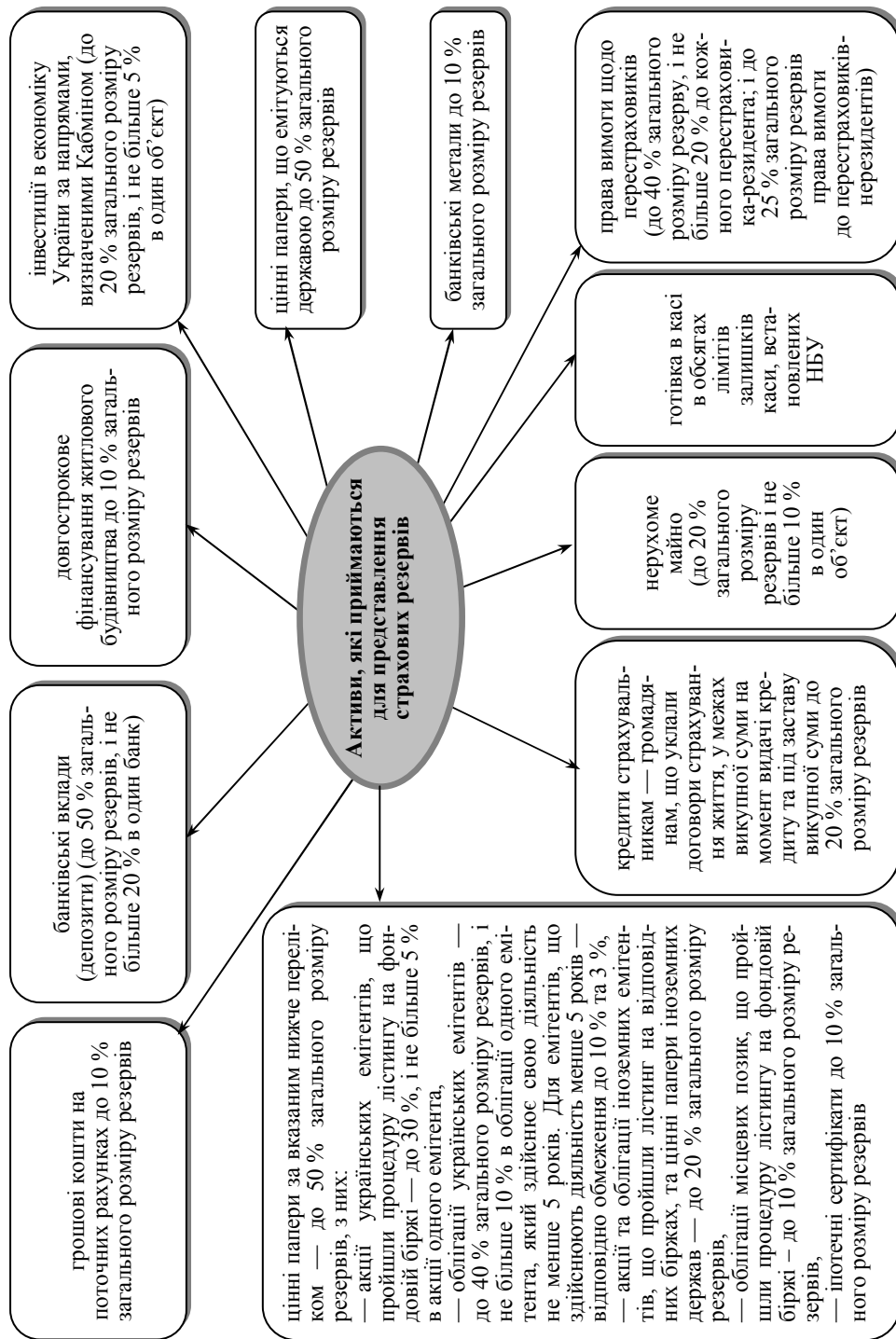


Рис. 8.3. Структура активів, які приймаються для представлення страхових резервів зі страхування життя

Відповідно до розпорядження Держфінпослуг від 17.12.2004 року № 3104 «Правила формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя» Non-life компанії можуть розміщувати технічні резерви в такі категорії активів: грошові кошти на поточних рахунках; банківські вклади (депозити); валютні вкладення згідно із валютою страхування; нерухоме майно; акції, облігації, іпотечні сертифікати; цінні папери, що емітуються державою; права вимоги до перестраховиків; інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними Кабміном; банківські метали; готівка в касі в обсягах лімітів залишків каси, встановлених НБУ. Обмеження в розміщенні технічних резервів були виключені відповідно до Розпорядження Держфінпослуг від 30.11.2007 року № 8316.

Страхові компанії належать до так званих інституційних інвесторів. Їх рисою є те, що вони, відіграючи провідну роль у розвитку фінансового ринку, водночас здатні ефективно вирішувати соціальні проблеми суспільства. Враховуючи той факт, що страхові компанії є різновидом накопичувальних установ, основною проблемою їх розвитку є відновлення довіри населення до них. Це можливо за прозорої діяльності їх та отриманні страхувальниками достовірної й своєчасної інформації.

Значне зростання частки осіб пенсійного віку посилює соціальне й фінансове навантаження на працююче населення країни і стає причиною підвищеної уваги сучасного суспільства до розвитку системи *недержавних пенсійних фондів*. Значущість таких фондів визначається їхньою здатністю бути суттєвим джерелом підтримки соціальних стандартів — інструментом, який дасть змогу послабити тиск на державний бюджет у частині соціального захисту громадян і одночасно акумулятором внутрішніх інвестиційних ресурсів для прискореного розвитку національної економіки.

Пенсійна реформа, започаткована в Україні у січні 2004 року, передбачає заміну старої солідарної системи пенсійного забезпечення на сучасну трирівневу пенсійну систему.

Перший рівень — солідарна система, в якій усі кошти, що переказуються підприємствами та застрахованими особами до Пенсійного фонду України, одразу виплачуються нинішнім пенсіонерам.

Другий рівень — накопичувальна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування. Частина обов'язкових пенсійних відрахувань (до 7 % від заробітної плати працівника) буде спрямована до Накопичувального фонду на персональні рахунки громадян. Ці кошти будуть інвестуватися в українську економіку, а інвестиційний дохід збільшуватиме розмір майбутніх пенсійних виплат. У Законі України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 9 липня 2003 року № 1058-IV не зазначено точної дати запровадження накопичувальної системи, проте визначено умови, після виконання яких може бути прийнятий закон про запровадження Накопичувального пенсійного фонду. Однак обов'язкові внески до Накопичувального фонду будуть здійснювати особи, яким на момент запровадження відрахувань ще не виповниться 40 років чоловікам та 35 років жінкам.

Третій рівень — система недержавного пенсійного забезпечення. В цій системі добровільно можуть брати участь як фізичні особи, юридичні особи-роботодавці, так і їхні об'єднання.

Відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9 липня 2003 року № 1057-IV недержавне пенсійне забезпечення може здійснюватися: пенсійними фондами шляхом укладання пенсійних контрактів між адміністраторами НПФ та вкладниками фондів; страховими організаціями шляхом укладання договорів страхування довічної пенсії, страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду; банківськими установами шляхом укладання договорів про відкриття пенсійних депозитних рахунків для накопичення пенсійних заощаджень у межах суми, визначеної для відшкодування вкладів Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Недержавний пенсійний фонд (НПФ) — це юридична особа, створена відповідно до Закону України від 09.07.2003 року №1057-IV, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність винятково з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду в визначеному цим Законом порядку.

НПФ бувають трьох видів: *корпоративні, професійні та відкриті*.

Корпоративний фонд створюється одним чи кількома юридичними особами-роботодавцями, до яких можуть приєднуватися інші роботодавці-платники.

Професійний фонд створюється об'єднаннями юридичних або фізичних осіб, у тому числі профспілками та їхніми об'єднаннями, або просто фізичними особами за професійною ознакою (будівельники, енергетики тощо).

Відкритий фонд створюється однією або кількома юридичними особами і є доступним для будь-яких юридичних та фізичних осіб як вкладників фонду.

Одним із найголовніших завдань НПФ є акумулювання пенсійних внесків. Пенсійні внески до фонду сплачуються вкладником у розмірах та порядку, встановленому контрактом, відповідно до умов обраних пенсійних схем.

Після акумулювання пенсійних внесків подальшу діяльність під контролем ради фонду забезпечують такі структури, як адміністратор, компанія з управління активами, зберігач. До повноважень Ради віднесено затвердження інвестиційної декларації пенсійного фонду та зміни до неї, адже саме цей документ визначає інвестиційну політику фонду, містить основні напрями й обмеження на інвестування пенсійних активів додатково до встановлених законом. Крім того, Рада укладає від імені НПФ договори з адміністратором, компанією з управління активами, зберігачем, роботодавцями-платниками та аудиторською компанією, що здійснює щорічний аудит діяльності фонду, здійснює контроль за цільовим використанням активів пенсійного фонду, заслуховує звіти адміністратора, компанії з управління активами, зберігача про їх діяльність та приймає рішення щодо цих звітів.

Адміністратор веде персоніфікований облік учасників пенсійного фонду, забезпечує здійснення пенсійних виплат; надає банку-зберігачу розпорядження щодо переказу коштів для оплати витрат, що здійснюються за рахунок пенсійних активів; розглядає заяви на відкриття рахунків, перерахування залишків на

рахунках до інших фондів, виплати пенсій тощо; укладає пенсійні контракти від імені пенсійного фонду; надає агентські й рекламні послуги; складає звітність у сфері НПЗ, веде бухгалтерський облік та подає фінансову звітність пенсійного фонду відповідним органам.

Компанія з управління активами (КУА) приймає рішення щодо інвестування пенсійних активів; подає раді фонду пропозиції щодо внесення змін до інвестиційної декларації фонду; звітує раді, адміністратору, зберігачу та регулятивним органам.

Крім КУА, управління активами НПФ також може здійснюватися такими особами: банком щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду; професійним адміністратором, який отримав ліцензію на провадження діяльності з управління активами.

Банк-зберігач відкриває й обслуговує рахунки фонду та зберігає його активи.

В Україні діяльність НПФ та обслуговувальних компаній перебуває під постійним перехресним наглядом і суворим контролем з боку державних органів. Ефективність діяльності НПФ та адміністраторів контролює Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України, діяльність компанії з управління активами та банку-зберігача — ДКЦПФР, а банку-зберігача — ще й НБУ.

Контроль діяльності фонду з боку засновників здійснює *рада фонду* (єдиний орган управління НПФ), яка формується з представників засновників. НПФ та компанії, які їх обслуговують, щорічно проходять перевірку незалежними аудиторськими компаніями.

Основою функціонування НПФ є інвестування, оскільки інвестиційний результат, отриманий на пенсійні активи, безпосередньо впливає на розмір пенсійних виплат. Тому система регулювання інвестиційної діяльності має забезпечувати отримання адекватного доходу на пенсійні активи та захист пенсійних коштів учасників фонду від втрати та знецінення.

Відповідно основний принцип формування інвестиційної політики — це необхідність диверсифікації (розподілу) накопичених інвестиційних ресурсів між різними класами та видами активів, крім того, необхідно враховувати обмеження та нормативи інвестування, що стосуються розміщення пенсійних коштів в окремі види активів та в конкретні фінансові інструменти і вимоги, що стосуються інвестиційних характеристик окремих об'єктів інвестування.

Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9 липня 2003 року № 1057-IV встановлено правила інвестування на трьох рівнях.

Перший — види фінансових активів, у які дозволено вкладати кошти пенсійного фонду, а також встановлено перелік цінних паперів, що не можуть становити пенсійні активи. До складу активів пенсійного фонду можуть входити: активи в грошових коштах; активи в цінних паперах (погашення та отримання доходу за якими гарантується Кабміном, місцевими радами, урядами іноземних держав; акції та облігації українських емітентів, що пройшли лістинг та перебувають в обігу на фондовій біржі або ТІС, обсяги торгів на яких становлять не менше 25 % від загального обсягу торгів на організаційно оформленому фондовому ринку України; облігації іноземних емітентів із високим інвестиційним рейтингом; акції іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та емітент яких здійснює свою діяльність не менш як 10 років).

Пенсійні активи в цінні папери не можуть включати: цінних паперів, емітентом яких є зберігач, особа, що здійснює управління пенсійними активами, адміністратор, аудитор, засновники ПФ; цінних паперів, які не пройшли лістинг фондової біржі або ГІС; цінних паперів, емітентами яких є ІСІ; векселів; похідних цінних паперів; цінних паперів кредитний рейтинг яких не визначено Рейтинговим агентством або чий кредитний рейтинг відповідає спекулятивному рівню за Національною шкалою. Також активи НПФ не можуть бути представлені банківськими депозитами й ощадними сертифікатами банків, кредитний рейтинг яких не визначено Рейтинговим агентством або кредитний рейтинг яких відповідає спекулятивному рівню за Національною шкалою, визначеною законодавством України.

Другий — ліміт на придбання цінних паперів одного емітента (не більш як 5% загальної вартості пенсійних активів, крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабміном). Таке обмеження унеможливує надмірне зосередження ризиків і надто тісний зв'язок із окремою компанією.

Третій — обмеження на класи активів за ризикованістю. Такі правила переважно встановлюють максимальний рівень придбання різних класів активів (рис. 8.4.). Для забезпечення дієвості цих правил потрібна гнучкість і коригування їх мірою розвитку НПФ і підвищення ефективності ринків капіталу.

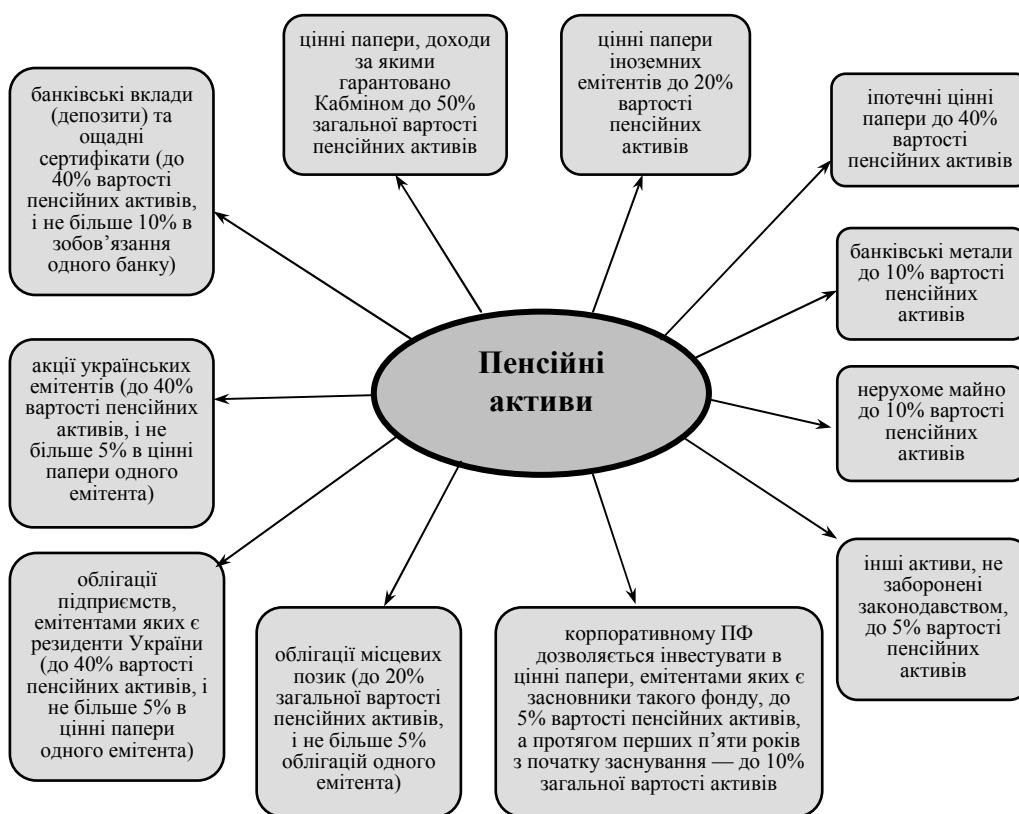


Рис. 8.4. Законодавчі обмеження інвестицій недержавних пенсійних фондів

Зазначимо, що недержавні пенсійні фонди вигідно відрізняються від інших інституційних інститутів здатністю здійснювати довгострокові вкладення коштів, які ними акумульовані (понад десять років), жорстким режимом державного регулювання. Тому діяльність НПФ найближчим часом може стати вагомим інструментом залучення довгострокових інвестицій у реальний сектор економіки. Утім, для цього необхідні додаткові державні гарантії збереження пенсійних коштів, створення такої інвестиційної структури та правил, за яких було б забезпечено надійність збереження, ліквідність і дохідність інвестиційного пенсійного резерву.

Резюме за змістом розділу

Учасники ринку цінних паперів — юридичні й фізичні особи, які здійснюють професійну і допоміжну діяльність на цьому ринку. Враховуючи розвиненість та правове забезпечення регулювання фондового ринку, застосовують різні класифікації його учасників.

У кожній країні перелік учасників фондового ринку та умови їхньої діяльності визначає держава, в Україні до них належать: емітенти, інвестори, саморегулювальні організації та особи, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів.

Емітенти — особи, які від власного імені випускають цінні папери й несуть зобов'язання за цими цінними паперами, що впливають з умов випуску їх.

Інвестори на фондовому ринку — фізичні або юридичні особи, що купують цінні папери від свого імені й за власний рахунок з метою отримання доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власникові цінних паперів.

За своїм статусом інвестори можуть бути корпоративними, інституційними та індивідуальними. За стратегією діяльності інвесторів поділяють на стратегічних, портфельних і спекулянтів, за тактикою — на ризикових, поміркованих і консервативних.

На сучасному етапі активними учасниками ринку є інституційні інвестори, до них належать ІСІ, інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Під інвестиційним портфелем інституційного інвестора слід розуміти сукупність цінних паперів, що перебувають у власності інвестора, корпоративних прав, нерухомості та інших активів. Управління інвестиційним портфелем інституційного інвестора здійснюється через інвестиційну політику, сформовану відповідно до основних напрямів, визначених інвестиційною декларацією.

До інфраструктурних учасників фондового ринку, які забезпечують розміщення, обіг та систему оформлення прав власності на цінні папери, належать суб'єкти, які здійснюють професійну діяльність. Відповідно, професійна діяльність на ринку цінних паперів визначається як підприємницька діяльність з перерозподілу фінансових ресурсів за допомогою цінних паперів та організаційного, інформаційного, технічного й іншого обслуговування випуску та обігу цінних паперів, що є, як правило, єдиним або переважним видом діяльності. На фондовому ринку здійснюють такі види професійної діяльності: діяльність з торгівлі цінними паперами; діяльність з управління активами інституційних інвесторів; діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів; депозитарну діяльність. Ефективне функціонування основних, інфраструктурних учасників та органів регулювання ринку цінних паперів забезпечує відповідну реалізацію інвестиційного процесу та захист прав його учасників.



Терміни та поняття

андеррайтинг, вартість чистих (нетто) активів, емітенти, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, інвестор на ринку цінних паперів, інституційний інвестор, інфраструктурні (допоміжні) учасники ринку цінних паперів, основні/головні учасники ринку цінних паперів, професійні учасники ринку, фінансові посередники



Запитання для перевірки знань

1. Схарактеризуйте основних учасників ринку цінних паперів.
2. Яка класифікація інвесторів існує залежно від стратегії й тактики діяльності на ринку цінних паперів?
3. Які види професійної діяльності на ринку цінних паперів визначено вітчизняним законодавством?
4. У чому полягають сутність та відмінності між брокерською та дилерською діяльністю?
5. Схарактеризуйте основні операції, які здійснюють банки на ринку цінних паперів.
6. Схарактеризуйте цілі формування та структуру портфеля цінних паперів банку.
7. Назвіть основні обмеження в інвестиційній діяльності вітчизняних комерційних банків.
8. За якими ознаками класифікують інститути спільного інвестування згідно з українським законодавством?
9. У чому полягають особливості організації й діяльності корпоративних та пайових інвестиційних фондів?

10. Назвіть основні обмеження на розміщення коштів інститутів спільного інвестування.

11. У чому полягають особливості формування й розміщення страхових резервів зі страхування життя та за видами страхування іншими, ніж страхування життя?

12. Якими є основні напрями інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів?



Тестові завдання

1. Дайте визначення поняття: «інституційні інвестори — це ...»
2. В якому портфелі комерційного банку обліковуються цінні папери придбані для перепродажу та переважно з метою отримання прибутку від короткотермінових коливань їх ринкової ціни?
 - а) портфелі цінних паперів на продаж;
 - б) портфелі цінних паперів на інвестиції;
 - в) торговому портфелі;
 - г) портфелі ризикового капіталу;
 - д) портфелі доходу.
3. У якому портфелі комерційний банк обліковує акції та боргові цінні папери, за якими неможливо достовірно визначити справедливую вартість?
 - а) торговому портфелі;
 - б) портфелі цінних паперів на продаж;
 - в) портфелі цінних паперів на інвестиції;
 - г) портфелі цінних паперів до погашення;
 - д) портфелі вкладень в дочірні компанії.
4. Управління цінними паперами та виконання інших послуг в інтересах і за дорученням клієнтів на правах його довіреної особи визначається як:
 - а) депозитарна діяльність;
 - б) брокерська діяльність;
 - в) андеррайтингові послуги;
 - г) трастові послуги;
 - д) розрахунково-клірингова діяльність.
5. Позначте, до якого типу належить інвестиційний фонд за умови, що він бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп власних цінних паперів:
 - а) відкритого типу;
 - б) інтервального типу;
 - в) закритого типу;
 - г) недиверсифікованого типу;
 - д) венчурного типу.

6. Який інститут спільного інвестування створюється у формі відкритого акціонерного товариства і здійснює виняткову діяльність зі спільного інвестування?
- пайовий інвестиційний фонд;
 - керівна інвестиційна компанія відкритого типу;
 - корпоративний інвестиційний фонд;
 - інвестиційна компанія закритого типу;
 - об'єднаний інвестиційний фонд.
7. Яким способом може бути збільшений капітал корпоративного інвестиційного фонду?
- за рахунок внесення до статутного фонду державних цінних паперів та об'єктів нерухомості, необхідних для проведення статутної діяльності;
 - через купівлю фізичними особами інвестиційних сертифікатів;
 - винятково за рахунок грошових коштів акціонерів, внесених шляхом придбання ними акцій;
 - винятково за рахунок випуску компанією з управління активами інвестиційного фонду пайових та боргових цінних паперів.
8. Які цінні папери можуть емітувати інвестиційні фонди?
9. Дайте визначення поняття: «венчурний фонд — це ...».



Завдання для індивідуальної роботи

- Схарактеризуйте провідні напрями формування сприятливого середовища для вітчизняних та іноземних інвесторів у сфері портфельного інвестування.
- Проаналізуйте інвестиційний потенціал індивідуальних інвесторів та визначте можливі напрями підвищення активізації населення на фондовому ринку України.
- Проаналізуйте, ознакам якої моделі (залежно від розмежування функцій фінансового посередництва між фінансово-кредитними установами) найбільшою мірою відповідає сформована фінансово-кредитна система України.
- Схарактеризуйте операції, які можуть здійснювати банки на ринку цінних паперів України, та визначте можливі напрями розширення сфери участі комерційних банків у цьому сегменті фінансового ринку.
- Які чинники визначають структуру інвестиційного портфеля комерційних банків України?
- Проаналізуйте законодавче забезпечення організації та інвестиційної діяльності приватних пенсійних фондів та розкрийте основні напрями реформування пенсійної системи України.

7. Проаналізуйте економічні переваги від страхування для окремої особи і економіки загалом, визначте місце страхових компаній в інвестиційному процесі.



Рекомендована література

1. Гитман Л. Дж., Джонс М. Д. Основы инвестирования. — М.: Дело, 1999.
2. Зимовець В. В., Зубик С. П. Фінансове посередництво: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2005.
3. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги. — СПб.: Пионер, 2000.
4. Никонова И. А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций. — М.: Альпина бизнес Букс, 2006.
5. Пересада А. А., Коваленко Ю. М. Фінансові інвестиції: Підручник. — К.: КНЕУ, 2006. — 728 с.
6. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.
7. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. — К.: Знання-Прес, 2008.



- 9.1. Структура та учасники депозитарної системи
- 9.2. Правила й техніка ведення депозитарної діяльності з цінними паперами
- 9.3. Розрахунково-клірингові інститути ринку цінних паперів

- ◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**
 - зміст, структуру та учасників депозитарної системи;
 - функції реєстротримувача на фондовому ринку;
 - операції зберігачів та депозитаріїв на фондовому ринку;
 - функції центрального депозитарію;
 - узагальнену схему організації угод на фондовому ринку;
 - організацію розрахунково-клірингової діяльності на фондовому ринку;
 - організацію переміщення цінних паперів у системі депозитарного обліку за принципом «поставка проти платежу»;
- ◆ **а також УМІТИ:**
 - схарактеризувати специфіку організації верхнього та нижнього рівнів Національної депозитарної системи України;
 - розробити основні напрями розвитку депозитарної системи України.

9.1. СТРУКТУРА ТА УЧАСНИКИ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ

Облікова та розрахунково-клірингова інфраструктура є обслуговуючою системою виконання угод щодо цінних паперів, яка значною мірою впливає на створення привабливого інвестиційного клімату та ефективність перерозподілу фінансових ресурсів, а також створює умови для інтеграції країни у світову економічну систему завдяки впровадженню загальних принципів і стандартів функціонування фондового ринку.

Забезпечення інтересів усіх учасників ринку цінних паперів вимагає організації суворого обліку дії кожного з них. Цю функцію держава покладає на професійних учасників ринку цінних паперів (реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв). Для емітента ці установи здійснюють облік власників цінних паперів на підставі договору з ним. Для інвесторів вони забезпечують зберігання та облік цінних паперів власника, облік операцій із цінними паперами.

В Україні формування депозитарної системи фактично розпочалося з прийняття у грудні 1997 року Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні».

Учасників депозитарної системи поділяють на дві групи:

- прями учасники — депозитарії, зберігачі, реєстратори власників іменних цінних паперів;
- опосередковані учасники — емітенти, організатори торгівлі цінними паперами, торговці цінними паперами, банки, інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційної компанії, пайові та корпоративні інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди.

Депозитарна система України складається із двох рівнів:

- ◆ нижній рівень — зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів;
- ◆ верхній рівень — Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів і здійснюють кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів (взаємодію учасників депозитарної системи наведено на рис. 9.1).

Верхній рівень депозитарної системи

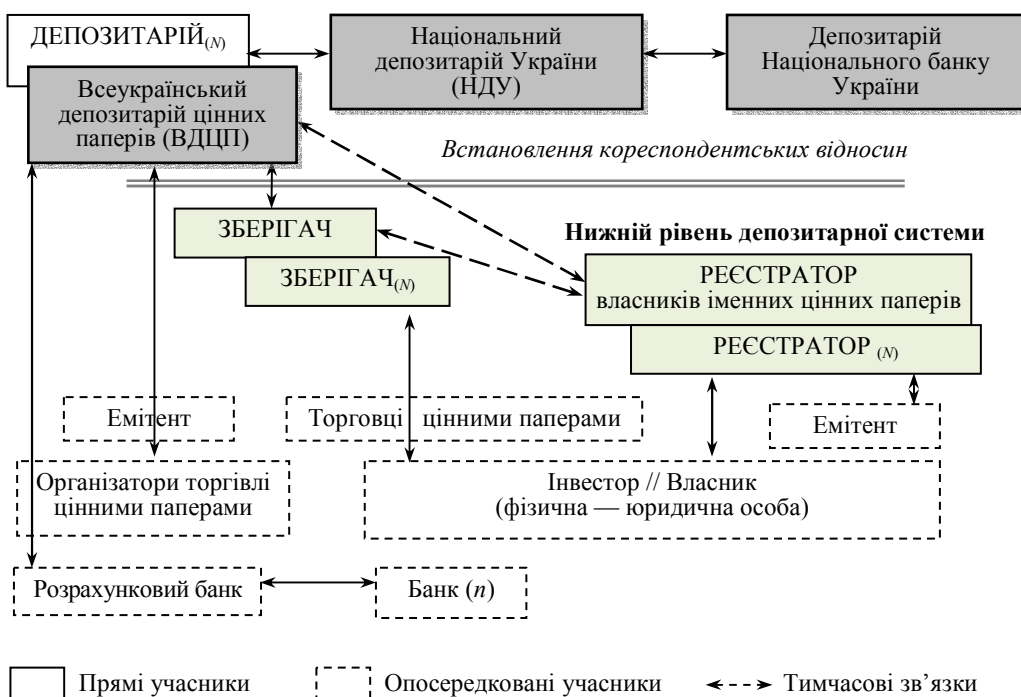


Рис. 9.1. Структура та учасники депозитарної системи¹

Верхній рівень депозитарної системи представлений трьома провідними депозитаріями, а саме: Національний депозитарій України (НДУ), Депозитарій НБУ та Всеукраїнський депозитарій цінних паперів (ВДЦП).

¹ Складено за джерелом: Науменко О. О. Депозитарний облік та обслуговування обігу цінних паперів: Практичний посібник / Передмова А. Т. Головка. — К., 2005.

Ці депозитарії є прямими учасниками депозитарної системи та встановлюють прямі кореспондентські відносини з нижнім рівнем системи, а саме зі зберігачами та реєстраторами як прямими учасниками, та з емітентами і організаторами торгівлі цінними паперами як опосередкованими учасниками.

Також на нижньому рівні прямі учасники, незалежно від депозитарію, можуть співпрацювати з опосередкованими учасниками депозитарної системи. Зокрема, зберігачі та реєстратори налагоджують відносини з інвесторами (власниками) цінних паперів.

З наведеної на рис. 9.1 схеми взаємодії учасників Національної депозитарної системи випливає необхідність (на верхньому рівні) утворення єдиного повнофункціонального Центрального депозитарію, а на нижньому — впорядкування діяльності зберігачів і реєстраторів, зближення їхніх функцій як основних інституцій, що обслуговують індивідуальних та інституційних інвесторів в Україні.

Як уже зазначалося, **реєстратори** є прямими учасниками депозитарної системи і здійснюють ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (збирання, фіксацію, обробку, зберігання та надання даних, що становлять систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їхніх емітентів та власників). Ведення реєстрів є винятковою діяльністю суб'єктів підприємницької діяльності й не може поєднуватися з іншими видами діяльності, крім депозитарної.

У світовій практиці відомі дві основні моделі ведення реєстрів: «англо-американська», за якої ведення реєстрів, незалежно від форми випуску цінних паперів, здійснюють реєстратори (цю модель використовують у Росії); та «німецька», за якої реєстратори відсутні, а всі питання інфраструктури фондового ринку розв'язують банки-зберігачі. В Україні поширена специфічна модель, за якої реєстратори мають змогу вести реєстри власників документарних випусків цінних паперів.

Необхідність у послугах реєстратора виникає від моменту реєстрації емісії цінних паперів у ДКЦПФР (або її регіональних структурах). Договір на ведення реєстру власників іменних цінних паперів емітент може укласти лише з одним реєстратором. Вибір реєстроутримувача (реєстратор або емітент, що має дозвіл на ведення реєстру власників випущених ним цінних паперів, зберігач активів ІСІ або КУА корпоративного інвестиційного фонду) ухвалюють загальні збори емітента. Емітент іменних цінних паперів, у разі, якщо кількість власників випущених ним іменних цінних паперів не перевищує вимог ДКЦПФР, має право самостійно вести систему реєстру цих власників за наявності у нього відповідного дозволу.

Реєстроутримувач на фондовому ринку виконує такі основні *функції*:

- формування системи реєстру за результатами розповсюдження випуску іменних цінних паперів або прийняття її від попереднього реєстроутримувача;

- ведення системи реєстру, що включає:

- відкриття, ведення та закриття емісійного рахунка, особових рахунків емітента та зареєстрованих осіб;

- внесення до системи реєстру змін у зв'язку з переходом права власності на іменні цінні папери, обтяженням цінних паперів зобов'язаннями, внесення інформації про знеруховлені цінні папери на(з) рахунки(-ів) номінальних утримувачів, на(з) особового рахунка емітента;

— внесення змін до системи реєстру на підставі здійснення емітентом корпоративних операцій;

- видача, погашення сертифікатів іменних цінних паперів;
- надання інформації, що міститься в системі реєстру;
- інформаційне й організаційне забезпечення проведення загальних зборів;
- складання на підставі письмового запиту емітента переліків осіб, які мають право на участь у загальних зборах акціонерів, на отримання доходів за цінними паперами та інші функції.

Для обліку загальної кількості випущених в обіг іменних цінних паперів та розподілу їх між зареєстрованими особами й емітентом реєстроутримувач відкриває у системі реєстру емісійний рахунок та особові рахунки емітента й зареєстрованих осіб. На цих рахунках має бути забезпечено відокремлений облік цінних паперів різних випусків і категорій іменних цінних паперів, а на особових рахунках — також відокремлений облік обтяжених зобов'язаннями або блокованих цінних паперів за кожним фактом їх блокування або обтяження зобов'язаннями.

Кожна зареєстрована особа може мати в системі реєстру лише один особовий рахунок одного типу (власника, номінального утримувача або заставодержателя). Для однієї особи допускається наявність у системі реєстру особових рахунків різних типів.

Емітентові в системі реєстру відкривають два рахунки:

- ◆ емісійний рахунок, на якому окремо за кожним випуском обліковують цінні папери, випуск яких зареєстровано;
- ◆ особовий рахунок емітента, на якому обліковують іменні цінні папери: які зареєстровані у випуску, але не розміщені; які розміщені, але не сплачені; які викуплені емітентом іменних цінних паперів.

Рахунки емітента відкривають під час формування системи реєстру цього емітента. Особові рахунки власників відкривають у разі реєстрації їх у системі реєстру.

Особовий рахунок номінального утримувача відкривають для обліку іменних цінних паперів власників, які були передані ними номінальному утримувачу для здійснення операцій у Національній депозитарній системі, та іменних цінних паперів, що належать номінальному утримувачу на праві власності. Цінні папери обліковуються в реєстроутримувача на особовому рахунку номінального утримувача після знерухомилення їх відповідною депозитарною установою власником цього рахунка.

Кожен номінальний утримувач повинен мати в системі лише один особовий рахунок номінального утримувача, на якому обліковується інформація про знерухомилені іменні цінні папери окремо за видами та випусками.

Цінні папери, інформація про які міститься на особовому рахунку номінального утримувача, не обліковуються в системі реєстру на особовому рахунку власника, в інтересах якого діє номінальний утримувач.

Обслуговування реєстру в процесі обігу цінних паперів на вторинному ринку демонструє рис. 9.2 (складений на основі матеріалу¹).

¹ Депозитарий «Межрегиональный фондовый союз» (информационный бюллетень). — К.

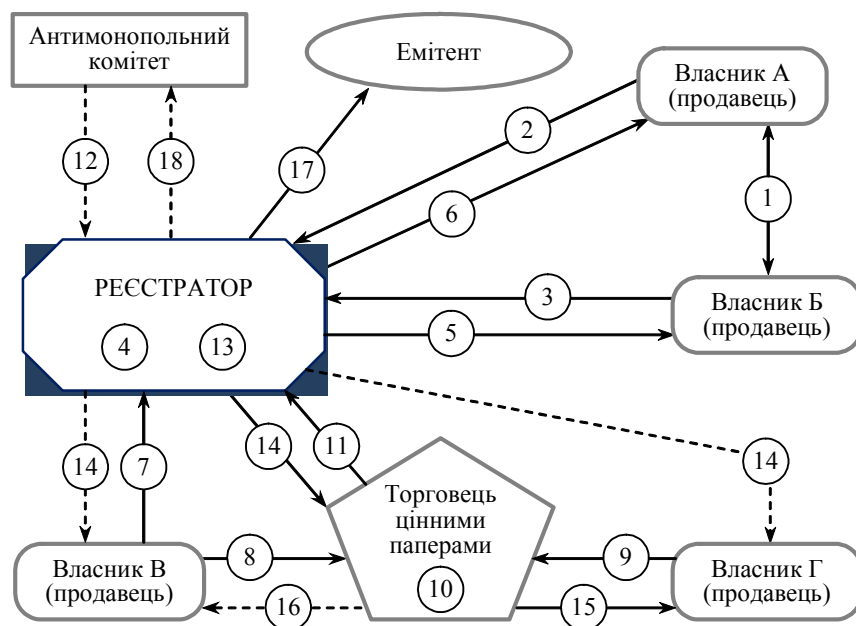


Рис. 9.2. Обслуговування реєстру в процесі обігу цінних паперів на вторинному ринку

Пояснення до рис. 9.2:

Схематично можна розглянути два варіанта обігу цінних паперів: безпосередньо між власниками цінних паперів та через уповноваженого торговця цінними паперами.

Перший варіант. Безпосередньо між власниками цінних паперів:

1 — укладання договору купівлі-продажу між Власником А та його контрагентом — Власником Б;

2 — подання реєстроутримувачу передавального розпорядження, складеного від імені зареєстрованої особи; оригіналу або нотаріально засвідченої копії цивільно-правової угоди, яка підтверджує перехід права власності на цінні папери; сертифіката цінних паперів власника. У разі передання цінних паперів, що є предметом застави, передавальне розпорядження, крім зареєстрованої особи, має бути підписане зареєстрованим заставодержателем або його уповноваженою особою. Якщо цінні папери перебувають у спільній неподільній власності кількох осіб, передавальне розпорядження має бути підписане кожним співвласником;

3 — якщо контрагент операції (Власник Б) на момент отримання реєстроутримувачем передавального розпорядження не має особового рахунку відповідного типу в системі реєстру емітента, він подає анкету зареєстрованої особи (та необхідні документи);

4 — реєстрація переходу прав власності;

5 — видача Власникові Б виписки з реєстру;

6 — видача Власникові А виписки з реєстру (у разі, якщо продано не всі цінні папери).

Другий варіант. Через уповноваженого торговця цінними паперами:

7 — надання Власником В реєстраторові розпорядження про блокування цінних паперів, які він бажає продати;

8 — надання Власником В замовлення на продаж цінних паперів з позначкою реєстратора про блокування відповідної кількості цінних паперів торговцеві цінними паперами;

9 — надання Власником Г торговцеві цінними паперами замовлення на купівлю цінних паперів і заповнення анкети зареєстрованої особи (та необхідних документів) для внесення відомостей до реєстру;

10 — виконання торговцем цінних паперів замовлень на купівлю та продаж цінних паперів;

11 — для підтвердження повноважень на переоформлення прав власності на цінні папери від імені їхнього власника торговець цінними паперами (уповноважена особа) може використати до-

говір-доручення або договір на комісійну діяльність із цінними паперами. Торговець цінними паперами також надає реєстроутримувачу оригінал або нотаріально засвідчену копію дозволу на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів. У разі, якщо в договорі між торговцем цінними паперами та власником рахунка не вказано конкретний випуск і кількість цінних паперів, стосовно яких торговцеві надаються повноваження проводити операції із цінними паперами власника, для здійснення переоформлення прав власності торговець має надати реєстроутримувачу копію доручення (розпорядження) торговцю від власника на продаж або придбання цінних паперів конкретного випуску та їхню кількість;

12 — подання органами Антимонопольного комітету згоди на придбання цінних паперів відповідного виду (ці види цінних паперів передбачені антимонопольним законодавством);

13 — розблокування цінних паперів та реєстрація переходу прав власності на іменні цінні папери у системі реєстру;

14 — письмова відповідь реєстроутримувача про здійснення операції — видання виписок з реєстру торговцеві цінними паперами (або безпосередньо власникам);

15 — передання виписки з реєстру Власникові Г;

16 — передання виписки з реєстру Власникові В (у разі продажу не всіх належних йому цінних паперів).

Для обох варіантів:

17 — надання емітентові інформації про придбання будь-яким власником пакета акцій, що перевищує частку статутного фонду, згідно зі статутом емітента;

18 — подання до органів Антимонопольного комітету інформації щодо придбання будь-яким власником пакету акцій, що перевищує 10 % статутного фонду емітента. (Також інформацію про осіб, які володіють понад 10 % акцій емітента, надають у ДКЦПФР.)

9.2. ПРАВИЛА Й ТЕХНІКА ВЕДЕННЯ ДЕПОЗИТАРНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

Невід’ємним елементом функціонування розрахункового механізму операцій із цінними паперами є депозитарна діяльність, яка полягає у наданні послуг зі зберігання цінних паперів і виконання доручень з реалізації прав, засвідчених цінними паперами. Депозитаріями залежно від законодавства відповідної країни можуть бути банки, інші організації, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, спеціалізовані депозитарно-клірингові організації.

Депозитарії укладають зі своїми клієнтами договори щодо ведення рахунків у цінних паперах (рахунків відповідального зберігання цінних паперів). Ці договори передбачають обов’язки депозитарія приймати на збереження цінні папери клієнтів, обслуговувати прийняті цінні папери, а також, за вимогою власників, здійснювати перереєстрацію прав власності на цінні папери на користь інших осіб. Поставки цінних паперів практично за всіма угодами на організаційно оформленому ринку виконуються суто шляхом переказів за рахунками в цінних паперах у депозитаріях, що обслуговують відповідний ринок.

На українському ринку цінних паперів першими почали надавати депозитарні послуги комерційні банки. Банківські депозитарії створювалися й діяли в Україні на підставі Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, затвердженого Указом Президента України від 19 лютого 1994 року № 55/94.

Банки-депозитарії здійснювали відповідне зберігання активів, обслуговування операцій з активами інвестиційного фонду чи взаємного фонду інвестиційної компанії та облік руху активів на підставі депозитарного договору. Банку для

здійснення такої діяльності не потрібно було створювати окрему юридичну особу, функції депозитарію виконував спеціальний підрозділ, що входить до управління цінними паперами або відділу цінних паперів.

Новим поштовхом до формування ефективної депозитарної системи було ухвалення Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року № 710/97-ВР.

Особливості здійснення в Україні депозитарної діяльності також визначає Положення про депозитарну діяльність, затверджене рішенням ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 року № 999. За цим положенням до депозитарних установ належать зберігачі, Національний депозитарій України або депозитарій цінних паперів.

***Зберігачами** можуть бути комерційні банки, які мають ліцензію на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, і торговці цінними паперами за наявності ліцензії; вони провадять за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами і здійснюють іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.*

***Депозитарій** — юридична особа, яка створюється у формі відкритого акціонерного товариства, учасниками якого є не менш як десять зберігачів, і яка здійснює винятково депозитарну діяльність. При цьому частка одного учасника в статутному фонді депозитарію не може перевищувати двадцяти п'яти відсотків цього фонду.*

Депозитарні установи здійснюють депозитарну діяльність лише щодо таких цінних паперів, що існують у бездокументарній формі за результатом їх розміщення у такій формі або переведення у таку форму шляхом знерухомлення: акцій; облігацій підприємств; облігацій місцевих позик; державних облігацій України; казначейських зобов'язань України; інвестиційних сертифікатів; іпотечних сертифікатів; іпотечних облігацій; сертифікатів фондів операцій з нерухомістю; інших цінних паперів за окремим рішенням ДКЦПФР.

Прямим учасникам Національної депозитарної системи заборонено здійснювати депозитарну діяльність щодо векселів та заставних.

Депозитарні установи для здійснення депозитарної діяльності виконують такі основні функції:

- зберігання цінних паперів;
- обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах;
- обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Кліринг та розрахунки за операціями щодо цінних паперів здійснює винятково депозитарій, який отримав ліцензію на провадження професійної розрахунково-клірингової діяльності на фондовому ринку.

Для забезпечення зберігання цінних паперів депозитарні установи здійснюють такі депозитарні операції:

- а) прийняття цінних паперів та/або їхніх сертифікатів і свідоцтв про знерухомлення іменних цінних паперів;
- б) зберігання цінних паперів та/або їхніх сертифікатів на пред'явника;

в) зберігання свідоцтв про знерухомлення іменних цінних паперів;
г) видання цінних паперів та/або їхніх сертифікатів, що зберігалися депозитарною установою, та інші операції.

Лише депозитарій здійснює зберігання глобальних сертифікатів і тимчасових глобальних сертифікатів. Підтвердження прав власності на цінні папери, що обліковуються на рахунках у цінних паперах, є винятково операцією зберігачів.

Для виконання функції обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах депозитарні установи здійснюють такі види операцій:

а) адміністративні операції — депозитарні операції з відкриття рахунків у цінних паперах, внесення змін до анкети рахунка, закриття рахунків у цінних паперах, зміни способу зберігання цінних паперів та інших змін, не пов'язаних зі зміною залишків цінних паперів на рахунках у цінних паперах;

б) облікові операції — депозитарні операції з ведення рахунків у цінних паперах та відображення операцій з цінними паперами, наслідком яких є зміна кількості цінних паперів на рахунках у цінних паперах, встановлення або зняття обмежень щодо їх обігу, а також зміна місця зберігання депозитарних активів (до облікових операцій належать операції зарахування, списання, переказу, переміщення цінних паперів);

в) інформаційні операції — депозитарні операції, наслідком яких є видання виписок з рахунка у цінних паперах та іншої інформації щодо операцій клієнтів з рахунками у цінних паперах за запитом клієнтів та інших осіб згідно з їхніми повноваженнями на отримання такої інформації (до інформаційних операцій належать операції з підготовки та видання виписок з рахунка у цінних паперах, інформаційних довідок, довідково-аналітичних матеріалів, що характеризують ринок цінних паперів).

Депозитарні установи можуть зберігати цінні папери двома способами: відокремленим або колективним.

За відокремленого способу зберігання депозитарна установа зобов'язана вести облік цінних паперів із зазначенням індивідуальних ознак їх сертифікатів (серії та номера). Відокремленим способом можуть зберігатися лише цінні папери в документарній формі на пред'явника. Знерухомлені іменні цінні папери у документарній формі й цінні папери, випущені в бездокументарній формі, зберігаються депозитарними установами винятково у колективний спосіб.

Для обслуговування обігу цінних паперів зберігачі відкривають рахунки у цінних паперах власникам — юридичним та фізичним особам, резидентам і нерезидентам, які після відкриття рахунка набувають статус депонентів. Рахунок у цінних паперах депонента не може бути анонімним. Зберігач відкриває кожному депонентові один рахунок у цінних паперах.

Інвестиційна компанія додатково має право відкрити у одного зберігача рахунки в цінних паперах у кількості, пропорційній кількості створених цією компанією взаємних фондів.

Компанія з управління активами ІСІ має право відкривати рахунки в цінних паперах для створених цією компанією пайових інвестиційних фондів як у зберігача, в якого відкритий рахунок у цінних паперах цій компанії з управління активами для обліку цінних паперів, які належать їй як власнику, так і в іншого зберігача.

Пенсійний фонд повинен мати рахунок у цінних паперах тільки в одного зберігача, з яким укладено договір про обслуговування пенсійного фонду зберігачем. Пенсійні активи пенсійного фонду у формі цінних паперів зберігаються в цього зберігача.

Депозитарій також відкриває на ім'я зберігача рахунок у цінних паперах, на якому він здійснює облік депонованих цінних паперів. Депозитарій має право відкрити зберігачу лише один рахунок у цінних паперах, на якому окремо ведеться облік цінних паперів, що належать на праві власності зберігачеві як юридичній особі та його депонентам.

Таким чином, діяльність, пов'язана зі зберіганням цінних паперів та обліком прав власності на них, здійснюється на підставі *договору про відкриття рахунка в цінних паперах*, який укладається власником цінних паперів з обраним ним зберігачем; *депозитарного договору*, який укладається між зберігачем і депозитарієм, або *договору про обслуговування емісії цінних паперів*, який укладається між емітентом та обраним ним депозитарієм.

Ураховуючи пріоритетність розвитку бездокументарної форми випуску цінних паперів, слід детальніше розглянути процес обслуговування операцій емітента щодо розміщення цінних паперів у бездокументарній формі.

У разі емісії цінних паперів (крім приватизаційних паперів) у бездокументарній формі емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягові зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій. При цьому підтвердження права власності на цінні папери, випущені в бездокументарній формі, є виписка з рахунка у цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надати власникові цінних паперів. Тобто емітент під час випуску цінних паперів зобов'язаний оформити й депонувати в депозитарії глобальний сертифікат випуску, а власники цінних паперів зобов'язані відкрити рахунки у цінних паперах та переказати належні їм цінні папери на рахунок у цінних паперах.

Усі права на участь в управлінні, отриманні доходу тощо, які впливають із цінних паперів у бездокументарній формі, обліковуються в облікових реєстрах, котрі ведуть зберігачі цінних паперів. Перелік усіх власників цінних паперів можна отримати шляхом консолідації усіх облікових реєстрів. Порядок взаємодії емітентів, власників, зберігачів і депозитаріїв у разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі демонструє рис. 9.3 (складений на основі матеріалу¹).

Важливою функцією депозитарної системи також є обслуговування виконання угод щодо цінних паперів усіх видів. Передаванням цінних паперів вважається зарахування цінних паперів на рахунок у цінних паперах, списання цінних паперів з рахунка в цінних паперах, переказ та переведення цінних паперів з одного рахунка в цінних паперах на інший рахунок у цінних паперах. Обслуговування операцій із цінними паперами здійснюється за розпорядженням депонента (клієнта) або керуючого його рахунком та/або внаслідок виконання безумовної операції із цінними паперами відповідно до чинного законодавства на підставі наданих документів, що підтверджують правомірність здійснення цих операцій.

¹ Депозитарий «Межрегиональный фондовый союз» (информационный бюллетень). — К.

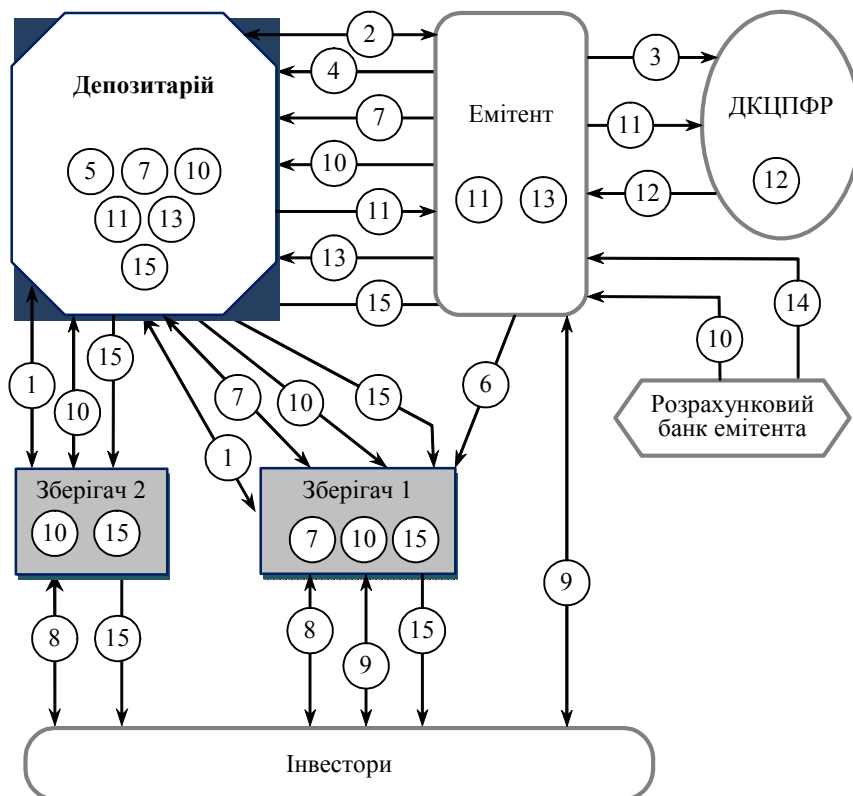


Рис. 9.3. Порядок розміщення бездокументарного випуску цінних паперів

Пояснення до рис. 9.3:

- 1 — укладання депозитарних договорів між депозитарієм та зберігачами цінних паперів;
- 2 — укладання договору про обслуговування емісії цінних паперів між депозитарієм та емітентом;
- 3 — реєстрації у ДКЦПФР інформації про випуск цінних паперів;
- 4 — оформлення й депонування тимчасового глобального сертифіката;
- 5 — зарахування випуску цінних паперів, оголошеного до розміщення на рахунок у цінних паперах емітента;
- 6 — укладення між Зберігачем 1 як торговцем цінних паперів та емітентом договору стосовно того, що торговець — Зберігач 1 розміщує частину випуску цінних паперів емітента (як андеррайтер);
- 7 — зарахування частини випуску цінних паперів емітента на рахунок Зберігача 1 як андеррайтера;
- 8 — укладання між інвесторами та обраними ним зберігачами договорів про відкриття рахунка у цінних паперах;
- 9 — укладення договорів стосовно передплати на цінні папери емітента. При цьому, якщо інвестор передплатує цінні папери безпосередньо в емітента і рахунок у цінних паперах у інвестора відкритий у Зберігача 2, інвестор при укладанні договору обов'язково сповіщає емітента про номер його рахунка у цінних паперах у Зберігача 2;
- 10 — зарахування цінних паперів інвесторів на їхні рахунки у цінних паперах зі статусом «Заблоковані за емісійними обмеженнями»;
- 11 — складання й надання до ДКЦПФР звіту про наслідки розміщення цінних паперів;

12 — реєстрація випуску цінних паперів і видання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;

13 — оформлення й депонування глобального сертифіката випуску цінних паперів, вилучення зі сховища депозитарію тимчасового глобального сертифіката випуску цінних паперів;

14 — отримання емітентом підтвердження стосовно надходження повної вартості цінних паперів, яку, відповідно до договору про передплату, передплатив інвестор;

15 — за розпорядженням емітента переведення цінних паперів на рахунок інвестора зі статусу «Заблоковані за емісійними обмеженнями» у статус «Цінні папери в обігу».

Перехід права власності на цінні папери здійснюється шляхом переказу цінних паперів з одного рахунка в цінних паперах на інший у комп'ютерній системі депозитарного обліку в депозитарії. При цьому цінні папери існують у вигляді записів на рахунках у цінних паперах, тобто ця операція не потребує матеріального переміщення цінних паперів від продавця до покупця та перевірки аутентичності кожного сертифіката цінних паперів, що підвищує ефективність діяльності учасників ринку цінних паперів.

Облікові операції здійснюються впродовж не більш як трьох робочих днів від моменту прийняття розпорядження депонента (клієнта) й документів, які слугують підставою для здійснення цих операцій.

Після проведення операцій із цінними паперами зберігач надає клієнтові (депонентові) виписку з його рахунка в цінних паперах. Виписка про операції із цінними паперами має містити перелік усіх відомостей про збільшення та/або зменшення кількості цінних паперів упродовж визначеного терміну на рахунку у цінних паперах депонента, які відбулися згідно з попередніми повідомленнями, підтвердженнями й розпорядженнями. Також депозитарні установи надають депонентові (клієнтові) інформаційні довідки про незавершені операції цього депонента; поточні операції цього депонента; номери сертифікатів, що обліковуються на рахунку в цінних паперах цього депонента, та інші інформаційні довідки, якщо вони передбачені договором між депозитарною установою й цим депонентом.

Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» від 10 грудня 1997 року передбачено, що центральною ланкою депозитарної системи України є **Національний депозитарій України (НДУ)**, створений у травні 1999 року.

У теперішній час у більшості розвинених країн існують Центральні депозитарії цінних паперів. Ще наприкінці 1980-х років такі інститути були у світі рідкістю, але фінансова криза 1987 року примусила серйозніше подбати про забезпечення надійності обігу цінних паперів. Відтак, однією з рекомендацій «Групи 30» було передбачено створення до 1992 року Центральних депозитарних установ. Якщо на час публікації цих рекомендацій (1989 р.) у світі існувало приблизно двадцять Центральних депозитаріїв цінних паперів, то нині кількість їх перевищує сто. Це дає змогу надійно забезпечувати перехід прав власності та грошових розрахунків.

Згідно з рекомендацією «Групи 30», головною метою створення Центрального депозитарію цінних паперів є знерухомилення або демонетизація цінних паперів і подальше обслуговування угод із цінними паперами у формі системи безособових рахунків. Депозитарна система становить підґрунтя для створення ефективної системи виконання угод із низьким рівнем ризику. Центральний де-

позитарій також може надавати послуги з клірингу, відповідального збереження, розрахунків і післяторгового обслуговування цінних паперів та оброблення інформації щодо них. Практично Центральні депозитарії мають охоплювати всі випуски цінних паперів, які обертаються на ринку.

Кожна країна може мати лише один Центральний депозитарій. Можуть існувати й кілька Центральних депозитаріїв, проте лише за наявності зв'язку між ними. За такої структури депозитарії можуть бути або спеціалізованими, або регіональними. Доказом на користь існування єдиного Центрального депозитарію є те, що одна організація може забезпечити всі переваги, що впливають зі знеухомлення й демонетизації цінних паперів, з надійних і одночасних грошових розрахунків і розрахунків за цінними паперами і з економії масштабів операцій, які сприяють зниженню витрат. Централізація даних про цінні папери в одному Центральному депозитарії також збільшує ефективність виконання післяторгових функцій для учасників і всіх інвесторів.

Заходи щодо створення єдиного депозитарію цінних паперів (крім державних цінних паперів) затверджені Указом Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України» від 26 березня 2001 року № 198/2001 та постановою Кабміну «Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України» від 20 грудня 2004 року № 1707.

Діяльність Національного депозитарію на першому етапі була обмежена трьома функціями, якими є:

- стандартизація депозитарного обліку цінних паперів відповідно до міжнародних норм;
- стандартизація документообігу щодо операцій із цінними паперами й нумерація (кодифікація) цінних паперів, випущених в Україні, відповідно до міжнародних норм;
- встановлення відносин і налагодження постійної взаємодії з депозитарними установами інших країн, укладання двосторонніх і багатосторонніх угод про пряме членство або кореспондентські відносини для обслуговування міжнародних операцій із цінними паперами учасників Національної депозитарної системи, контроль за їхніми кореспондентськими відносинами з депозитарними установами інших країн.

Емітенти цінних паперів, звернувшись до НДУ, мають змогу отримати комплекс якісних послуг з обслуговування випуску бездокументарних цінних паперів разом із призначенням міжнародних ідентифікаційних номерів цінних паперів (ISIN). Завдяки встановленню кореспондентських відносин із депозитарними установами інших країн НДУ пропонує учасникам ринку послуги, пов'язані з виходом на зовнішні фінансові ринки. Уже підписано договір з депозитарною установою Росбанк (Росія), центральним депозитарієм Австрії. Цей депозитарій має кореспондентські відносини із Euroclear, SIS SegalInter Settle (Швейцарія), Monto Titoli (Італія), KELER (Угорщина), Clearstream Banking, Zagrebacka Banka, Ceskoslovenska Obchodni Banka та іншими, що відкриває клієнтам НДУ доступ до цінних паперів, що зберігаються у зазначених кастодіанах.

Специфіка національної депозитарної системи України полягала в діяльності на фондовому ринку трьох депозитаріїв: Національного депозитарію

України (НДУ), Всеукраїнського депозитарію цінних паперів (ВДЦП), Депозитарію НБУ.

У березні 1997 року було створено кліринговий депозитарій «Міжрегіональний фондовий союз» (МФС). МФС зберігав цінні папери, обслуговував їх обіг, кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів, а також вів реєстри власників іменних цінних паперів. правонаступником МФС став Всеукраїнський депозитарій цінних паперів (з жовтня 2009 року цілісний майновий комплекс МФС перейшов до ВДЦП). Приватне акціонерне товариство ВДЦП було створено у 2008 році за участі НБУ, 19 банків, УМВБ та ПФТС. Головним завданням ВДЦП є надання якісних депозитарних і клірингових послуг, а також утілення найкращих міжнародних практик з депозитарної діяльності на фондовому ринку України.

Отже, нині в Україні є два депозитарії для цінних паперів корпоративного сектору — НДУ та ВДЦП. Відповідно важливою умовою розвитку вітчизняної депозитарної системи є координація, синхронізація й гармонізація розвитку НДУ та ВДЦП у період самостійного функціонування їх.

9.3. РОЗРАХУНКОВО-КЛІРИНГОВІ ІНСТИТУТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Провідними організаціями, що підтримують інфраструктуру ринку цінних паперів, є фондові біржі, клірингові організації й депозитарії. Проте більшість економістів вважає саме кліринг центральною ланкою в усій процедурі угоди. Саме від конструкції системи, яка відповідає за процедуру кліринга, багато в чому залежить обличчя самого ринку цінних паперів. Окрім процедури клірингу, в різних національних системах фондового ринку клірингова організація може відповідати за інші «суміжні» етапи угоди, а саме за звіряння, за виконання функцій депозитарія, за організацію грошових розрахунків.

Угода із цінними паперами на фондовому ринку передбачає кілька етапів: укладання угоди; звірка параметрів укладеної угоди; кліринг; виконання угоди (рис. 9.4.)

Першим етапом угоди є укладання договору. Цей день у світовій практиці й спеціалізованій літературі визначають як день «Т» (від англ. *trade* — угода). Договір купівлі-продажу цінних паперів може укладатися безпосередньо між інвесторами, проте найчастіше купівля-продаж здійснюється через професійних учасників ринку цінних паперів (торговців цінними паперами). Найвідомішою організаційною формою, яка сприяє встановленню постійних правил укладання угод купівлі-продажу, є фондова біржа. Підсумком першого етапу угоди є складання кожним учасником своїх внутрішніх облікових документів, які відображають факт укладання угоди та її основні параметри.

Наголосимо, що право власності на цінні папери, які продаються, переходить до нового власника не в момент укладання угоди купівлі-продажу, а тільки в момент її виконання. До цього терміну впродовж усіх етапів угоди власником цінних паперів залишається продавець.

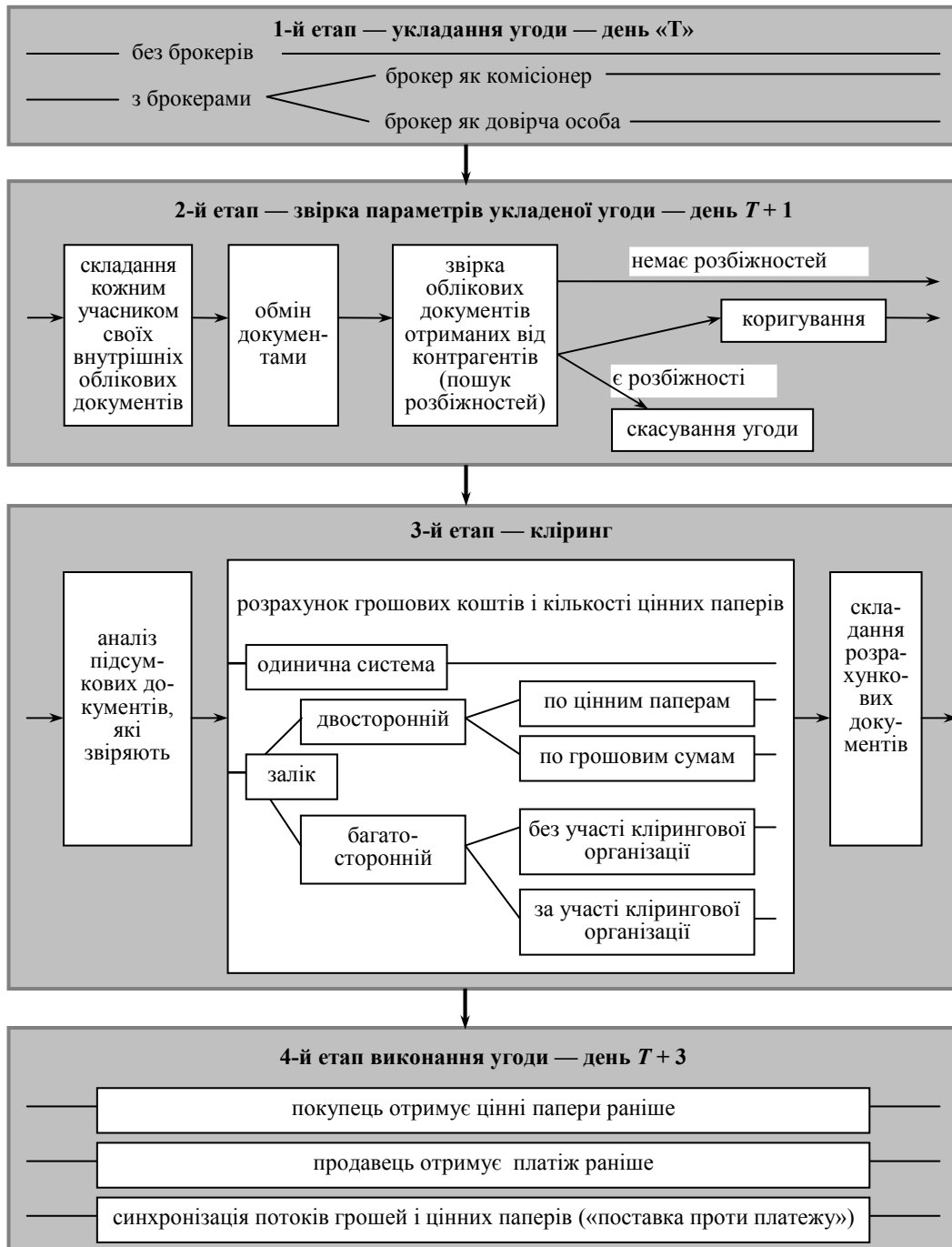


Рис. 9.4. Узагальнена схема організації угоди

Другий етап угоди купівлі-продажу на ринку цінних паперів називають звірка параметрів укладеної угоди (від англ. *trade comparison, trade matching*). Завдання цього етапу полягає в тому, щоби надати сторонам можливість врегулювати всі випадкові розбіжності в розумінні сутності й предмета угоди.

На цьому етапі сторони звіряють свої внутрішні облікові документи (які оформлені за підсумками першого етапу) зі звіряльними документами, отриманими від контрагентів. Якщо немає розбіжностей, звіряння вважається вдалим. Міжнародні стандарти і норми рекомендують усім національним ринкам будувати свою роботу таким чином, щоби звірка завершувалася не пізніше дня $T + 1$ (рекомендації «Групи 30»).

Існують два основні типи системи звірки: двостороння і одностороння. Основною розбіжністю між ними є те, що за двосторонньої системи обидві сторони угоди вводять інформацію про угоду в систему, а за односторонньої це введення здійснює лише одна сторона. Двосторонні системи, як правило, використовують на організованих ринках цінних паперів, де коло членів обмежується учасниками цього організованого ринку, переважно брокерами і дилерами.

Односторонні системи звірки, як правило, створюють для непрямих учасників ринку, які або не бажають ставати членами двосторонньої системи, або не можуть стати ними. Такі системи звірки найдоцільніше використовувати або для великих груп учасників, які виходять на ринок із невисокою частотою, або для угод серед прямих учасників ринку із цінних паперів, які рідко беруть участь у торгах.

Підсумковими документами другого етапу можуть бути комп'ютерні файли або письмові документи (лист звіряння) від спеціалізованої організації, які підтверджують факт успішного звіряння.

Після проведення всіх необхідних розрахунків (передусім визначено загальну суму угоди) продавцеві слід передати цінні папери покупцеві, а покупцеві — переказати кошти на рахунок продавця. Визначення того, що мають отримати, поставити або виплатити в день виконання сторони угоди, є завданням **системи клірингу** (третього етапу). Розрахунки зобов'язань сторін, які становлять сутність процесу клірингу, вможливають точне й ефективно здійснення обміну фінансових інструментів. Під клірингом зазвичай розуміють цілий комплекс процедур, які розпочинаються після звірки й завершуються безпосередньо перед виконанням угоди.

За рекомендаціями «Групи 30» кожна країна шляхом вивчення обсягів ринку і дій його учасників має визначити, чи буде організація системи заліку угод корисною для зниження ризику і збільшення ефективності. Завданням системи клірингу є визначення взаємних зобов'язань сторін угоди купівлі-продажу цінних паперів на момент її виконання та мінімізація переміщень як цінних паперів, так і грошових коштів.

Залежно від особливостей здійснення розрахунків між сторонами угоди розрізняють такі системи клірингу: 1) одинична система; 2) залік.

Одинична система є фундаментальною формою клірингу і виконання. Покупець цінних паперів після укладання угоди переводить грошові кошти або їхній еквівалент у допустиму для продавця форму. Продавець, своєю чергою,

тримає цінні папери у формі, придатній для поставки покупцю. Після цього обидві сторони обговорюють певний механізм обміну паперів на гроші. Усі подальші угоди між сторонами упродовж цього біржового дня здійснюються за цією самою схемою, але цілком незалежно від попередніх або подальших угод.

Система одиничного виконання, власне, становить один великий ланцюг угод, і умови виконання мають бути дотримані в кожній ланці цього ланцюга, інакше він не витримає. Цю систему можна використовувати на ринках із незначними обсягами або на ринках із доволі великими обсягами, якщо на них застосовують потужну високоавтоматизовану систему.

Систему заліку використовують за значної інтенсивності фондових операцій. Вона вможливає зведення розрахунків за певного виду цінних паперів до мінімальної кількості їх передач. Замість одиничної системи оброблення здійснюють сукупно, зрештою наприкінці робочого дня для кожної сторони визначається одна кінцева абсолютна цифра, що характеризує її стан і зобов'язання. Разом з тим залік ускладнює процедуру клірингу. Система заліку є найпридатнішою для ринків з великими обсягами, особливо для тих, де значна кількість угод укладається між відносно незначною кількістю учасників.

Існують системи заліку двох видів: двосторонні й багатосторонні.

Двостороннім, або парним, визначається залік, що відбувається між двома одними й тими самими сторонами, які впродовж одного робочого біржового дня уклали кілька угод щодо одного виду цінних паперів. Таким чином здійснюється зіставлення зустрічних вимог і розрахунок чистого сальдо заборгованості одного контрагента іншому. Таке зіставлення може здійснюватися як за цінними паперами (за кожним видом цінних паперів), так і за грошовою сумою. Не завжди на одному й тому самому ринку метод грошового взаємозаліку може збігатися з методом взаємозаліку за цінними паперами (це залежить від способу і системи здійснення фінансових платежів і поставки цінних паперів). Двосторонній залік застосовують рідко, головним чином на позабіржовому ринку у відносинах між сторонами, які довіряють одне одному, а також на фондових біржах з невеликою кількістю учасників і незначним обігом.

Застосування в процесі розрахунків *багатостороннього заліку* є кроком на шляху до ефективніших методів клірингу. За багатостороннього заліку процедура розпочинається з того, що для кожного учасника клірингу здійснюється калькуляція його власних вимог або зобов'язань за всіма угодами за конкретний період (як правило, день). З усіх вимог конкретного учасника вираховують усі його зобов'язання й обчислюють чисте сальдо, для учасника сальдо називається «позицією». Якщо сальдо дорівнює нулю, має місце «закрита позиція»; якщо сальдо не дорівнює нулю — «відкрита позиція». Якщо сальдо додатне, тобто обсяг вимог конкретного учасника перевищує його зобов'язання, тоді вважають, що в нього відкрита «довга позиція». Якщо сальдо від'ємне, тобто зобов'язання учасника перевищують його вимогами, то вважають, що у нього відкрита «коротка позиція».

Процедура багатостороннього взаємозаліку з розрахунком чистих позицій учасників угоди на етапі клірингу в зарубіжній літературі дістала назву неттінг (від англ. *netting*).

За результатами процедури взаємозаліків за кожним видом цінних паперів і за грошовими коштами визначають учасників клірингу, які мають короткі позиції (їх називають нетто-боржниками), і учасників, які мають довгі позиції (їх називають нетто-кредиторами). Розмір позиції визначає ту суму, яку кожен конкретний учасник має отримати або сплатити на завершальному етапі угоди. Під час здійснення такого платежу роблять висновок стосовно ліквідації, закриття або врегулювання позиції.

Урегулювати позицію на етапі клірингу можна двома шляхами. Відповідно, залежно від методу врегулювання розрахованої позиції вирізняють *два типи багатостороннього заліку: без участі клірингової організації як сторони у розрахунках і за такої участі.*

За першого методу після розрахунку позицій усіх учасників клірингу визначають пари «кредитор-боржник» таким шляхом, щоб кількість платежів (поставок цінних паперів) від боржника до кредитора було зведено до мінімуму. Слід зазначити, що склад пар «кредитор-боржник» може змінюватися від одного циклу клірингу до іншого. У результаті таких дій учасники клірингу розраховуються один з одним. Однак може виникнути ситуація, коли один учасник отримує цінні папери від іншого учасника, а сплачує третьому учасникові.

За другого методу як центральний учасник у процесі врегулювання позицій учасників торгів виступає клірингова організація (наприклад, біржа) або будь-яка інша організація. У цьому разі позиції учасників клірингу регулюються проти клірингової організації. Це означає, що вона є єдиним кредитором для всіх боржників і єдиним боржником стосовно всіх кредиторів. Закриття позиції учасниками здійснюється або платежем (поставкою цінних паперів) на користь клірингової організації, або отриманням платежу (цінних паперів) від неї.

Процедура врегулювання позицій стосовно клірингової організації, тобто повна зміна сторін на етапі укладання угоди, у зарубіжній літературі дістала назву «новейшн» (від англ. — *novation*).

Метод «новейшн» зручніший порівняно з методом без центрального учасника, позаяк у кожного учасника клірингу є один кредитор або боржник в особі клірингової організації. Важливою характеристикою методу є те, що він не залежить від кількості учасників. Метод «новейшн» зараз використовують у більшості сучасних клірингових систем.

Фактично кліринг є етапом, що передує грошовим платежам і поставкам фінансових інструментів. Етап клірингу передбачає три послідовні підетапи:

- аналіз документів, які звіряють;
- розрахунок грошових коштів і кількості цінних паперів;
- складання розрахункових документів.

Перший підетап пов'язаний з аналізом документів, що звіряються на їхню справжність і правильність заповнення. Якщо документи оформляють у комп'ютерній системі, то кліринг починається з перевірки ключів шифрування і захисту інформації.

На другому підетапі обчислюють грошові суми, які підлягають поставці. Окрім суми, яку слід сплатити за конкретні цінні папери, мають бути сплачені біржові та інші збори, податки. На цьому підетапі може виконуватися взаємозалік зустрічних вимог з різних угод, які мають здійснюватися одночасно.

На ринку цінних паперів, і особливо на позабіржовому, досить часто трапляється ситуація, коли не здійснюється зустрічний залік вимог. Кожна угода виконується автономно відповідно до тих параметрів, які були встановлені під час її укладання. При цьому на етапі клірингу для продавця за кожною окремою угодою здійснюється розрахунок кількості цінних паперів, які він має поставити, і грошової суми, яку він має отримати, окрім зборів і податків. Для покупця за кожною угодою розраховують кількість цінних паперів, які він має отримати, і грошову суму, яку він має сплатити, плюс податки і збори (одиничний кліринг). Відсутність взаємозаліків спрощує процедуру клірингу, але призводить до значних потоків зустрічних платежів, якщо угода здійснюється автономно. Проте, як уже зазначалося, взаємозалік зустрічних зобов'язань практикується на більшості сучасних бірж і суттєво спрощує алгоритм здійснення розрахунків між учасниками угод.

Завершується кліринг третім підетапом — складанням розрахункових документів. Кількість підсумкових розрахункових документів, їхній зміст, розмір зазначених сум, склад сторін, які беруть участь у платежах, визначається тим, який метод взаємозаліків був використаний під час виконання клірингу. Отримані по завершенні клірингу розрахункові документи передають до розрахункової системи і депозитарію, які забезпечують здійснення операцій четвертого етапу угоди із цінними паперами (рис. 9.4).

Зараз у світовій практиці стосовно термінів виконання угод діє загальноприйняте правило. Для кожного ринку цінних паперів виконання угод має здійснюватися за два робочі дні після її укладання, в день «Т + 3». Такий чином, перше правило виконання угоди стосується суворого дотримання термінів її виконання. Друге правило визначає спосіб виконання, згідно з яким синхронізуються два паралельні потоки: грошовий і цінних паперів. Це правило називають поставкою проти платежу (ППП), або принципом DVP (Delivery versus Payment). Принцип DVP означає, що процеси грошового платежу і поставки цінних паперів здійснюються одночасно. Дотримання принципу DVP контролюється розрахунковою системою і відповідною біржею.

Якщо купівля-продаж цінних паперів здійснюється на біржі, де функціонують клірингова організація і депозитарій, то клірингова організація передає в депозитарій розрахункові документи, які містять накази здійснити переказ за рахунками у цінних паперах учасників торгівлі. Угода вважається виконаною, коли депозитарій здійснить переказ цінних паперів за рахунками і передасть кліринговій організації й учасникам торгівлі відповідні документи, тобто виписки з рахунків у цінних паперах.

Відповідно до українського законодавства, **кліринг** — отримання, звірка та поточне оновлення інформації, підготовка бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів¹.

¹ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року № 710/97-ВР.

Кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються винятково депозитаріями, які забезпечують поставку цінних паперів на рахунки зберігачів у депозитарії з одночасною оплатою грошових коштів на рахунках зберігачів.

Клірингові операції щодо угод із цінними паперами проводять із фінансовими інструментами, що випущені в бездокументарній формі або знерухомлені й депоновані на рахунку в цінних паперах у депозитарії та перебувають у колективному зберіганні.

Фондова біржа укладає договір про кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів лише з одним, обраним нею, депозитарієм. Фондова біржа додатково може укладати договір про кліринг і розрахунки за угодами щодо державних цінних паперів із НБУ.

Учасники фондової біржі, які мають дозвіл зберігача цінних паперів, укладають договір про кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів із депозитарієм, що обслуговує цей організаційно оформлений ринок, або з депозитарієм, котрий уклав угоду про кореспондентські відносини з таким депозитарієм.

Депозитарій для здійснення грошових розрахунків за операціями щодо цінних паперів зобов'язаний користуватися послугами розрахункового банку. Депозитарій має укласти договір про грошові розрахунки лише з одним розрахунковим банком. Своєю чергою, розрахунковий банк для надання таких послуг має отримати відповідний дозвіл у НБУ.

Під час проведення розрахунково-клірингових операцій клієнти-постачальники (-одержувачі) надають депозитарію розпорядження на поставку (одержання) за договорами щодо цінних паперів, укладеними поза межами організаторів торгівлі. За угодами щодо цінних паперів, укладеними організатором торгівлі, депозитарій отримує відомість сквитованих розпоряджень від організатора торгівлі. Депозитарна установа отримує розпорядження й надає своєму депоненту (клієнту) підтвердження про отримання розпорядження. Депозитарна установа має здійснити перевірку розпорядження на правильність складання і перевірки відповідних документів, що є підставою для здійснення депозитарної та/або розрахунково-клірингової операції.

У встановлений термін депозитарій здійснює звірку отриманих розпоряджень. Депозитарій квітує розпорядження з відомості на поставку цінних паперів із розпорядженнями з відомості на отримання цінних паперів і виявляє зустрічні розпорядження методом порівняння реквізитів (код рахунка у цінних паперах, з якого списують (переказують) цінні папери; код рахунка у цінних паперах, на який зараховують (переказують) цінні папери; найменування депозитарію; код випуску цінних паперів; кількість, номери і серії цінних паперів тощо). За результатами звірки депозитарій складає відомість сквитованих розпоряджень на поставку/одержання цінних паперів та відомість несквитованих розпоряджень. За угодами щодо цінних паперів, укладеними організаторами торгівлі, квітування розпоряджень здійснює організатор торгівлі, про що має бути визначено у договорі, який укладається між організатором торгівлі та депозитарієм.

На вітчизняному ринку цінних паперів депозитарій за договорами щодо цінних паперів здійснює:

- одиночні розрахунки за договорами щодо цінних паперів;
- розрахунки за договорами щодо цінних паперів за результатом клірингу — урегулювання взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів, що передбачає взаємозалік.

Одиночні розрахунки поділяють на: розрахунки з грошовим урегулюванням за принципом «поставка цінних паперів проти платежу» — здійснення депозитарієм переказу цінних паперів з рахунка в цінних паперах клієнта-постачальника на рахунок у цінних паперах клієнта-одержувача на підставі відомості сквитованих та затверджених розпоряджень за умови одержання від клієнта-одержувача, у тому числі депозитарія-кореспондента, грошових коштів, що повинні бути сплачені в рамках виконання договору купівлі-продажу цінних паперів; розрахунки без грошового врегулювання — здійснення депозитарієм переказу цінних паперів з рахунка в цінних паперах клієнта-постачальника на рахунок у цінних паперах клієнта-одержувача на підставі відомості сквитованих та затверджених розпоряджень одразу після її формування. Розрахунки без грошового врегулювання можуть здійснюватися депозитарієм винятково за договорами щодо цінних паперів, укладеними поза межами організаційно оформлених ринків.

При виконанні депозитарієм одиночних розрахунків забороняється взаємозалік за зустрічними договорами щодо цінних паперів між клієнтами депозитарію (депонентами зберігачів — клієнтів депозитарію, у тому числі зберігачів — клієнтів депозитарія-кореспондента).

Після виконання одиночних розрахунків депозитарій надає клієнтам відповідні інформаційні повідомлення про виконання розпоряджень на поставку/одержання цінних паперів та довідки про стан рахунків у цінних паперах клієнтів.

Також депозитарій для виконання розрахунків за угодами із цінними паперами може використовувати кліринг, а саме — методи врегулювання взаємних зобов'язань, що передбачають взаємозалік. Депозитарій здійснює кліринг за угодами щодо цінних паперів, укладеними винятково на організаційно оформленому ринку. Депозитарій виконує розрахунки за договорами щодо цінних паперів за результатом клірингу за принципом «поставка цінних паперів проти платежу».

Депозитарій відкриває своєму клієнтові технічний рахунок, який має технічний субрахунок обліку зобов'язань щодо цінних паперів у розрізі випусків цінних паперів і технічний субрахунок для обліку грошових зобов'язань щодо угод із цінними паперами. У разі придбання цінних паперів клієнтом депозитарія його технічний субрахунок обліку грошових зобов'язань щодо угод із цінними паперами зменшується, а субрахунок його контрагента збільшується на загальну вартість укладеної угоди щодо цінних паперів. Водночас у разі придбання цінних паперів клієнтом депозитарію його технічний субрахунок обліку зобов'язань щодо цінних паперів відповідно до угоди за цінними паперами збільшується, а субрахунок його контрагента зменшується на загальну кількість цінних паперів.

За даними технічних субрахунків для обліку грошових зобов'язань та для обліку зобов'язань щодо цінних паперів депозитарій на кінець операційного дня у визначений його регламентом термін виводить, використовуючи метод урегулювання взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, підсумкові залишки для клієнтів депозитарію (вони можуть бути від'ємними та додатними).

Сумарне кінцеве сальдо за технічним субрахунком для обліку грошових зобов'язань за договорами щодо цінних паперів показує суму обов'язків/прав клієнта депозитарію на переказ/одержання грошових коштів від інших клієнтів депозитарію або самого депозитаря (залежно від виду взаємозаліку, що його використовує депозитарій). Сумарне кінцеве сальдо за технічним субрахунком для обліку зобов'язань щодо цінних паперів показує суму обов'язків/прав клієнта депозитарію на поставку/одержання цінних паперів від інших клієнтів депозитарію або самого депозитаря (залежно від виду взаємозаліку, що його використовує депозитарій).

У разі проведення клірингу без застосування попереднього резервування активів (цінних паперів та грошових коштів) на весь обсяг договорів, за якими проводиться кліринг, депозитарій із завершенням клірингу складає та передає клієнтам розпорядження-вимогу про поставку цінних паперів для погашення від'ємних залишків за технічними субрахунками для обліку зобов'язань щодо цінних паперів, а також розпорядження-вимогу про переказ грошових коштів для погашення від'ємних залишків за технічними субрахунками для обліку грошових зобов'язань.

У разі проведення клірингу із застосуванням механізму попереднього резервування активів (цінних паперів та грошових коштів) на весь обсяг договорів, за яким проводиться кліринг, депозитарій проводить закриття від'ємних залишків за технічними рахунками за рахунок попередньо депонованих активів. Після проведення депозитарієм заходів щодо закриття від'ємних залишків за технічними рахунками депозитарій проводить заходи з закриття додатних залишків. Закриття додатних залишків за технічними субрахунками для обліку зобов'язань щодо цінних паперів (для обліку грошових зобов'язань) здійснюється депозитарієм шляхом поставки цінних паперів на рахунки в цінних паперах клієнтів депозитарію (переказу грошових коштів на рахунки клієнтів депозитарію) в обсягах, які дорівнюють величинам додатних залишків.

Після виконання клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів депозитарій надає клієнтам інформаційні повідомлення про виконання розпоряджень на поставку/одержання цінних паперів та довідки про стан рахунків у цінних паперах. Також депозитарій надає організаторам торгівлі інформацію стосовно невиконання або несвоєчасного виконання їх членами та учасниками розрахунків за договорами щодо цінних паперів.

Головними функціями депозитарних установ є зберігання всіх видів цінних паперів, які мають доступ до обігу в Національній депозитарній системі та обслуговування виконання угод із цінними паперами. Для забезпечення захисту інтересів інвесторів і торговців, пов'язаних із можливим невиконанням угод однією зі сторін, реалізація розрахунків за угодами щодо цінних паперів здійснюється за принципом поставки проти платежу, який може бути реалізований за схемою, наведеною на рис. 9.5, складеного на основі матеріалу,

за схемою, наведеною на рис. 9.5, складеного на основі матеріалу, поданого в інформаційному бюлетені¹.

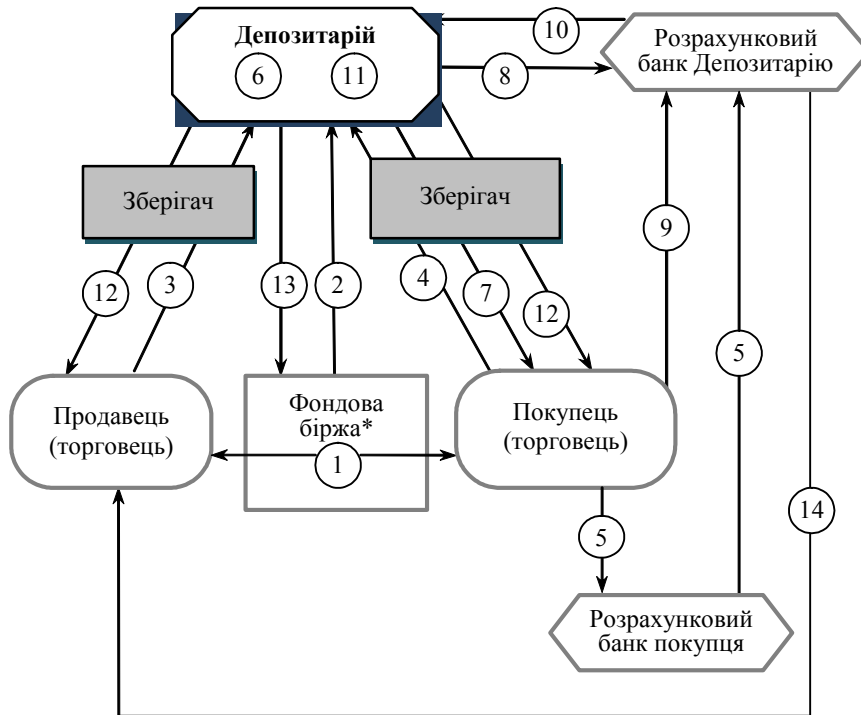


Рис. 9.5. Переміщення цінних паперів у системі депозитарного обліку (поставка проти платежу)

*Організаційно оформлений ринок цінних паперів, який презентують ТІС та фондові біржі.

Пояснення до рис. 9.5:

1 — укладання торговцями цінними паперами, учасниками фондової біржі (ФБ) угоди купівлі-продажу цінних паперів (як за власними цінними паперами, так і за цінними паперами своїх клієнтів);

2 — ФБ, згідно з регламентом інформаційного обміну, впродовж торгової сесії надає Депозитарію інформацію про укладені угоди щодо тих цінних паперів, за якими Депозитарій здійснює перереєстрацію у системі депозитарного обліку;

3 — торговець, котрий продав цінні папери, передає Депозитарію наказ стосовно списання цінних паперів зі свого рахунка в цінних паперах (у разі дилерської операції) або з рахунка свого клієнта (у разі брокерської операції) на свій субрахунок у цінних паперах; (операція блокування цінних паперів, за якими укладено угоду на ФБ на умовах розрахунків за принципом поставки проти платежу)**;

4 — торговець, котрий придбав цінні папери, передає Депозитарію наказ стосовно зарахування цінних паперів на свій рахунок у цінних паперах (у разі дилерської операції) або на рахунок свого клієнта (у разі брокерської операції) із субрахунка в цінних паперах продавця*.

Грошові розрахунки за угодами щодо цінних паперів, які виконуються за принципом поставки проти платежу, здійснюються через систему грошових рахунків, які відкривають учасникам

¹ Депозитарій «Межрегиональный фондовый союз» (Информационный бюллетень). — К.

ФБ у розрахунковому банку Депозитарію для обслуговування винятково грошових розрахунків між учасниками ФБ відповідно до укладених ними угод щодо цінних паперів;

5 — покупець, у разі, якщо залишок на його грошовому рахунку в розрахунковому банку Депозитарію менше суми, яку він має сплатити за придбані цінні папери, здійснює перерахування грошових коштів на свій рахунок у розрахунковому банку Депозитарію;

6 — Депозитарій на підставі інформації про укладені угоди, яку він отримує від ФБ, та наказів на списання/зарахування цінних паперів відповідно продавця та покупця здійснює звірку та зараховує цінні папери, за якими укладено угоду, на субрахунок у цінних паперах продавця;

7 — Депозитарій надає покупцеві відомості про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах, що виставлені на торги відповідно до його угоди. Кожне таке повідомлення має унікальний номер і є підтвердженням того, що цінні папери, за якими було укладено угоду, готові до поставки покупцю;

8 — Депозитарій передає до Розрахункового банку відомість угод, призначених до виконання. В відомості міститься інформація стосовно тих угод із цінними паперами, розрахунки за якими призначено на цей день;

9 — покупець у день виконання розрахунків $T + 3$ (де T — день укладання угоди на ФБ), формує й надає Розрахунковому банку розпорядження про переказ грошових коштів, передбачених за угодою щодо цінних паперів, із власного грошового рахунка на грошовий рахунок продавця. Цей крок виконується покупцем лише в разі отримання ним повідомлення від Депозитарія про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах продавця;

10 — Розрахунковий банк надає Депозитарію повідомлення стосовно виконання грошових розрахунків відповідно до угоди;

11 — Депозитарій списує цінні папери з рахунка у цінних паперах продавця, й зараховує їх на рахунок у цінних паперах покупця (здійснює перереєстрацію прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку). Цей крок Депозитарій виконує тільки після повідомлення від розрахункового банку про здійснення грошових розрахунків за угодою. Таким чином, можна стверджувати, що поставка цінних паперів продавцем і сплата грошових коштів покупцем здійснюється практично одночасно;

12 — Депозитарій відправляє Зберігачам, які обслуговують учасників угоди купівлі-продажу цінних паперів, виписки з рахунків у цінних паперах. Зберігачі, отримавши виписки за своїм рахунком від Депозитарія, надають своїм депонентам виписки з рахунків у цінних паперах;

13 — Депозитарій за допомогою інформаційного терміналу надає ФБ звіт про виконані й невиконані угоди торговцями, членами ФБ;

14 — Розрахунковий банк надає продавцю виписку з його грошового рахунка.

** У разі, коли Торговець цінними паперами (продавець або покупець) не є Зберігачем, пп. 3, 4, 7, 12 виконуються за посередництва Зберігача, якого обирає Торговець.

У цій схемі також відбито так званий принцип «блокування» цінних паперів на спеціальному рахунку. Для гарантії виконання принципу поставки проти платежу ті цінні папери, що виставлені до продажу, мають «блокуватися» до дня виконання угоди на так званому рахунку в цінних паперах, виставлених до продажу. Цінні папери на цей рахунок переказує сам продавець. Якщо в день виконання угоди гроші надійшли на рахунок продавця, депозитарій надсилає «заблоковані» цінні папери на рахунок покупця. Якщо гроші за цінні папери не були переказані, то цінні папери повертаються на рахунок у цінних паперах продавця.

На ринку цінних паперів України поширена розрахунково-клірингова діяльність із цінних паперів і грошових засобів, однак слід зазначити, що здійснення цієї діяльності можливе лише за наявності налагодженого вторинного обігу цінних паперів, який фактично здійснюється лише у ПФТС. Розвиток фондових бірж і клірингових установ стримується невеликим обігом вторинного ринку, низькою ліквідністю цінних паперів, дефіцитом серйозних інвесторів, недосконалою організацією і фінансовою та професійною підготовкою торговців цінними паперами.

Резюме за змістом розділу

Забезпечення інтересів усіх учасників ринку цінних паперів вимагає організації суворого обліку дії кожного з них, цю функцію держава покладає на депозитарну систему.

Сферою діяльності національної депозитарної системи визначено: стандартизацію обліку цінних паперів; уніфікацію документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерацію цінних паперів, випущених в Україні; відповідне зберігання цінних паперів; реалізацію принципу «поставка проти платежу»; акумулювання доходів щодо цінних паперів та розподіл їх за рахунками; надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів; розроблення, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютерних систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних із банківськими та/або з іншими системами грошового клірингу на щоденній або іншій регулярній основі.

Депозитарна система України складається з двох рівнів:

- ◆ нижній рівень — зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів;
- ◆ верхній рівень — Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів і здійснюють кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Реєстратори здійснюють діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів, а саме збирання, фіксацію, оброблення, зберігання та надання даних, що становлять систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їхніх емітентів і власників.

Зберігачами можуть бути комерційні банки, які мають ліцензію на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, і торговці цінними паперами за наявності ліцензії, вони провадять за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами й іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Депозитарієм є юридична особа, яка створюється у формі відкритого акціонерного товариства, учасниками якого є не менш як десять зберігачів, і яка здійснює винятково депозитарну діяльність. При цьому частка одного учасника в статутному фонді депозитарію не може перевищувати двадцяти п'яти відсотків цього фонду. Депозитарні установи здійснюють депозитарну діяльність лише щодо цінних паперів, що існують у бездокументарній формі за результатом їх розміщення у такій формі або переведення у таку форму шляхом знерухомлення: акцій; облігацій підприємств; облігацій місцевих позик; державних облігацій України; казначейських зобов'язань України; інвестиційних сертифікатів; іпотечних сертифікатів; іпотечних облігацій; сертифікатів фондів операцій з нерухомістю; інших цінних паперів за окремим рішенням ДКЦПФР.

Проаналізувавши взаємодію учасників Національної депозитарної системи, слід відмітити необхідність (на верхньому рівні) створення єдиного повнофунк-

ціонального Центрального депозитарію, а на нижньому — впорядкування діяльності зберігачів і реєстраторів, зближення їхніх функцій як основних інституцій, що обслуговують індивідуальних та інституційних інвесторів в Україні.



Терміни та поняття

бездокументарна форма випуску цінних паперів, глобальний сертифікат, депозитарій цінних паперів, депозитарна діяльність, діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (реєстраторська діяльність), документарна форма випуску цінних паперів, зберігач, звірка, знерухомлення цінних паперів, кліринг, номінальний утримувач, реєстратор, розрахунковий банк



Запитання для перевірки знань

1. Які інститути здійснюють організаційно-технічне обслуговування операцій із цінними паперами?
2. Схарактеризуйте діяльність прямих й опосередкованих учасників Національної депозитарної системи України.
3. Назвіть правові засади функціонування реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв на вітчизняному ринку цінних паперів.
4. Якими є головні функції реєстраторів власників іменних цінних паперів?
5. У чому полягає діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів?
6. Які основні функції виконують депозитарні установи на ринку цінних паперів?
7. Висвітліть зміст депозитарної діяльності та схарактеризуйте діяльність суб'єктів, що її здійснюють, на українському фондовому ринку.
8. Якими є найважливіші функції клірингу та розрахунків на ринку цінних паперів?
9. Схарактеризуйте процес клірингу і розрахунків за угодами щодо цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку.
10. Визначте основні функції та організацію діяльності Національного депозитарію України.



Тестові завдання

1. Установами, що формують нижній рівень депозитарної системи України, є:
 - а) НДУ і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів;
 - б) реєстратори власників іменних цінних паперів та депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів;
 - в) зберігачі та реєстратори власників іменних цінних паперів.

2. Назвіть рахунки, що відкривають емітенту в системі реєстру.
3. Які операції здійснюють депозитарні установи з обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах?
 - a) розрахунково-клірингові, трастові, довірчі;
 - b) адміністративні, облікові, інформаційні;
 - c) активні, пасивні;
 - d) установчі, організаційні.
4. Який спосіб зберігання цінних паперів передбачає зобов'язання депозитарної установи вести облік цінних паперів із зазначенням індивідуальних ознак їх сертифікатів?
 - a) документарний;
 - b) сукупний;
 - c) відокремлений;
 - d) колективний;
 - e) індивідуальний.
5. Яким способом депозитарні установи зберігають цінні папери, випущені в бездокументарній формі, та знерухомлені іменні цінні папери у документарній формі?
 - a) сукупним;
 - b) серійним;
 - c) відокремленим;
 - d) колективним;
 - e) індивідуальним.
6. Як називається система заліку, за якої для кожного учасника на етапі клірингу здійснюється калькуляція його власних вимог або зобов'язань за всіма угодами за певний період?
 - a) двостороннім заліком;
 - b) одиничним заліком;
 - c) взаємним заліком;
 - d) неттінгом;
 - e) реверсом.
7. Процедура врегулювання позицій (чистого сальдо) стосовно клірингової організації, за якої вона є єдиним кредитором для всіх боржників і єдиним боржником всіх кредиторів, має назву:
 - a) неттінг;
 - b) двосторонній залік;
 - c) одиничний залік;
 - d) трейдинг;
 - e) новейшн.
8. Який орган виконує функції центрального депозитарію для корпоративних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку?
 - a) МФС;
 - b) міністерство фінансів;

- с) казначейство;
- д) ВДЦП;
- е) НДУ;
- ф) НБУ.

9. З якими фінансовими інструментами здійснюють клірингові операції щодо угод з цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку?

- а) із фінансовими інструментами, що випущені в бездокументарній формі або знерухомлені й депоновані на рахунку в цінних паперах у депозитарії і перебувають у колективному зберіганні;
- б) із фінансовими інструментами, що випущені в бездокументарній формі або депоновані на рахунку в цінних паперах у депозитарії та перебувають у відокремленому зберіганні;
- с) із цінними паперами (крім векселів та заставних), що випущені в документарній формі або депоновані на рахунку в цінних паперах у депозитарії та перебувають у колективному зберіганні.



Завдання для індивідуальної роботи

1. Визначте роль та функції депозитарної системи на українському ринку цінних паперів.
2. Проаналізуйте специфіку організації Національної депозитарної системи України.
3. Визначте, за яких умов використання системи заліку угод може бути ефективним на ринку цінних паперів?
4. Проаналізуйте, у чому полягає необхідність та можливість використання принципу «поставки проти платежу» на вітчизняному фондовому ринку.
5. Дайте оцінку перспективам розвитку Національного депозитарію України.



Рекомендована література

1. Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року № 710/97-ВР.
2. Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України: Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 20 грудня 2004 року № 1707.

3. *Лялин В. А., Воробьев П. В.* Ценные бумаги и фондовая биржа. — М.: Финлинь, 1998.
4. *Мельник В. А.* Риннок цінних паперів : Довідник керівника підприємства. — К.: А.Л.Д.: ВІРА-Р, 1998.
5. *Науменко О. О.* Депозитарний облік та обслуговування обігу цінних паперів: Практичний посібник / Передмова А. Т. Головка. — К., 2005.
6. Депозитарий «Межрегиональный фондовый союз» (Информационный бюллетень). — К., 1998.
7. Торгівля цінними паперами в Україні : Навч. посібник / [К. К. Бовкун, Д. С. Бутенко, Ю. Я. Кравченко, П. Ф. Григор'єв та ін.; кер. авт. кол. А. І. Топішко]. — К.: АДС УМКЦентр, 2008.

- 10.1. Система регулювання портфельного інвестування
10.2. Державне регулювання ринку цінних паперів
10.3. Саморегулівні об'єднання ринку цінних паперів

- ◆ **Вивчивши матеріали даного розділу, ви будете ЗНАТИ:**
- типи, форми та моделі правового регулювання ринку цінних паперів;
 - вирішальні принципи регулювання фондового ринку, зазначені Директивами Ради Європи та IOSCO;
 - державні органи регулювання і контролю, їхні функції;
 - державні нормативні акти з регулювання фондового ринку і процесу портфельного інвестування в Україні;
 - поняття та види саморегулівних організацій;
 - статус саморегулівних організацій в Україні, їхню роль у розвитку національного ринку цінних паперів,
- ◆ **а також УМІТИ:**
- аналізувати нормативно-правову базу, діяльність центрального органу державної виконавчої влади у сфері фондового ринку та відповідність їх засадам міжнародно-правового регулювання;
 - оцінити захист інтересів інвесторів та акціонерів на фондовому ринку України.

10.1. СИСТЕМА РЕГУЛЮВАННЯ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Важливим під час прийняття інвестиційного рішення щодо управління інвестиційним портфелем є не лише знання теоретичних аспектів і концепцій портфельного інвестування, а й розуміння системи регулювання економічних відносин у країні та зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів підприємництва.

Інвестор є найважливішим учасником фінансового ринку, діяльність якого пов'язана зі спрямуванням заощаджень у фінансові активи. *Організація успішного захисту інтересів інвесторів полягає у створенні, по-перше, умов для ефективного функціонування ринку, по-друге, заходів захисту інвесторів і торговців цінними паперами від шахрайства.*

Система регулювання ринку цінних паперів охоплює: регулятивні органи (державні органи, СРО); регулятивні функції та процедури (реєстраційні, ліцензійні, наглядові); законодавчу інфраструктуру ринку (регулятивні норми, що

діють на фондовому ринку); етику фондового ринку (правила ведення чесного бізнесу); традиції й звичаї.

Ефективна система регулювання ринку цінних паперів має охоплювати всіх його учасників і забезпечувати виконання професійної діяльності відповідно до встановлених правил.

Сучасний глобалізований фінансовий ринок не може функціонувати без уведення обов'язкових норм, правил та принципів організації, що викликає необхідність формування та розвитку системи регулювання. У світовій практиці правове впорядкування ринкових відносин здійснюється за такими ієрархічними структурними рівнями (*типами правового регулювання*):

- ◆ міжнародно-правовим;
- ◆ національним державно-правовим;
- ◆ інституціонально-правовим.

Міжнародно-правове регулювання здійснюють, як правило, на підставі публічних міжнародно-правових угод, укладених між державами-суверенами або уповноваженими органами останніх на добровільних засадах. У правовому контексті ці держави є рівноправними і незалежними одна від одної.

Національне державно-правове регулювання здійснюють у межах держави на підставі відповідних нормативних актів. Найважливішим серед нормативних актів є Конституція. Решта нормативних актів мають відповідати (не суперечити) Конституції. Держава реалізує свої повноваження через відповідні державні органи, які ухвалюють нормативні акти у межах власних повноважень.

Інституціонально-правове регулювання здійснюють саморегулівні організації шляхом реалізації повноважень, наданих законами чи підзаконними актами, або делегуванням повноважень відповідними державними органами.

Структурна залежність трьох типів правового регулювання визначається так: національне державно-правове регулювання не має суперечити міжнародно-правовому; інституціонально-правове регулювання не має суперечити міжнародно-правовому й національному державно-правовому.

Міжнародно-правове регулювання ринків цінних паперів переважно здійснюють у межах окремих міжнародних угод і в межах міжнародних організацій.

Серед численних форм міжнародно-правового регулювання ринків цінних паперів найбільшу увагу привертає регулювання, здійснюване в межах Європейського Союзу (European) та Міжнародної організації комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions — *IOSCO*).

Головними правовими документами з регулювання діяльності у сфері цінних паперів в інтегрованій Європі є **Директиви Ради ЄС (Council Directives)**.

Наприкінці 1970-х — на початку 1990-х років у межах Європейського Співтовариства розвивалася співпраця в напрямі інтеграції взаємодії загалом і зокрема на ринку цінних паперів. Це демонструє приклад еволюції принципів міжнародно-правового регулювання, закріплених у текстах директив. *Вирішальними принципами регулювання є: принцип гармонізації мінімальних стандартів, принцип взаємного визнання, принцип уніфікації норм, принцип координації діяльності національних комісій з цінних паперів.*

Основна мета цих принципів полягає у створенні системи спільного захисту інвесторів.

Принцип гармонізації мінімальних стандартів уперше дістав закріплення у директиві Ради ЄС № 79/279, яка регулює найважливіші аспекти допуску цінних паперів до котирування на фондових біржах, що діють у ЄС. Цей нормативно-правовий акт визначає мінімальні вимоги щодо акцій та боргових цінних паперів, що допускаються до обігу на фондовій біржі. До цих вимог належать: а) визначення правового статусу компанії; б) встановлення мінімального розміру її (капіталу, резервного фонду, включно з прибутками і збитками); в) період її функціонування (компанія відповідно до національних законів зобов'язана публікувати свою фінансову звітність три роки поспіль до подання заяви про вступ до офіційного лістингу).

Таким чином, принцип гармонізації мінімальних стандартів, по-перше, визнає існування національних стандартів допуску цінних паперів до обігу на фондових біржах, а також щорічну звітність емітентів перед інвесторами; по-друге, визначає мінімальні вимоги, достатні з точки зору захисту інтересів інвесторів, і водночас надає країнам-учасницям право на встановлення жорсткіших вимог.

Наступний етап еволюційного розвитку відносин у цій сфері припадає на середину 1980-х років, засади співпраці, сформовані у попередній період, уможливили подальше поглиблення взаємозв'язків. Новими правовими принципами стали принципи взаємного визнання й уніфікації стандартів.

Принцип взаємного визнання був закріплений у директиві № 87/345. Згідно з ним проспекти випусків цінних паперів, опубліковані в разі допущення їх до обігу на фондовій біржі в одній країні, якщо вони зареєстровані в комісії з цінних паперів цієї країни, підлягали визнанню в інших країнах-учасницях.

Принцип уніфікації стандартів закріплює директива № 85/611, що регулює порядок створення й функціонування інститутів спільного інвестування (ІСІ). Метою директиви є введення загальних основних правил, що стосуються реєстрації, нагляду, структури й діяльності ІСІ в державах-учасницях, а також інформації, яку вони мають публікувати.

За ст. 1 цієї директиви ІСІ вважають: 1) такі, чією єдиною метою є інвестування залученого від населення капіталу в цінні папери, що мають обіг на ринку, їх діяльність ґрунтується на принципі розподілу ризику; 2) такі, що здійснюють викуп або погашення випущених інструментів з використанням активів. Діяльність ІСІ має запобігати відхиленням біржового курсу цих інструментів від вартості чистих активів їх.

Принцип уніфікації стандартів передбачено також у директиві № 88/627, яка регулює порядок публікації інформації про зміни в правах власності на значні пакети акцій, що котируються на фондових біржах. У преамбулі цієї директиви зазначено, що належна поінформованість інвесторів щодо прав власності на істотні або великі пакети акцій є одним із засобів захисту їхніх інтересів, а також підвищення довіри до ринку цінних паперів.

Відповідно до статті 1 емітент, акції якого котируються на фондовій біржі, зобов'язаний інформувати громадськість про зміни у складі акціонерів, яким

належать великі пакети акцій, щойно їм стане відомо про це. Компанії, акції яких не котируються на фондових біржах, зобов'язані поінформувати громадськість упродовж дев'яти календарних днів. У тих випадках, коли емітент випускає акції на пред'явника, обов'язок оприлюднити заяву про придбання або продаж великих пакетів акцій покладається не на емітента, а на інвесторів, котрі купують або продають такі пакети.

Наприкінці 1980-х — на початку 1990-х років співпраця у межах ЄС здійснювалася, головним чином, за принципами взаємного визнання та уніфікації стандартів, проте в інтересах її подальшого розвитку почали активно використовувати принцип координації діяльності національних комісій з цінних паперів. У цей період нормативно-правове регулювання охопило також обіг цінних паперів на позабіржовому ринку.

Поєднання перелічених вище принципів увиразнилося, наприклад, у директиві № 89/298, присвяченій публікації проспектів стосовно випусків цінних паперів, яка розширила межі правового регулювання у цій сфері. Директива встановлює загальні стандарти стосовно складання та публікації проспектів щодо випуску цінних паперів незалежно від обігу їх на біржовому чи позабіржовому ринках.

Згідно із директивою № 89/298 будь-якому випуску цінних паперів у вільний обіг, якщо він здійснюється вперше, має передувати оприлюднення відповідного проспекту. Разом з тим, якщо емітент, опублікувавши проспект емісії цінних паперів, здійснює лише їх частковий випуск, він не зобов'язаний публікувати новий проспект при додатковій емісії. Ця норма становить загальне правило для країн-учасниць ЄС, утім, директива визначає також низку випадків, яких це правило не стосується.

Принцип уніфікації стандартів у цій директиві закріплено в таких нормах: а) держави-учасниці ЄС відповідальні за те, щоб емітенти, які випускають цінні папери у відкритий обіг, завжди публікували проспекти емісії, причому до того, як цінні папери будуть випущені; б) проспекти емісії цінних паперів попередньо мають бути подані до комісії з цінних паперів; в) проспекти випусків цінних паперів, що котируватимуться на фондовій біржі, мають містити відомості, зазначені у відповідних директивах ЄС; г) проспекти випусків цінних паперів, які перебуватимуть в обігу на позабіржовому ринку, мають містити інформацію про упорядників проспекту.

Принцип взаємного визнання закріплений у нормі директиви, що надає країнам-учасницям право на визнання проспектів у разі, коли емітент випускає цінні папери в кількох країнах одночасно або з невеликим розривом у часі стосовно випуску їх у власній країні. Емітенти в цих випадках зобов'язані публікувати переклади своїх проспектів і надсилати їх до відповідних комісій з цінних паперів.

У нормах директиви № 89/298 також закріплений принцип координації діяльності комісій з цінних паперів. Так, директива прямо зобов'язує їх співпрацювати одна з одною, у разі потреби здійснювати обмін будь-якою інформацією в інтересах такої співпраці. Під час розгляду проспекту випуску цінних паперів, наданого емітентом іншої країни, комісія з цінних паперів зобов'язана повідо-

мити про це країну-емітента й ухвалити відповідне рішення після проведення консультацій з останньою.

Еволюція міжнародно-правового регулювання ринків цінних паперів у межах ЄС на початку 1990-х років характеризувалася не лише тим, що почали виникати нові принципи й розширювалася сфера нормативно-правового регулювання, а й тим, що відбувався внутрішній розвиток кожного з принципів, унаслідок чого одні принципи перетворювалися на інші. Наприклад, у тексті директиви № 90/211 закріплено розвиток принципу взаємного визнання та перетворення його на принцип уніфікації стандартів.

Згідно з положеннями цієї директиви емітентові надано право на визнання його проспекту в іншій країні-учасниці без звернення до комісії з цінних паперів цієї країни, якщо між поданням клопотання про допуск до котирування на фондовій біржі цієї країни і випуском цінних паперів у своїй країні минуло не більше трьох місяців. Раніше такий проспект надавали комісії з цінних паперів іншої країни для відповідного визнання. Спрощення взаємодії у цьому конкретному випадку засвідчує встановлення нового та єдиного для всіх країн-учасниць стандарту.

Тенденція посилення інтеграції ринків цінних паперів дедалі увиразнилася ухваленням директиви № 93/22, яка заклала підвалини для створення єдиного ринку цінних паперів у межах ЄС.

Ця директива була імплементована державами-учасницями до 1 січня 1996 р., а втілення її в життя спричинило радикальні зміни у сфері обігу цінних паперів не лише на біржовому, а й на позабіржовому ринках. Компанії, що здійснюють інвестиційну діяльність у власній країні, від 1996 року змогли безперешкодно здійснювати її на всій території ЄС. При цьому компанії не потрібна згода комісій з цінних паперів в інших країнах; достатньо реєстрації у комісії з цінних паперів у власній країні.

Також було запроваджено ще одну норму, згідно з якою контроль за здійсненням діяльності такої компанії і на своїй території, і на території інших країн має здійснювати комісія з цінних паперів, що зареєструвала цю компанію. Власне, це є свідченням інтеграції зазначених вище принципів у новий принцип міжнародно-правової співпраці у цій сфері — принцип координації дій національних комісій з цінних паперів.

Ураховуючи активізацію діяльності інвесторів на фінансових ринках, яким пропонується ще більш комплексний і широкомасштабний набір послуг та інструментів, правове підґрунтя ЄС має охоплювати весь діапазон діяльності, зорієнтованої на інвесторів. Для забезпечення високого рівня захисту інвесторів, ефективної діяльності інвестиційних компаній на єдиному ринку ЄС під контролем органів держави-члена походження, було замінено Директиву № 93/22 Директивою 2004/39/ЄЕС від 21 квітня 2004 року «Про ринки фінансових інструментів» (The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID).

Національне регулювання ринків капіталу в країнах ЄС зберігається, однак частина положень MiFID скасували певні місцеві обмеження, залишаючи за регуляторами лише право «екстреного» регулювання у випадку кризових явищ.

Наприклад, директива знімає обмеження на операції з деривативами у Франції, Італії та Іспанії.

Нововведення MiFID стосуються уніфікації вимог щодо розкриття інформації по угодам з цінними паперами: встановлюються вимоги з надання єдиного для ЄС пакета інформації з конкретного фінансового інструмента та збереження інформації про угоди, також уточнюються вимоги щодо операцій з новими фінансовими інструментами. Директива вводить нову класифікацію професійних учасників ринку і нові правила для проведення ними операцій з капіталом; визначає послуги з інвестування та види інвестиційної діяльності. Також визначаються види фінансових інструментів та легалізуються, з точки зору фінансових регуляторів, нові складні інструменти фінансового ринку й форми організації інвестиційного бізнесу.

Одна із принципових відмінностей MiFID стосується так званих альтернативних торгових систем (alternativ trading systems — ATS — засіб електронної торгівлі, що забезпечує своїм учасникам — передплатникам доступ до інформації й торгів на різних майданчиках). Регламент MiFID дає дозвіл на діяльність нових альтернативних систем торгів, які разом із традиційними біржами де-юре надаватимуть однакові можливості інвесторам. Утім, вважається, що робота ATS відрізняється більшою швидкістю та надійністю в обробленні й виконанні запитів. Де-факто директива MiFID оголосила вільну конкуренцію на фінансових ринках. І нарешті, від 1 листопада 2007 року Європейським комітетом регуляторів фондових ринків (CESR) розпочато реєстрацію всіх угод з цінними паперами на ринках ЄС.

Важливе значення в правовому регулюванні фінансових ринків у ЄС мають такі директиви:

— Директива 2001/34/ЄЕС від 28.05.2001 року про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що має бути опублікована про такі папери;

— Директива 2003/6/ЄЕС від 28.01.2003 року про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку;

— Директива 2003/74/ЄЕС від 4.11.2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж.

Однією із найважливіших складових політики європейського вибору України є адаптація вітчизняного законодавства до норм Європейського Союзу. В Угоді про партнерство і співробітництво 1994 року Україна взяла на себе зобов'язання адаптувати законодавство у 16 пріоритетних секторах. З метою виконання взятих зобов'язань було прийнято низку нормативних документів. Верховна Рада ухвалила Закон України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» від 18 березня 2004 року № 1629-IV, на виконання якої Кабінет Міністрів ухвалює щорічні плани заходів.

Інтернаціоналізація фінансових ринків супроводжується міжнародною стандартизацією й уніфікацією правил їх регулювання на регіональному та глобальному рівнях. Стосовно фондового ринку цей процес координується **Міжнарод-**

ною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO). Ця організація була створена в 1974 році з метою стимулювання співпраці між комісіями з цінних паперів країн Північної та Південної Америки. Утім, 1984 року з регіональної міжнародної організації вона перетворилася на всесвітню міжнародну організацію; вже на початку 1990-х років її учасниками були комісії з цінних паперів близько 100 країн світу. Україна є членом цієї організації.

Головними завданнями IOSCO є: налагодження співпраці між комісіями з цінних паперів з метою забезпечення ефективнішого державного регулювання національних ринків цінних паперів, обмін досвідом державно-правового регулювання й на цій основі перетворення менш досконалих регулятивних систем на досконаліші; об'єднання зусиль у створенні єдиних стандартів поведінки на ринках цінних паперів і здійснення державного нагляду за міжнародними угодами з цінними паперами; надання взаємної допомоги з метою забезпечення єдності й неподільності ринків цінних паперів і боротьби з правопорушеннями.

У програмному документі IOSCO — «Цілі та принципи регулювання фондового ринку» (1998 р.), визначено три основні цілі цього регулювання: 1) захист інвесторів; 2) забезпечення прозорості й ефективності ринку та чесних правил торгівлі; 3) зниження рівня системного ризику.

IOSCO визначає універсальні принципи регулювання ринку цінних паперів, які згруповані за вісьмома категоріями:

1. Принципи, що стосуються регулятивного органу (РО): коло обов'язків РО має бути чітко визначеним; регулятор має бути, з одного боку, незалежним у своїй оперативній роботі, а з іншого — підзвітним вищому органу управління; РО повинен мати адекватні повноваження, достатні можливості для виконання своїх функцій, регулювання має бути чітким і послідовним.

2. Принципи саморегулювання: система регулювання має включати саморегулятивні організації (СРО) тією мірою, якою цього вимагають розміри та рівень розвитку ринків; СРО мають перебувати під контролем РО й дотримуватися всіх етичних норм і стандартів при виконанні своїх функцій.

3. Принципи контролю за дотриманням законодавства: РО повинен мати широкі повноваження для контролю, проведення інспекторських перевірок і розслідувань; регулятивна система має забезпечувати ефективне використання повноважень РО.

4. Принципи міжнародної співпраці: РО має надавати інформацію (як відкрито, так і закрито) іншим національним і закордонним РО; регулятивна система має передбачати можливість надання допомоги закордонним РО у розслідуванні операцій на фондовому ринку.

5. Принципи для емітентів: емітенти мають надавати інвесторам повну, своєчасну й точну інформацію про свою діяльність, що може вплинути на їхні інвестиційні рішення; ставлення до акціонерів має бути чесним і неупередженим; стандарти обліку й аудиту мають відповідати міжнародним нормам.

6. Принципи регулювання для інститутів спільного інвестування (ІСІ): регулятивна система має встановлювати стандарти діяльності й регулювання тих, хто має намір продавати інструменти ІСІ або управляє ними; регулятивна сис-

тема має гарантувати наявність зрозумілого й чіткого методу оцінювання чистої вартості активів, визначення ціни та погашення інструментів ІСІ тощо.

7. Принципи для посередників фондового ринку: регулювання має передбачати наявність певних мінімальних вимог для початку діяльності на фондовому ринку; слід визначити початкові й постійно підтримувані вимоги з мінімальної величини капіталу, що відображають ризики, які несуть ці посередники; посередники мають дотримуватися певних стандартів внутрішньої організації й діяльності; для мінімізації втрат інвесторів і зменшення системного ризику система регулювання має передбачати процедури на випадок банкрутства посередника.

8. Принципи для вторинного ринку: створення торговельних систем, включно з фондовими біржами, не може мати нерегульованого характеру; система регулювання має передбачати постійний нагляд за біржами й іншими торговельними системами; система регулювання має будуватися так, щоби вчасно виявляти й перешкоджати маніпулюванню на ринку та іншим нечесним методам торгівлі; система клірингу і розрахунків має перебувати під контролем регулятивних органів, забезпечуючи ефективну роботу та зменшення системного ризику.

Слід зазначити, що з урахуванням міжнародних стандартів, у тому числі принципів IOSCO, були розроблені пропозиції щодо вдосконалення законодавчих засад здійснення контролю та нагляду на фондовому ринку держав—учасниць СНД, ухвалені Радою керівників державних органів з регулювання ринків цінних паперів держав—учасниць СНД від 5—6 листопада 2008 року № 6.

Сформовані рекомендації поділяють на чотири блоки:

— основні повноваження державних органів з регулювання ринку цінних паперів у сфері контролю та нагляду;

— визначення умов та порядку здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;

— порядок здійснення перевірок на ринку цінних паперів;

— рекомендації щодо здійснення аудиту фінансової звітності професійних учасників ринку цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів аудиту.

Національне державно-правове регулювання здійснюють уповноважені органи конкретної держави на її території. Роль держави в регулюванні ринку цінних паперів зазвичай полягає у виконанні таких функцій:

- ідеологічна й законодавча функція (розроблення концепції розвитку ринку, програми її реалізації, управління програмою та законодавчих актів для розвитку ринку);

- концентрація ресурсів на створення інфраструктури фондового ринку;

- встановлення «правил гри»;

- контроль за фінансовою сталістю й безпечністю ринку;

- створення системи інформації про стан ринку цінних паперів і забезпечення її відкритості для інвесторів;

- формування системи захисту інвесторів від втрат (зокрема державних і змішаних схем страхування інвестицій);

- запобігання негативному впливу на ринок цінних паперів інших видів державного регулювання (монетарного, фіскального, валютного);

- запобігання надмірному розвитку ринку державних цінних паперів (який відволікатиме частину грошової пропозиції інвестиційних ресурсів на покриття невикористаних витрат держави).

Іншим аспектом ролі держави на ринку цінних паперів є те, що вона також виступає:

- ◆ значним емітентом (фінансування державного боргу) та інвестором (державна власність у цінних паперах підприємств, централізовані капіталовкладення через інвестиції у цінні папери);
- ◆ макроекономічним регулятором, використовуючи інструменти фондового ринку в операціях на відкритому ринку під час проведення грошової політики;
- ◆ значним дилером на ринку державних цінних паперів через Центральний банк.

Державне регулювання фондового ринку здійснюється у вигляді прямого впливу на його функціонування, а також у вигляді опосередкованого впливу на ринок. Прямий вплив держави на інвестиційний процес передбачає: комплекс законодавчих актів з проблем фондового ринку; постанови і розпорядження виконавчих органів з цих проблем; заходи, яких вживають інші державні органи, з введення нових і зміни чинних положень і норм, які стосуються діяльності на ринку цінних паперів (ліцензування, реєстрація тощо).

До системи важелів опосередкованого впливу належать: податкова політика держави; процеси роздержавлення й приватизації; вихід держави на ринки позикових капіталів (емісія казначейських векселів, середньо- й довготермінових облігацій тощо); контроль за грошовою масою; зовнішньоекономічна політика держави (регулювання операцій з іноземною валютою, золотом, заходи зі стимулювання експорту тощо).

Інституціонально-правове регулювання, як правило, здійснюють фондові біржі та інші саморегульовані організації, включно з тими, що об'єднують професійних учасників фондового ринку.

Інституціонально-правове регулювання здійснюють відповідно до державно-правових норм і принципів. Джерелами такого регулювання слугують, зокрема, правила торгівлі цінними паперами, статuti саморегульованих організацій тощо. На відміну від державно-правового регулювання, ґрунтованого на можливості застосування примусово-владного впливу на учасників ринку, інституціонально-правове регулювання значною мірою спирається на зацікавленість учасників дотримуватися інституціонально-правових норм, що своєю чергою, зумовлене добровільним характером участі в саморегульованій організації.

Світовий досвід не дає однозначної моделі організації системи регулювання й контролю на ринку цінних паперів. Багатоманіття підходів у цій сфері визначається здебільшого рівнем розвитку ринку цінних паперів; особливостями законодавства, яке в різних країнах відрізняється за рівнем жорсткості; соціальною та правовою культурою суспільства; рівнем організації професійних об'єднань учасників фондового ринку тощо.

У світовій практиці вирізняють дві основні **моделі регулювання** ринку цінних паперів.

Перша модель — регулювання фондового ринку зосереджується переважно в державних органах і лише невелику частину повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення правил держава передає саморегулювальним організаціям професійних учасників ринку. Прикладом такої моделі може бути ринок цінних паперів Франції.

Друга модель — максимально можливий обсяг повноважень передається саморегулювальним організаціям; серед методів контролю переважають не жорсткі нормативні приписи, а переговорний процес, індивідуальні домовленості професійних учасників ринку, але при цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції, можливість будь-якої миті втрутитися в процес саморегулювання. Прикладом цієї моделі може слугувати ринок цінних паперів Великої Британії.

У практиці розвинених зарубіжних країн рівень централізації та жорсткість державного регулювання фондового ринку коливається між цими крайніми моделями.

Порівняльний аналіз структур державних органів регулювання національних ринків цінних паперів у різних країнах дає підстави для таких висновків:

— структура державних органів регулювання ринку цінних паперів залежить від його моделі, поширеної в конкретній країні (банківська, небанківська); від рівня централізації управління в країні та автономії регіонів (у країнах із федеральним устроєм частину повноважень держави на ринку цінних паперів передано територіям, наприклад у США — штатам, у Німеччині — землям тощо);

— загальною тенденцією є створення самостійних відомств або комісій з цінних паперів, які регулюють фондові ринки.

Ринок цінних паперів має приваблювати інвесторів законністю, чесністю та порядком. Цього можна досягти лише шляхом державного регулювання індустрії цінних паперів у тісній взаємодії з її представниками.

10.2. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Державне регулювання ринку цінних паперів має забезпечувати ефективне функціонування не лише його, а й економіки України загалом. Саме тому головними принципами державного регулювання ринку цінних паперів можна назвати орієнтацію на загальнонаціональні інтереси, справедливість і рівноправність ринку та доступність і відкритість інформації, стимулювання інвестиційної діяльності.

Функції регулювання і контролю за ринком цінних паперів держава здійснює шляхом формування спеціальних структур, потреба в яких зумовлена організацією реєстрації випусків цінних паперів і професійних учасників ринку цінних паперів; специфікою способів регулювання, пов'язаних з контролем за наданням великих масивів інформації; необхідністю постійної адаптації законодавства та підзаконних норм фондового ринку, який швидко розвивається і змінюється; необхідністю для широкого загалу інвесторів створення органу, здатного захистити їхні інтереси.

Процес розвитку суспільства об'єктивно потребує виваженого втручання держави в економіку з метою регулювання діяльності суб'єктів господарювання. *Держава має втручатися не в свободу ринку цінних паперів, а задля свободи.* Саме на цих засадах сформовано цілі й завдання державного регулювання ринку цінних паперів України, які закріплено в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР.

Законодавством визначено, що **державне регулювання ринку цінних паперів** — це здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Ефективне регулювання ринку цінних паперів передбачає чітке визначення цілі регулювання, завдань, які необхідно вирішити, а також методів досягнення поставлених цілей за суворого дотримання певних принципів.

Цілями державного регулювання є:

- реалізація єдиної державної політики у сфері випуску й обігу цінних паперів та їхніх похідних;
- створення умов для ефективної мобілізації й розміщення цінних паперів учасниками фінансових ресурсів з урахуванням інших інтересів суспільства;
- отримання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску й обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги й характер угод із цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;
- забезпечення рівних можливостей для допуску емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;
- гарантування прав власності на цінні папери;
- захист прав учасників фондового ринку;
- інтеграція в європейський та світовий фондові ринки тощо.

Для досягнення поставлених цілей держава використовує такі *форми регулювання*:

- ◆ ухвалення законодавчих актів з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;
- ◆ регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів;
- ◆ видання ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів і забезпечення контролю за такою діяльністю;
- ◆ контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;
- ◆ створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;
- ◆ контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
- ◆ вжиття інших заходів державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.

Нині в Україні функції державного регулювання ринку цінних паперів та діяльності на ньому інвесторів розподілені між різними міністерствами та відомствами. Всі ці органи можна поєднати в чотири групи:

1. Верховна Рада України, Президент України та Кабінет Міністрів України, які шляхом ухвалення законодавчих актів та нормативних актів з питань ринку цінних паперів, визначення напрямів державної політики щодо ринку цінних паперів, призначення складу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку забезпечують загальні засади державного регулювання. До цієї групи належить також Міністерство юстиції, що виконує загальну нормотворчу функцію в державі.

2. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), яка безпосередньо формує й забезпечує реалізацію єдиної державної політики з розвитку й функціонування в Україні ринку цінних паперів та їхніх похідних. ДКЦПФР підпорядкована Президентові України й підзвітна Верховній Раді України.

3. Державні органи, які в межах своєї компетенції здійснюють контроль або функції управління на ринку цінних паперів України. Це Держфінпослуг, Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Національний банк України, Антимонопольний комітет, Міністерство економіки, Державна податкова адміністрація.

4. Державні органи, що виконують спеціальні функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства в державі. До цієї групи належать Міністерство внутрішніх справ, Генеральна прокуратура, Служба безпеки України, Вищий арбітражний суд.

Центральним органом державної виконавчої влади, що забезпечує реалізацію єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні й координації діяльності міністерств та інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері, є **Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР)**. Комісію було створено Указом Президента України від 12 червня 1995 року № 446/95.

Організація діяльності ДКЦПФР, її склад, завдання, повноваження й відносини з іншими державними органами визначено в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 30 жовтня 1996 року. Основними завданнями ДКЦПФР є:

1) формування й забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їхніх похідних в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

2) координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їхніх похідних;

3) здійснення державного регулювання й контролю за випуском і обігом цінних паперів та їхніх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування;

4) захист прав інвесторів шляхом вжиття заходів щодо запобігання й припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;

5) сприяння розвитку ринку цінних паперів;

б) узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів у державі, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

Для виконання окреслених завдань, Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР також визначено *функції та права* ДКЦПФР.

ДКЦПФР має значні повноваження щодо застосування санкцій до учасників ринку цінних паперів за порушення чинного законодавства України. Комісія може накладати адміністративні стягнення на посадових осіб — учасників ринку цінних паперів.

Державне регулювання ринку цінних паперів має спиратися на попередньо розроблену і науково обґрунтовану концепцію. 22 вересня 1995 року Постановою Верховної Ради України № 342/95-ВР було ухвалено «Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України». Головною метою Концепції було визначено становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки.

Для формування фондового ринку України як ефективного механізму обігу цінних паперів, який сприяє економічному розвитку і забезпечує належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів, Концепція визначала засадові принципи створення й функціонування фондового ринку:

- ◆ соціальна справедливість — створення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів і позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних виявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів;
- ◆ надійність захисту інвесторів — створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їхніх майнових прав;
- ◆ регульованість — створення гнучкої й ефективної системи регулювання ринку цінних паперів;
- ◆ контрольованість — створення надійного механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів;
- ◆ ефективність — максимальна реалізація потенційних можливостей ринку цінних паперів щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу та задоволенню життєвих потреб населення;
- ◆ правова впорядкованість — створення розвиненої правової інфраструктури забезпечення діяльності ринку цінних паперів, яка чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів;
- ◆ прозорість, відкритість — забезпечення надання інвесторам повної й доступної інформації стосовно умов випуску та обігу на ринку цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення виявів дискримінації суб'єктів ринку цінних паперів;
- ◆ конкурентність — забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найвигідніше залучення вільних фінансових ресурсів і встановлення

немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю за дотриманням правил чесної конкуренції учасниками ринку цінних паперів.

Пізніше питання прискореного розвитку і розширення фондового ринку Україні також було порушено в низці нормативних актів: Указі Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України» від 26 березня 2001 року № 198/2001; «Програмі розвитку фондового ринку України на 2001—2005 роки» від 13 грудня 2000 року; «Програмі розвитку інвестиційної діяльності на 2002—2010 роки», затвердженій постановою Кабінету Міністрів України від 28 грудня 2001 року № 1801; «Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні», схваленої розпорядженням Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 року № 976-р.

Основні законодавчі та інші нормативні акти України, що визначають правове підґрунтя функціонування фондового ринку та інвестиційної діяльності на ньому, містяться в табл. 10.1.

Таблиця 10.1

Правова база регулювання ринку цінних паперів України*

	Назва нормативного акту	Основні положення нормативного акту
1	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV	Визначено сутність фінансових інструментів, учасників фондового ринку, груп цінних паперів, які можуть бути у цивільному обороті (пайові, боргові, іпотечні, приватизаційні, похідні, товаророзпорядчі); розкрито порядок емісії цінних паперів у разі відкритого та закритого розміщення; визначено правове поле та порядок діяльності фондових бірж; окреслено процедуру розкриття інформації на фондовому ринку; порядок регулювання ринку державою та саморегульованими організаціями
2	Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР	Визначено правові засади здійснення державного регулювання і контролю за ринком цінних паперів. Висвітлено мету, форми державного регулювання та органи, що його здійснюють; визначено повноваження й завдання ДКЦПФР. Розкрито поняття «професійні учасники ринку цінних паперів», охарактеризовано види діяльності на фондовому ринку, що підлягають ліцензуванню (брокерська, дилерська, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами, діяльність з управління активами, діяльність з управління іпотечним покриттям, депозитарна діяльність депозитарію цінних паперів, депозитарна діяльність зберігача, діяльність із ведення реєстру власників іменних цінних паперів, діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, розрахунково-клірингова діяльність)
3	Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 р. № 2664-III	Визначено сутність та види фінансових послуг; умови створення та діяльності фінансових установ; мету, форми державного регулювання ринків фінансових послуг та органи, що його здійснюють (НБУ, ДКЦПФР, Уповноважений орган, Антимонопольний комітет)
4	Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII	Визначено поняття та види господарських товариств (акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю, товариства з додатковою відповідальністю, повні та командитні товариства). Окреслено правила створення та діяльності їх, а також права й обов'язки їхніх учасників та засновників

* Враховано останні поправки до нормативних актів, які були внесені на момент підготовки таблиці.

Продовження табл. 10.1

	Назва нормативного акту	Основні положення нормативного акту
5	Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI	Визначено порядок створення, діяльність, припинення акціонерних товариств (АТ), їх правовий статус, права та обов'язки акціонерів. Визначено типи АТ (публічні та приватні); зазначено, що акції товариства є іменними та існують винятково в бездокументарній формі. Висвітлено компетенції, право на участь, проведення та прийняття рішення загальними зборами АТ; процес створення, компетенції наглядової ради; засади діяльності виконавчого органу АТ. Розглянуто порядок придбання значного (10 % і більше простих акцій) та контрольного пакета (50 % і більше) акцій АТ
6	Закон України «Про приватизаційні папери» від 6 березня 1992 р. № 2173-XII	Визначено поняття і види приватизаційних паперів, умови та порядок їх випуску, розміщення серед громадян України, обліку, використання й погашення; розглянуто посередницьку та представницьку діяльність з обігу приватизаційних паперів і державні гарантії власникам приватизаційних паперів. Зазначено, що рішення про випуск приватизаційних паперів ухвалює Кабінет Міністрів України згідно із Державною програмою приватизації; емісію приватизаційних паперів здійснює НБУ; приватизаційні папери використовують громадяни України для придбання частки майна державних підприємств та інших об'єктів, державного житлового фонду та земельного фонду; приватизаційні папери вільному обігу не підлягають, а продаж або відчуження їх іншим способом є недійсним
7	Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств». У редакції Закону 22.05.1997 р. № 283/97-ВР (Зі змінами, внесеними згідно із Законами № 40-IV від 04.07.2002 та № 43-IV від 04.07.2002)	Визначено поняття: дериватив, форвардний контракт, ф'ючерсний контракт, опціон, емісійний дохід тощо. Розглянуто питання визначення об'єкта оподаткування. При цьому до валового доходу віднесено: загальні доходи від продажу товарів (робіт, послуг), доходи від продажу цінних паперів (крім операцій з їх первинного випуску) та операцій з їх кінцевого погашення (ліквідації); доходи від здійснення банківських, страхових та інших операцій з надання фінансових послуг, торгівлі валютними цінностями, цінними паперами, борговими зобов'язаннями та вимогами; доходи від спільної діяльності та у вигляді дивідендів, отриманих від нерезидентів, відсотків, володіння борговими вимогами тощо. Визначені особливості оподаткування операцій з торгівлі цінними паперами та деривативами; оподаткування дивідендів емітента корпоративних прав; оподаткування операцій з борговими вимогами та зобов'язаннями
8	Закон України «Про обіг векселів в Україні» від 5 квітня 2001 р. № 2374-III	Визначено особливості видання переказних і простих векселів, здійснення операцій з векселями та виконання вексельних зобов'язань у господарській діяльності. Визначено, що зобов'язуватися та набувати права за векселями на території України можуть юридичні й фізичні особи. Наголошено, що прості та переказні векселі можна видавати лише для оформлення грошового боргу за фактично поставленими товарами, виконаними роботами, наданими послугами
9	Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19 червня 2003 р. № 979-IV	Визначено терміни: іпотечний сертифікат, іпотечний пул, іпотечні активи. Зазначено, що кредитодавець, який є власником іпотечних активів, має право випустити сертифікати (із фіксованою дохідністю, участі). Визначено етапи емісії сертифікатів, умови випуску та обігу, операції з сертифікатами

Продовження табл. 10.1

	Назва нормативного акту	Основні положення нормативного акту
10	Закон України «Про іпотечні облигації» від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV	Визначено, що іпотечними облигаціями є облигації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям. Іпотечні облигації є іменними цінними паперами. Розкрито види іпотечних облигацій (звичайні, структуровані), загальні умови їх випуску та обігу
11	Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121-III	Визначено економічні, організаційні й правові засади створення, діяльності, реорганізації й ліквідації банків, а також порядок формування та розмір статутного капіталу банку; наведено перелік банківських операцій (зокрема й операцій із цінними паперами). Встановлено вимоги до інвестиційної діяльності банків у статутні фонди й акції інших юридичних осіб
12	Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III	Визначено правові й організаційні засади створення, діяльності та відповідальності суб'єктів спільного інвестування (ІСІ), особливості управління їхніми активами; окреслено вимоги до складу, структури й зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів ІСІ (акцій корпоративного інвестиційного фонду та інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду), порядок та обсяг надання інформації ІСІ з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів
13	Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9 липня 2003 р. № 1057-IV	Визначено види НПФ (відкриті, корпоративні, професійні). Розглянуто склад активів пенсійного фонду, загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами, порядок управління активами НПФ
14	Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/-ВР	Визначено правові засади електронного обігу цінних паперів, форми випуску цінних паперів (документарна та бездокументарна). Визначено дворівневу структуру Національної депозитарної системи (нижній рівень — зберігачі та реєстратори власників іменних цінних паперів; верхній рівень — Національний депозитарій України та депозитарії)
15	Положення про депозитарну діяльність. Затверджено Рішенням ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 р. № 999	Визначено перелік цінних паперів, щодо яких здійснюється депозитарна діяльність, функції та операції зберігачів і депозитаріїв цінних паперів, порядок складання облікових реєстрів рахунків власників цінних паперів, знерухомих цінних паперів, особливості депозитарного обслуговування ІСІ, НПФ. Зазначено порядок взаємодії зберігачів і депозитаріїв з іншими учасниками Національної депозитарної системи, встановлено вимоги до здійснення й суміщення депозитарної діяльності, а також напрями державного контролю за діяльністю депозитарних установ
16	Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів. Затверджено Рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. № 1000	Визначено функції реєстроутримувача, вимоги щодо системи реєстру, вимоги щодо документів системи реєстру, порядок відкриття рахунків (емісійного та особового рахунків), порядок формування та ведення системи реєстру і внесення до неї змін. Зазначено обов'язки емітента та зареєстрованих осіб, порядок доступу до інформації, яка міститься у реєстрі

Продовження табл. 10.1

	Назва нормативного акту	Основні положення нормативного акту
17	Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів. Затверджено Рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. № 1001	Визначено загальні положення та вимоги щодо здійснення депозитаріями розрахунково-клірингової діяльності за операціями щодо цінних паперів і здійснення клірингу та розрахунків у Національній депозитарній системі в Україні. Зазначено порядок одержання та звірки депозитарними установами інформації за угодами щодо цінних паперів; порядок здійснення депозитарними установами розрахунків за операціями емітента щодо випущених ним цінних паперів
18	Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів. Затверджено Рішенням ДКЦПФР від 02.11.2006 р. №1227	Визначено поняття: інвестиційна політика, інвестиційний портфель інституційних інвесторів, особи, що проводять діяльність з управління активами інституційних інвесторів. Встановлено основні функції, вимоги, обмеження та особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів компаніями з управління активами та юридичними особами, що здійснюють діяльність з управління активами пенсійних фондів
19	Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами. Затверджено Рішенням ДКЦПФР від 12.12.2006 р. № 1449	Визначено поняття: брокерська діяльність, дилерська діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами. Зазначено види договорів на здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами (договір на виконання разового замовлення, договорів на управління, договорів на придбання) та вимоги до цих договорів. Визначено права й зобов'язання торговців цінними паперами, порядок ведення і зберігання документів
20	Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії. Затверджено рішенням ДКЦПФР від 16.06.2009 р. № 572	Встановлено вимоги до реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспектів їх емісії; етапи емісії опціонних сертифікатів. Визначено, що розміщення та обіг опціонних сертифікатів здійснюється на фондових біржах
21	Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу. Затверджено Рішення ДКЦПФР 17.07.2003 р. № 322 (у редакції рішення ДКЦПФР від 26.10.2006 р. № 1178	Визначено етапи емісії у разі відкритого (публічного) та закритого (приватного) розміщення облігацій. Емітент може розміщувати іменні облігації та облігації на пред'явника; відсоткові, цільові та дисконтні облігації; звичайні (незабезпечені) та забезпечені. Схарактеризовано проспект емісії облігацій; реєстрацію проспекту емісії облігацій та/або випуску облігацій, змін до проспекту емісії облігацій, звіту про результати розміщення облігацій, звіту про наслідки погашення облігацій. Окреслено особливості емісії та реєстрації випуску іменних цільових облігацій, виконання зобов'язань за якими передбачається об'єктами житлового будівництва, для фінансування будівництва яких залучають кошти від фізичних та юридичних осіб через розміщення облігацій

Закінчення табл. 10.1

	Назва нормативного акту	Основні положення нормативного акту
22	«Принципи корпоративного управління» Затверджені рішенням ДКЦПФР від 11.12.2003 р. № 571	Розкрито ключові засади, на основі яких мають розвиватися корпоративні відносини в країні, та конкретні рекомендації щодо якості та прозорого управління акціонерним товариством відповідно до міжнародних стандартів. Принципи корпоративного управління розкривають аспекти щодо: 1) мети товариства, 2) прав акціонерів, 3) наглядової ради і виконавчого органу, 4) розкриття інформації та прозорість фінансово-господарської діяльності, 5) контролю за фінансово-господарською діяльністю товариства як через залучення незалежного зовнішнього аудитора, так і через механізм внутрішнього контролю, 6) зацікавлених осіб
23	Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів. Затверджено Рішенням ДКЦПФР 19.12.2006 р. № 1591	Встановлено склад, порядок і терміни розкриття на фондовому ринку регулярної (щоквартальної та річної) інформації, особливої інформації та інформації про іпотечні цінні папери емітентами цінних паперів та подання її до ДКЦПФР. До особливої інформації про емітента цінних паперів належать відомості про: прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 % статутного капіталу; прийняття рішення про викуп власних акцій; факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі; одержання позики або кредит на суму, що перевищує 25 % активів емітента; зміну складу посадових осіб емітента; порушення справи або рішення про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію тощо). До інформації про іпотечні цінні папери належать відомості про: зміни у реєстрі іпотечного покриття або реєстрі забезпечення іпотечних сертифікатів за кожним консолідованим іпотечним боргом; дострокове погашення іпотечних облігацій; припинення функціонування фонду операцій з нерухомістю; конвертацію іпотечних сертифікатів або сертифікатів ФОН тощо

Модернізація ринку цінних паперів та забезпечення його конкурентоспроможності вимагає розв'язання на законодавчому рівні таких основних завдань:

- удосконалення системи захисту прав інвесторів, корпоративного законодавства, способів оприлюднення інформації для громадян-інвесторів та професійних користувачів;
- удосконалення правового регулювання професійної діяльності інституційних інвесторів на ринку капіталу;
- забезпечення розвитку фінансових інструментів як об'єктів розміщення інвестиційних ресурсів, у тому числі шляхом розбудови ринків похідних фінансових інструментів, законодавчого вдосконалення умов здійснення діяльності з рейтингування, зокрема на засадах добровільності проведення рейтингових оцінок;
- реформування обліково-розрахункової інфраструктури ринку цінних паперів шляхом створення нормативних умов забезпечення діяльності Національного депозитарію України як центрального депозитарію, центральної розрахунково-клірингової палати;

- забезпечення податкового стимулювання ринку цінних паперів;
- реформування системи державного регулювання ринків капіталу на засадах консолідованого пруденційного нагляду за діяльністю фінансових ринків (створення мегарегулятора ринку капіталу).

10.3. САМОРЕГУЛІВНІ ОБ'ЄДНАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Саморегулівними організаціями (selfregulatory organizations) у світовій практиці визнають підприємницькі асоціації, добровільні об'єднання, які встановлюють для своїх членів формальні правила у веденні бізнесу.

Держава передає частину своїх функцій з нагляду й регулювання ринку, щоб професійні оператори ринку цінних паперів самі встановлювали для себе правила гри та здійснювали контроль за їх виконанням, маючи на увазі, що цей контроль (за обсягом та якістю) значно результативніший за наглядову діяльність, обмежену державою.

В одних країнах (передусім у Великій Британії) ринок більшою мірою саморегулюється, ніж перебуває під контрольним впливом держави. Натомість в інших країнах моделі регулювання ринку цінних паперів передбачають жорсткість державних наказів і значно меншу активність професійних учасників у встановленні й контролі правил на ринку.

Саморегулівні організації (СРО) — це не лише вироблення спільних правил гри або захист інтересів, це й нерідко відокремлений ринок, доступ на який обмежений вимогами щодо професіоналізму й етики, обсягу торгівлі й капіталу тощо.

Отже, основними ознаками саморегулівних організацій є:

- добровільне об'єднання;
- членство — професійні учасники ринку цінних паперів;
- функції — саморегулювання, встановлення формальних правил ведення бізнесу;
- відносини з державою — держава передає їм частину своїх функцій.

Вирізняють такі **види саморегулівних організацій**:

Міжнародні організації (наприклад, Federation International des Bourses de Valeurs — Міжнародна організація фондових бірж).

Національні організації. Як правило, в кожній країні є саморегулівні організації, які претендують на презентацію інтересів усього професійного світу, пов'язаного з ринком цінних паперів тієї чи іншої країни. Наприклад, у США це National Association of Securities Dealers (NASD) — Національна асоціація дилерів з цінних паперів (хоча діють також інші організації), у Японії — Japan Securities Dealers Association (Японська асоціація інвестиційних дилерів) тощо.

За наявності відносно закритих регіональних ринків цінних паперів можна, відповідно, засновувати *регіональні саморегулівні організації*.

Види саморегулівних організацій залежно від учасників ринку цінних паперів, що їх створили, на прикладі США наведено в таблиці 10.2.

Таблиця 10.2

ВИДИ САМОРЕГУЛІВНИХ ОРГАНІЗАЦІЙ НА ПРИКЛАДІ США *

Види саморегулівних організацій	Приклади СРО
Організації регуляторів ринку	North American Securities Administrators Association (персонал регіональних органів влади, пов'язаних з регулюванням ринку цінних паперів)
Організації фондових бірж	Consolidated TAPE Association (члени — фондові біржі, мета — координація інформаційної діяльності на ринку цінних паперів)
Організації компаній з цінних паперів	National Association of Securities Dealers, Securities Industry Association (дилери-брокери, андеррайтери з цінних паперів), Put and Call Brokers and Dealers Association (брокери-дилери з похідних цінних паперів)
Організації інвестиційних консультантів	Investment Counsel Association of America, New York Society of Security Analysts (американська асоціація інвестиційних консультантів, нью-йоркське товариство експертів з цінних паперів)
Організації трансфер-агентів реєстраторів та депозитаріїв	Securities Transfer Association, Corporate Transfer Agents Association (асоціація корпоративних агентів з трансферту)
Організації персоналу, що працює в інститутах цінних паперів	National Association of Securities Professionals (презентує інтереси молодших спеціалістів з цінних паперів), Security Traders Association (трейдери з цінних паперів)
Спеціалізовані організації	Public Securities Association (банки і компанії, що займаються дилінгом державних та муніципальних цінних паперів), Municipal Bond Women's Club of New York (асоціація жінок-дилерів з муніципальних облігацій) тощо

* Складено за джерелом: *Миркин Я. М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.

З метою захисту інтересів свої організації створюють не лише професійні учасники, а й емітенти; інституційні інвестори; індивідуальні інвестори.

Приклади таких організацій (вони входять до складу саморегулівних, можуть створювати власні правила та стандарти гри на ринку) наведено у табл. 10.3.

Таблиця 10.3

ВИДИ САМОРЕГУЛІВНИХ ОРГАНІЗАЦІЙ НЕПРОФЕСІЙНИХ УЧАСНИКІВ РИНКУ*

Види організацій	Назва організацій
Організації емітентів	Association of Publicly Traded Companies (асоціація компаній відкритого типу, чії акції публічно торгуються)
Організації інституційних інвесторів	American Society of Utility Investors (американське товариство інвесторів у цінні папери комунальних компаній), Investment Company Institute (Інститут інвестиційних досліджень — найбільша асоціація інвестиційних компаній), Council of Institutional Investors (Рада інституційних інвесторів)
Організації індивідуальних інвесторів	United Shareholders Association of Investment Clubs (Національна асоціація інвестиційних клубів — товариств дрібних інвесторів, які об'єднують свої гроші для більш значних вкладень коштів)

* Складено за джерелом: *Миркин Я. М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.

Фактично нині на американському ринку цінних паперів діють два різні типи саморегулювальних організацій.

Перший тип — це інфраструктурні організації, які самі є професійними учасниками ринку цінних паперів. Це, наприклад, Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Національна клірингова корпорація з цінних паперів (National Securities Clearing Corporation, або NSCC), Клірингова корпорація на ринку опціонів (Option Clearing Corporation, або OCC) та інші інфраструктурні організації. Членство у таких СРО є *добровільним*, права й обов'язки такого саморегулювання виникають на засадах договору між учасниками ринку цінних паперів.

Другий тип СРО — це Національна асоціація дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers, або NASD). Відповідно до законодавчих актів членство у цій СРО є обов'язковим для брокерів і дилерів. Без членства у NASD організація не може отримати дозвіл (ліцензію) на діяльність на ринку цінних паперів, стати членом біржи, клірингової чи депозитарної організації. NASD — це модель СРО, яка передбачає делегування цій організації на основі закону певної частини повноважень державної влади з регулювання й контролю за діяльністю брокерів і дилерів. Проте головним регулятором і контролером на ринку цінних паперів залишається державний орган — Securities and Exchange Commission (SEC), який має великі повноваження виконавчої, представницької і, частково, судової влади.

У **Великій Британії** Законом 1986 року (The Financial Services Act) запропоновано специфічну систему делегування повноважень державної влади на ринку цінних паперів, за якої регулювання і нагляд за ринком передано організаціям, що наділені певними правами. Вирішальним принципом є «саморегулювання у межах системи законів» (self-regulation within a statutory framework).

Згідно із Законом було створено Раду з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board — SIB), із повноваженнями спостерігача і контролера за його виконанням. Ця організація фінансується за рахунок внесків учасників ринку, проте вона не має статусу саморегулювальної організації. За законодавством SIB має право самостійно видавати ліцензії на здійснення інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів або делегувати ці повноваження СРО, що практично і було зроблено.

Під егідою SIB було створено систему саморегулювальних організацій, кожна з яких розробляє правила за напрямками діяльності її членів.

SIB запропонувала найважливіші правила і методи регулювання, прийнятні для саморегулювальних організацій. Ці правила передбачають такі *головні положення*: незалежність (інвестиційні консультанти мають бути незалежними від жодного впливу, щоб не завдати збитків своїм клієнтам); інвестиційна реклама (інвестиційна реклама має бути чесною і попереджати про інвестиційні ризики); публічні рекомендації (всі рекомендації потребують серйозного обґрунтування); правило «знайте свого клієнта» (інвестиційні консультанти мають досконало розуміти сутність операцій клієнта і надавати доцільні поради); найкраще виконання угоди; капітал інвестора (фірми, що займаються управлінням капіталу клієнтів, мають тримати цей капітал окремо від капіталу своєї фірми).

Різними сферами інвестиційної діяльності «керують» різні СРО, найвідомішими є такі:

✓ *The Securities and Futures Authority (SFA)* займається брокерами і дилерами, які є членами London Stock Exchange (LSE), London Futures and Options Exchange, London Metal Exchange (LME) та інших товарних бірж Великої Британії;

✓ *The Investment Management Regulatory Organisation (IMRO)* регулює діяльність керуючих компаній, які організують функціонування схем колективного інвестування і пенсійних планів;

✓ *Personal Investment Authority (PIA)* організує діяльність індивідуальних підприємців у сфері управління й консультування колективних інвестиційних, пенсійних і страхових схем.

Формально у Великій Британії участь у СРО не є обов'язковою. Дозвіл на право здійснювати інвестиційну діяльність компанії можуть отримувати в СРО або безпосередньо в SIB, проте на практиці другий варіант радше є винятком. При цьому одна й та сама компанія може бути членом двох і більше СРО. Подібно до США, законодавство Великої Британії не вимагає від бірж, організаторів торгівлі, клірингових і депозитарних організацій членства у СРО. Саморегулівні організації тут покликані захищати дрібного і середнього інвестора, надаючи професійним учасникам ринку цінних паперів змогу самостійно регулювати свої відносини.

Зважаючи на досвід країн із розвиненими ринками цінних паперів з реформування системи СРО, можна дійти кількох висновків:

1. Саме біржі і депозитарно-клірингові установи залишаються провідними саморегулівними організаціями професійних учасників ринку цінних паперів у розвинених країнах, бо забезпечують розроблення й дотримання ними високих стандартів професійної діяльності, генерують нові ідеї й технології на ринку цінних паперів.

2. Спроби створити моделі СРО з обов'язковим або добровільним членством учасників ринку і делегуванням таким СРО частини повноважень держави у США і Великій Британії не можна вважати цілком успішними й завершеними. Так, система СРО у Великій Британії доволі громізка й не завжди функціонує ефективно. Як показала практика, ця система не змогла запобігти масовим порушенням прав інвесторів у відомих скандалах з пенсійними фондами Максвелла у банкрутстві «Берінгс» та інших ситуаціях.

3. Ринок цінних паперів невинно інтегрує в комплексний фінансовий ринок, на якому функціонують універсальні фінансові компанії та банки й на якому дедалі відчутнішою є потреба комплексного підходу до регулювання ризиків професійної діяльності організацій. За цих умов конче потрібно розв'язати завдання інтеграції діяльності різних органів регулювання й організації комплексного контролю за всіма сегментами фінансового ринку.

В **Україні** діяльність СРО, першою чергою, регулюється Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV та «Положенням про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку», затвердженим Рішенням ДКЦПФР 17.02.2009 року № 125.

Відповідно до цих нормативних актів **саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку (СРО)** — неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених ДКЦПФР.

Метою діяльності саморегулівних організацій професійних учасників фондового ринку є забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку, які є членами СРО, розроблення і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності.

У кожному виді професійної діяльності Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може делегувати саморегулівній організації такі повноваження:

- ◆ збирання, узагальнення й аналітичне оброблення даних щодо здійснення відповідного виду професійної діяльності;
- ◆ проведення перевірок провадження відповідного виду професійної діяльності, дотримання вимог законодавства про цінні папери, правил, стандартів професійної поведінки;
- ◆ подання їй обов'язкового для розгляду клопотання про припинення (зупинення) дії ліцензії на здійснення професійним учасником фондового ринку певного виду діяльності;
- ◆ сертифікація фахівців фондового ринку;
- ◆ видача ліцензій особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку.

Саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку утворюються за принципом: одна СРО з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів. Така СРО має об'єднувати понад 50 % професійних учасників фондового ринку за одним із видів професійної діяльності.

СРО приймає до складу своїх членів юридичних осіб, які мають відповідну ліцензію на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, видану в порядку, встановленому ДКЦПФР, відповідають вимогам правил СРО та засвідчили свою згоду виконувати правила СРО.

Основними функціями СРО є:

- ✓ розроблення і затвердження правил та стандартів провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку;
- ✓ розроблення та прийняття кодексу професійної етики та здійснення контролю за його дотриманням членами організації;
- ✓ установлення вимог щодо професійної кваліфікації працівників членів СРО;
- ✓ організація професійної підготовки та підвищення кваліфікації працівників членів СРО;
- ✓ упровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між СРО і членами СРО та їхніми клієнтами;
- ✓ ініціювання вдосконалення законодавства України;
- ✓ представлення інтересів членів СРО в органах державної влади, судах, інших організаціях та захист їхніх інтересів;
- ✓ сприяння захисту прав інвесторів тощо.

У процесі здійснення своєї діяльності СРО має право:

- ініціювати вдосконалення законодавства України;
- ініціювати та брати участь у підготовці проектів законодавчих та інших нормативно-правових актів, державних програм з питань, пов'язаних із розвитком фондового ринку та саморегулювання, а також направляти до органів державної влади висновки за результатами проведених ними незалежних експертиз проектів актів;
- направляти запити й отримувати в межах законодавства від органів державної влади й органів місцевого самоврядування статистичну, нормативно-технічну та іншу інформацію, необхідну для виконання СРО покладених на них завдань;
- здійснювати перевірки членів на відповідність їхньої діяльності правилам СРО, стандартам професійної діяльності, кодексу етики; за результатами перевірок членів СРО вживати заходи впливу: попередження, тимчасове припинення членства, виключення зі складу СРО;
- створювати третейські суди відповідно до законодавства України;
- від свого імені оскаржувати у встановленому законодавством порядку будь-які акти та (або) дії (бездіяльність) органів державної влади, органів місцевого самоврядування, що порушують права й інтереси СРО, кожного з її учасників окремо або групи учасників, інші права.

СРО, її органи управління зобов'язані:

- ◆ дотримуватися вимог законодавства, статуту СРО, правил і стандартів СРО;
- ◆ створювати рівні умови для вступу до СРО та виходу з неї будь-якого професійного учасника;
- ◆ повідомляти членів СРО та надавати інформацію до ДКЦПФР про дату проведення загальних зборів членів СРО за 30 днів до їх проведення;
- ◆ у разі застосування всіх заходів впливу СРО до свого члена СРО зобов'язана позбавити його членства в СРО та повідомити про це ДКЦПФР.

Станом на 01.01.2009 року на фондовому ринку здійснювали діяльність 10 СРО:

1. Асоціація «Перша фондова торговельна система» (ПФТС);
2. Асоціація «Регіональний фондовий союз»;
3. Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ);
4. Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД);
5. Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ);
6. ВАТ «Київська міжнародна фондова біржа» (КМФБ);
7. ЗАТ «Українська фондова біржа» (УФБ);
8. ЗАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (УМВБ);
9. ЗАТ «Українська міжнародна фондова біржа» (УМФБ);
10. ЗАТ «Фондова біржа «Іннекс».

Резюме за змістом розділу

Організація успішного захисту інтересів інвесторів полягає у створенні поперше, умов для ефективного функціонування фондового ринку, по-друге, заходів захисту інвесторів та торговців цінними паперами від шахрайства.

Система регулювання ринку цінних паперів охоплює:

- регулятивні органи (державні органи, саморегулятивні організації);
- регулятивні функції та процедури (реєстраційні, ліцензійні, наглядові);
- законодавчу інфраструктуру ринку;
- етику фондового ринку (правила ведення чесного бізнесу);
- традиції та звичаї.

У світовій практиці правове впорядкування ринкових відносин здійснюється за такими ієрархічними структурними рівнями (типи правового регулювання): міжнародно-правовим; національним державно-правовим; інституціонально-правовим.

Міжнародно-правове регулювання ринків цінних паперів переважно здійснюють у межах окремих міжнародних угод і в межах міжнародних організацій. Серед численних форм міжнародно-правового регулювання фондового ринку на найбільшу увагу заслуговує регулювання, здійснюване в межах Європейського Союзу через Директиви Ради ЄС та Міжнародної організації комісій з цінних паперів (*IOSCO*).

Національне державно-правове регулювання здійснюють уповноважені органи конкретної держави на підставі відповідних нормативних актів. Центральним органом державної виконавчої влади, що забезпечує реалізацію єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні й координації діяльності міністерств та інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері, є Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

Інституціонально-правове регулювання здійснюють саморегулятивні організації шляхом реалізації повноважень, наданих законами чи підзаконними актами, або делегуванням повноважень відповідними державними органами.

У світовій практиці вирізняють дві основні моделі регулювання ринку цінних паперів. Перша модель — регулювання фондового ринку зосереджується переважно в державних органах, і лише невелику частину повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення правил держава передає саморегулятивним організаціям професійних учасників ринку. Друга модель — максимально можливий обсяг повноважень передається СРО, але при цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції, можливість будь-якої миті втрутитися в процес саморегулювання.

У практиці розвинених зарубіжних країн рівень централізації й жорсткості державного регулювання фондового ринку коливається між цими крайніми моделями.

Ринок цінних паперів має приваблювати інвесторів законністю, чесністю та порядком. Цього можна досягти лише шляхом державного регулювання індустрії цінних паперів у тісній взаємодії з її представниками.



Терміни та поняття

система регулювання фондового ринку, державне регулювання ринку цінних паперів, Директиви Ради ЄС, IOSCO, ДКЦПФР, саморегулятивні організації професійних учасників фондового ринку



Запитання для перевірки знань

1. У чому полягає міжнародно-правове регулювання ринків цінних паперів?
2. Якими є головні принципи міжнародно-правового регулювання фондового ринку, закріплені в текстах директив Ради ЄС?
3. У чому полягають головні завдання та принципи регулювання IOSCO?
4. Які основні моделі регулювання ринку цінних паперів існують, у чому полягає їхня сутність?
5. Назвіть цілі, завдання та форми державного регулювання фондового ринку в Україні.
6. Назвіть завдання й повноваження, які виконує ДКЦПФР.
7. Схарактеризуйте основні нормативні акти, що становлять систему державного регулювання ринку цінних паперів України.
8. Визначте сутність та функції саморегулювних організації професійних учасників ринку цінних паперів.



Завдання для індивідуальної роботи

1. Дослідіть відповідність українського законодавства принципам міжнародно-правового регулювання, закріпленим у текстах директив Ради ЄС та IOSCO.
2. Проаналізуйте функції державних органи, які здійснюють регулювання ринку цінних паперів в Україні.
3. Проаналізуйте правове забезпечення захисту інтересів інвесторів та акціонерів в Україні.
4. Визначте процес розвитку саморегулювних організацій в Україні, їхні права й обов'язки.



Рекомендована література

1. Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. — М.: Наука, 2002. — 416 с.
2. Кузнєцова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. — К.: Юрінком Інтер, 1998.
3. Мельник В. А. Ринок цінних паперів : Довідник керівника підприємства. — К.: А.Л.Д.: ВІРА-Р, 1998.
4. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
5. Сутормина В. Н. Правовое обеспечение функционирования финансового рынка в Украине. — К.: Національна академія управління, 1999.
6. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. — www.dfp.gov.ua
7. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. — www.ssmc.gov.ua

1. *Агарков М. А.* Учение о ценных бумагах. — М.: Финстатинформ, 1993
2. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992.
3. *Алексеева И. А.* Понятие и виды IPO / И. А. Алексеева, А. А. Турченко. — // Финансовый менеджмент. — 2009. — № 4.
4. Банківські операції : Підручник / За ред. А. М. Мороза. — 3-тє вид., перероблене і доповнене — К.: КНЕУ, 2008.
5. *Баффет М., Кларк Д.* Баффетология : Пер. с англ. — М.: Попурри, 2006.
6. *Баффет У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями : Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
7. Биржевое дело : Учебник / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. — М.: Финансы и статистика, 2000.
8. Біржова діяльність : Навч. посіб. / Т. В. Пепа, Т. І. Пішеніна, В. В. Лавринович. — К.: Ліра-К, 2009.
9. *Бланк И. А.* Инвестиционный менеджмент : Учебный курс. — К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001.
10. *Боди З., Кейн А., Маркус А.* Принципы инвестиций. — 4-е изд.: Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2008.
11. *Бригхем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент : Полный курс: В 2-х т. Пер. с англ. — СПб.: Санкт-Петербургский университет экономики и финансов, 1997.
12. *Бригхем С. Р.* Основы фінансового менеджменту. — К.: КП «Вазак», 1997.
13. *Вітлінський В. В., Верченко П. І.* Аналіз, моделювання та управління економічним ризиком : Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. — К.: КНЕУ, 2000.
14. *Гаршина О. К.* Цінні папери : Навч. посібник. — К.: Центр навч. літ., 2006.
15. *Гвардин С.В.* IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. — М.: Вершина, 2007.
16. *Геддес Р.* IPO и последующие размещения акций : Пер. с англ. — М: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.
17. *Гитман Л. Дж., Джонк М. Д.* Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М.Д. Джонк: Пер. с англ. — М.: Дело, 1999.
18. *Головка А.* Сучасний стан та перспективи розвитку біржової торгівлі в Україні / А. Головка // Фінансовий ринок України. — 2006. — № 1.
19. *Гольцберг М. А., Хасан-Бек Л. М.* Основы финансового инвестирования. — К.: UFE Foundation, МЦПІМ, 1995.
20. *Грэхем Б., Цвейг Дж.* Разумный инвестор : Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2006.
21. *Дегтярьова Н.* Значення гіпотези ефективного ринку // Ринок цінних паперів. — 2002. — № 5—6.
22. *Демарк Т. Р.* Технический анализ — новая наука : Пер. с англ. — М.: Диаграмма, 2004.
23. Депозитарий «Межрегиональный фондовый союз» : Информационный бюллетень. — К., 1998.

24. Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України: Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 20 грудня 2004 р. № 1707.
25. *Долішня М.* Проблеми розвитку ринку цінних паперів в Україні // Регіональна економіка. — 2006. — № 4.
26. *Едвардс У.* Ключові фінансові інструменти. Орієнтування та інновації у світі деривативів. — К.: ВСЕУВИТО, 2003.
27. *Еш С. В.* Фінансовий ринок : Навч. посібник / С. М. Еш; М-во освіти і науки України, Нац. ун-т харчових технологій. — К.: Центр учбової літератури, 2009.
28. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 року № 3480-IV.
29. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 року № 2299.
30. Закон України «Про іпотеку» від 05.06.2003 року № 898.
31. Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06.2003 року № 979.
32. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 року № 710/97.
33. Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 року № 978-IV.
34. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 року № 514-VI.
35. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 року № 2121-III.
36. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 року № 448/96.
37. Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.1991 року № 1560.
38. Закон України «Про іпотечні облигації» від 22.12.2005 року № 3273-IV.
39. Закон України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року, якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі» від 06.07.1999 року № 826.
40. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 року № 1057-IV.
41. Закон України «Про обіг векселів» від 05.04.2001 року № 2374.
42. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 22.05.1997 року № 283197-ВР, зі змінами і доповненнями.
43. IPO — путь к биржевому рынку: Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг / В. Д. Никифорова, В. А. Макарова, Е. А. Волкова. — СПб.: Питер, 2008.
44. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / Андрей Лукашов, Андрей Могин; [ред. А. Комарец, Л. Мордвинцева]. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
45. *Каннингем Л.* Думай как Бенджамин Грэм, инвестируй как Уоррен Баффет : Пер. с англ. — М.: Лори, 2002.
46. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Прогресс, 1980.
47. *Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. — СПб.: Пионер, 2000.
48. *Колби Р. В., Родригес Р. Дж.* Финансовые институты и рынки : Учебник / Пер. 2-го амер. издания. — М.: Дело и сервис, 2003.
49. *Колби Р., Мейерс Т.* Энциклопедия технических индикаторов рынка. — М.: Альпина, 2000.
50. *Комаринський Я., Яремчук І.* Фінансово-інвестиційний аналіз: Навч. посібник. — К.: Українська енциклопедія ім. М. П. Бажана, 1996.
51. *Коттл С.* Аналіз цінних бумаг. — М.: Олимп Бизнес, 2001.
52. *Лимитовский М. А.* Основы оценки финансовых решений. — М.: Дака, 2001.

53. *Литтл Дж., Роудс Л.* Уолл-стрит. Как работает фондовый рынок / Пер. с англ. В. Н. Егорова. — М.: ФАИР-ПРЕСС, 2006.
54. *Луців Б. Л.* Інвестиційний банківський портфель / Б. Л. Луців. — К.: Лібра, 2002.
55. *Ляшенко В. И.* Фондовые индексы и рейтинги. — Донецк: Сталкер, 1998.
56. *Майорова Т. В.* Інвестиційна діяльність : Підручник. — К.: ЦУЛ, 2009.
57. *Маршалл Дж. Ф., Бансал В. К.* Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1998.
58. *Маслова С. О.* Фінансовий ринок : Навч. посібник / С. О. Маслова, О. А. Опалов. — К.: Каравела, 2008.
59. *Мертенс А.* Инвестиции : Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киев. инвест. агентство, 1997.
60. *Миркин А. Я.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
61. *Миркин Я. М.* Банковские операции : Учеб. пособие. — Ч. 3. Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков. — М.: ИНФРА-М, 2001.
62. *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002.
63. *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков : Учеб. пособие для вузов / Пер. с англ. Д. В. Виноградова под ред. М. Е. Дорошенко. — М.: Аспект Пресс, 2000.
64. *Мозговий О. М.* Фондовый рынок: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 1999.
65. *Музиченко Г. Г.* Формування та розвиток світового ринку цінних паперів в умовах економічної глобалізації : Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.05.01 / Донецький нац. ун-т. — Донецьк, 2006.
66. *Мэрфи Дж.* Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. — М.: Альпина Паблишер, 2001.
67. Наказ Міністерства фінансів України «Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти»» від 30.11.2001 року № 559.
68. Наказ Міністерства фінансів України «Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування і погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій» від 01.04.2003 року № 247.
69. Наказ Міністерства фінансів України Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 12 «Фінансові інвестиції» від 26.04.2000 року № 91.
70. Наказ Міністерства фінансів України, Фонду державного майна України «Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації» від 26.01.2001 року № 49/121.
71. *Науменко О. О.* Депозитарний облік та обслуговування обігу цінних паперів : Практичний посібник / Передмова А. Т. Головка. — К., 2005.
72. *Нескородєва І. І.* Дослідження економічної сутності фондового ринку // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. — Вип. 215. У 4 т. — Дніпропетровськ: ДНУ, 2006. — Том 1. — С. 54—60.
73. *Нескородєва І. І.* Індекси як індикатори фондового ринку України // Вісник Харківського національного університету. — 2005. — № 668. — Економічна серія. — С. 194—198.
74. *Нескородєва І. І.* Фондові індекси та їх функціональне призначення // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. — Вип. 217. У 4 т. — Дніпропетровськ: ДНУ, 2006. — Том 2.
75. *Никонова И. А.* Ценные бумаги для бизнеса. Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
76. *Нікбахт Е., Гропеллі А.* Фінанси. — К.: ВІК; Глобус, 1992.

77. Нова торговельна система ПФТС: можливості та перспективи // Фінансовий ринок України. — 2009. — № 9. — С. 11—12.
78. *Островська О.* Модель ідентифікації стійкості фінансового стану підприємств будівельних матеріалів: суть та необхідність розробки // Ринок цінних паперів України. — 2003. — № 9—10.
79. *Островська О.* Оцінка фінансового стану підприємств в умовах стандартизації фінансової звітності // Бухгалтерський облік і аудит. — 2003. — № 2.
80. Первичное размещение акций: Путеводитель по рынку профессиональных услуг / Сост. Е. Карасюк. — М.: Альпина Паблишер, 2003.
81. *Пересада А. А., Коваленко Ю. М.* Фінансові інвестиції. — К.: КНЕУ, 2006.
82. *Пересада А. А.* Інвестування: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2004.
83. *Пересада А. А., Майорова Т. В.* Проектное финансирование: Учебник. — К.: КНЕУ, 2007.
84. *Пернарівський О., Раковський Д.* Використання методології Value-at-Risk у фінансовому ризик-менеджменті // Економіка. Фінанси. Право. — 2003. — № 10.
85. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А. А. Пересада., О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004.
86. Постанова Кабінету Міністрів «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів» від 19.04.1999 року № 632.
87. Постанова КМУ «Про затвердження Національної рейтингової шкали» від 26 квітня 2007 року № 665.
88. Постанова Правління Національного банку України «Правила випуску та обігу валютних деривативів» від 07.07.1997 року №216.
89. Постанова Правління НБУ «Положення про порядок визначення справедливої вартості та зменшення корисності цінних паперів» від 17.12.2003 року № 561.
90. Постанова Правління НБУ «Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України» від 20.09.2003 року № 355.
91. Постанова Правління НБУ «Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28.08.2001 року № 368 (зі змінами і доповненнями).
92. Постанова Правління Національного банку України «Методичні вказівки з інспектування банків «Система оцінки ризиків» від 15.03.2004 року № 104.
93. *Приказюк Н. В.* Ринок державних цінних паперів: світовий досвід та вітчизняні реалії / Н. В. Приказюк, Т. П. Моташко // Фінанси України. — 2009. — № 2. — С. 73—81
94. *Примостка Л. О.* Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти. — К.: КНЕУ, 2004.
95. *Примостка Л. О.* Фінансовий менеджмент у банку: Підручник. — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2004.
96. *Райс Т., Койли Б.* Финансовые инвестиции и риск / Пер. с англ. — К.: Торгово-издательское бюро ВНУ, 1995.
97. Рейтингові агентства у системі кредитних ризиків // Фінансовий ринок України. — 2006. — № 2 (28). — С. 28—31.
98. Рекомендации по совершенствованию законодательств государств-участников СНГ, регулирующие вопросы осуществления контроля и надзора на рынке ценных бумаг». Утверждены решением Совета руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств-участников СНГ от 5—6 ноября 2008 года № 6.
99. Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19.12.2006 року № 1542.
100. Рішення ДКЦПФР «Положення про депозитарну діяльність» від 17 жовтня 2006 року № 999.
101. Рішення ДКЦПФР «Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів» від 2 листопада 2006 року № 1227.

102. Рішення ДКЦПФР «Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів» від 17 жовтня 2006 року № 1000.
103. Рішення ДКЦПФР «Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів» від 10 жовтня 2006 року № 1001.
104. Рішення ДКЦПФР «Положення про саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку» від 17.02.2009 року № 125.
105. Рішення ДКЦПФР «Правила випуску та обігу фондових деривативів» від 24.06.1997 року.
106. Рішення ДКЦПФР «Про затвердження положення про порядок реєстрації випуску акцій» від 26.04.2007 року № 942.
107. Рішення ДКЦПФР «Про схвалення Методичних рекомендацій ДКЦПФР щодо створення та розвитку незалежних інформаційних та рейтингових агентств, що спеціалізуються на наданні інформаційних послуг на фондовому ринку України» від 31 серпня 2004 року № 370.
108. Розвиток ринку цінних паперів: проблеми та перспективи / В. Р. Чернишук, А. П. Данькевич // *Фінанси України*. — 2008. — № 8. — С. 96—103.
109. Розпорядження КМУ «Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання» від 1 квітня 2004 року № 208-р.
110. *Ромеш Вейтлінгем*. Руководство по использованию финансовой информации The Financial Times. — М.: Финансы и статистика, 1999.
111. *Росс Н.* Уроки Уолл-Стрит: как разбогатеть на финансовом рынке: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2008.
112. *Росс С. и др.* Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000.
113. *Роуз П. С.* Банковский менеджмент: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1995.
114. Рынок ценных бумаг: теория и практика / Под ред. В. А. Галанова. — М.: Финансы и статистика, 2008.
115. *Савчук В. Г.* Финансовый менеджмент: Практическая энциклопедия — К.: Максимум, 2006.
116. *Савчук В. Г.* Финансовый менеджмент предприятий: Прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. — К.: Максимум, 2001.
117. *Савчук Н.* Роль похідних цінних паперів у економічному розвитку суспільства / Н. Савчук, Я. Новодворський // *Цінні папери України*. — 2002. — № 11—12.
118. Світовий європейський економічний простір: гармонізація мегарегіональних суперечностей: Монографія; за заг. ред. Д. Г. Лук'яненка, В. І. Чужикова. — К.: КНЕУ, 2007.
119. *Синки Дж. Ф.* Управление финансами в коммерческом банке. — М.: Catallaxy, 1999.
120. Словарь по проведению первичного размещения акций (IPO) / Материалы Deloitte & Touche Regional Consulting Services Limited, 2006. — www.deloitte.com.
121. Словник сучасної економіки МАКМІЛЛАНА / Пер. з англ. — К.: АртЕк, 2000.
122. *Снігурська Л. П.* Банківські операції і послуги: Навч. посіб. — К.: МАУП, 2006.
123. *Терещенко О. О.* Управління фінансовою санацією підприємств: Підручник. — К.: КНЕУ, 2006.
124. Торгівля цінними паперами в Україні: Навч. посібник / [К. К. Бовкун, Д. С. Бутенко, Ю. Я. Кравченко, П. Ф. Григор'єв та ін.; кер. авт. кол. А. І. Топішко]. — К.: АДС УМКЦентр, 2008.
125. *Тремасов К., Качалов Д.* Использование оценок VAR для принятия инвестиционных решений // *Рынок ценных бумаг*. — 2000. — № 12.
126. *Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т.* Фондовый рынок: Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1997.
127. Указ Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 14.02.1997 року.

128. *Хагстрем Р. Г.* Путь Уоррена Баффета. Стратегии инвестиций величайшего в мире инвестора : Пер. с англ. — М.: Лори, 2000.
129. *Харрисон М.* Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально : Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2008.
130. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.
131. Ценные бумаги . Учебник для вузов / Ред. В. И. Колесников. — М.: Финансы и статистика, 2001.
132. Ценные бумаги : Учебник / Под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2001.
133. Цивільний Кодекс України. — К., 2003.
134. Цінні папери в Україні : Навч. посібник / В. І. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язюк / Державна академія статистики, обліку та аудиту, Тернопільська академія народного господарства. — К.: Кондор, 2009.
135. *Чесноков В. В.* Фінансові інструменти : Навч. посібник / В. Л. Чесноков. — К.: Центр учбової літератури, 2008.
136. *Шапран В. С.* Банки на ринку цінних паперів: необхідність поглиблення реформ // Цінні папери України. — 2004. — № 22. — С. 18—19.
137. *Шапран В. С.* Участь банків у формуванні моделі ринку корпоративних цінних паперів, міжнародний аспект // Вісник НБУ. — 2003. — № 8. — С. 62—66.
138. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Інвестиції / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2001.
139. *Шевченко О.* Новітні тенденції у розвитку світового ринку цінних паперів/ Ринок цінних паперів України. — 2008. — № 11—12.
140. *Шевченко О.* Вивчення технічного аналізу фондового ринку як інновація при підготовці фахівців з інвестування // Педагогічні інновації: ідеї, реалії, перспективи. — Вип. 9. — К.: Інститут Реклами, 2005.
141. *Шевченко О.* Диверсифікація фінансових активів і зниження ризиків у портфельному менеджменті // Педагогічні інновації: ідеї, реалії, перспективи. — Вип. 11. — К.: Інститут Реклами, 2009.
142. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Навч. посіб. — К.: Знання-Прес, 2008.
143. *Ястремский А. И.* Моделирование экономического риска. — К., 1992.
144. *Adams J. L.* Investment. — L.: Kluwev low international, 1995.
145. *Buffet W.* 10 Ways to get rich. Warren Buffet's Secrets That Can Work for you. Parade, September 29, 2008.
146. *Hagstrom R. G.* The Warren Buffett Way, Second Edition. Bantam, 2005.
147. *Buffett W. E. & Cunningham L. A.* The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America. — Washigton: Cunningham Group, 2008.
148. *Campbell T. S.* Money and capital markets.-Glenvien (III) ets.: Scott, Foresmen, 1998.
149. *Elton T., Gruber M.* Modern Portfolio Theory and investment analysis., 4 th ed. — N.Y., John Wiley & Sons. Inc, 1991.
150. *Graham B., Dodd D.* Security Analyses. — New York: McGraw-Hill, 2005.
151. *Markowitz Harry M.* Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments. — New York: Wiley, 1956.
152. *Pring M. J.* Technical Analysis Explained. — New York: McGraw-Hill, 1985.
153. *Relly K.* Investment analysis portfolio management. — Ney York: The Dryden Press, 1991.
154. *Sharpe W. F.* Capital Asset Prices: A. Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // Journal of Finance. — 1964. — № 3.
155. *Sharpe W.* Investment, — New York: Prentice Hall, 1985.
156. *Sharpe W. F.* Mutual Fund Performance // Journal of Business. — 1966. — 39(1).
157. *Traynor J. L.* How to Rate Management of Investment Portfolio. — Harvard: Business Review. — 1965. — 43(1).

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

Аналітичне вирівнювання динамічного ряду — метод графічного аналізу, який полягає в заміні фактичних значень динамічного ряду на обчислені на основі певної функції, яку називають трендовим рівнянням.

Андеррайтинг — це купівля на первинному ринку цінних паперів із подальшим перепродажем їх інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний чи частковий викуп їх за фіксованою ціною із подальшим перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоби продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

Арбітраж: 1) придбання і продаж фінансових активів на різних сегментах ринку з метою отримання доходу як різниці ринкових цін; 2) отримання гарантованого додатного (безризикового) доходу за нульових інвестицій.

Арбітражери — учасники ринку похідних цінних паперів, які отримують прибуток за рахунок одночасної спекуляції купівлі-продажу одного й того самого активу на різних ринках. Дохід арбітражера досягається в тому разі, коли на цих ринках спостерігається різниця в ціні або порушуються паритетні відносини між ними.

Арбітражна теорія оцінки — теорія, основана на припущенні про відсутність арбітражних можливостей.

Бездокументарна форма випуску цінних паперів — форма випуску цінних паперів, про яку свідчить обліковий запис, здійснений зберігачем, що є підтвердженням права власності на цінні папери.

Безризиковий актив — актив, дохідність якого за певний період у майбутньому відома з упевненістю.

Біржова система змішаного типу — у головному фінансовому центрі країни є низка бірж-лідерів та функціонують інші з невеликими обігами (США).

Боргові цінні папери — цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений термін кошти відповідно до зобов'язання.

Брокер — фінансовий посередник, який займається купівлею-продажем цінних паперів за рахунок і за дорученням клієнта на підставі договору комісії чи доручення.

Валютний ризик — ризик, зумовлений змінами курсів іноземної валюти.

Варіаційний розмах — різниця між максимальним і мінімальним значеннями ознаки.

Варрант — це такий похідний цінний папір, який засвідчує право його власника на покупку цінних паперів, що випускаються емітентом за встановленою ціною («ціна підписки»), у певний термін до дати експірації або в цю дату.

Вартість чистих (нетто) активів — величина, що визначається як різниця між сумою активів інституту спільного інвестування з урахуванням їхньої ринкової вартості і розміром зобов'язань інституту спільного інвестування; як правило, ділиться на кількість паїв фонду і подається у вигляді вартості чистих активів, які припадають на один пай.

«Ведмежий» ринок — ринок, на якому ціну на певну групу цінних паперів знижують або очікується падіння ціни в найближчій перспективі.

Вексель — цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання терміну платежу визначену суму власникові векселя (векселедержателю).

Волатильність — фінансовий показник, що характеризує тенденцію зміни ринкової ціни чи доходу в часі. Показує міру зміни ціни і являє собою міру ризику використання фінансового інструмента за певний проміжок часу.

Вторинний ринок цінних паперів — сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів.

Гіпотеза ефективних ринків — гіпотеза, згідно з якою ринок правильно оцінює вартість фінансових інструментів, завдяки чому їхня фактична ціна відповідає його інвестиційній (внутрішній) вартості.

Глобальний сертифікат — документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, крім приватизаційних паперів.

«Голова і плечі» — структура руху ринкової ціни штрихлокальних максимумів — «голови» і двох «плечей», яка зазвичай формується після тривалого терміну зростання і свідчить про можливість зміни тенденції (падіння ціни).

Делістинг — процедура виключення цінних паперів із реєстру організатора торгівлі, якщо вони не відповідають правилам організатора торгівлі, або переведенням у категорію цінних паперів, допущених до обігу без включення до реєстру організатора торгівлі.

Депозитарій цінних паперів — юридична особа, яка здійснює винятково депозитарну діяльність і може здійснювати кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Депозитарна діяльність — надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків в цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включно із клірингом та розрахунками за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Депозитарний договір — договір між зберігачем та обраним ним депозитарієм, за яким депозитарій веде для зберігача рахунки у цінних паперах, на яких відображаються операції із цінними паперами, переданими зберігачем.

Депозитний сертифікат НБУ — борговий цінний папір у бездокументарній формі, що засвідчує розміщення в НБУ коштів комерційних банків та їхнє право на отримання внесеної суми і відсотків після завершення встановленого терміну.

Державне регулювання ринку цінних паперів — це здійснення державою комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних, а також запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Дефолт — нездатність установи своєчасно виконувати всі свої зобов'язання або деяку частину їх, тобто повна або часткова неплатоспроможність.

Диверсифікація (від лат. *diversus* — різний і *facere* — робити) — 1) урізноманітнення, різнобічний розвиток; 2) проникнення спеціалізованих фірм (промислових, транспортних, будівельних) до інших галузей виробництва, сфери послуг тощо; у процесі Д. виникають багатогалузеві комплекси.

Диверсифікація вертикальна — продовження випуску традиційних товарів, але з поліпшенням технології для продовження циклу життя товару і розширення кола післяпродажного обслуговування (ремонт, сервіс, технічне обслуговування).

Диверсифікація виробнича — розширення асортименту, зміна виду продукції, виробленою підприємством, фірмою, освоєння нових видів виробництва з метою підвищення ефективності виробництва, отримання економічної вигоди, запобігання банкрутству.

Диверсифікація галузева — прагнення фірми зайняти кращі позиції на ринку, мати більші прибутки шляхом розширення асортименту товарів і збільшення кількості, тобто залучення потенційних покупців.

Диверсифікація експортна — переспеціалізація виробничої бази і технологічних процесів, виокремлення підрозділів для збільшення обсягів випуску, розширення асортименту конкурентоспроможних на зарубіжних ринках товарів і послуг та забезпечення тим самим зростання обсягів експорту товарів, послуг. Характерна для країн зі слабкою економікою та країн, що намагаються поліпшувати структуру експорту.

Диверсифікація імпорту — розподіл спрямованих в економіку країн капіталів (кредитів, інвестицій) між певним числом об'єктів і суб'єктів. Використовують з метою зниження рівня ризику і підвищення доходу.

Диверсифікація кредитів — розподіл вкладених в економіку кредитів чи кредитованих грошових капіталів між різними об'єктами з метою зниження ризику втрат і збільшення доходів.

Дилер — учасник ринку цінних паперів, який діє на ринку цінних паперів за власний рахунок.

Дилерська діяльність — здійснення цивільно-правових угод щодо купівлі-продажу цінних паперів від свого імені й за власний рахунок шляхом публічного оголошення цін купівлі та(або) продажу із зобов'язанням виконання угод за цими цінними паперами за оголошеними цінами.

Діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (реєстраторська діяльність) — це професійна діяльність на ринку цінних паперів, яка передбачає отримання відповідного дозволу й включає збирання, фіксацію, оброблення, зберігання та надання даних, що становлять систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їхніх емітентів та власників, а також виконання інших функцій, визначених законодавчими актами.

Договір про відкриття рахунка в цінних паперах — договір між власником цінних паперів та обраним ним зберігачем стосовно передання власником належних йому цінних паперів зберігачеві для здійснення депозитарної діяльності.

Договір про кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів — договір між фондовою біржею (або учасниками організаційно оформленого позабіржового ринку) та обраним нею (ними) депозитарієм про здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Документарна форма випуску цінних паперів — форма випуску цінних паперів, про яку свідчить сертифікат цінних паперів, що містить реквізити даного виду цінних паперів певної емісії, дані про кількість цінних паперів і засвідчує сукупність прав, наданих зазначеними цінними паперами; як правило, при цьому ведення реєстру іменних цінних паперів передають реєстратору.

Емітенти — особи, які від власного імені випускають цінні папери й несуть зобов'язання за цими цінними паперами, що впливають з умов випуску їх. Емітентами можуть бути юридичні особи, уряд, органи місцевої влади, а в окремих випадках — фізичні особи.

Ефективний портфель — комбінація фінансових активів, яка забезпечує мінімальний рівень ризику за обраного рівня доходності або максимальну очікувану доходність за обраного рівня ризику.

Ефективний ринок (ідеально ефективний ринок) — фінансовий ринок, на якому фактична ринкова ціна дорівнює інвестиційній (внутрішній) вартості цінного папера, оскільки відображає всю інформацію про нього.

Зберігач — комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на зберігання й обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, які належать йому, так і тих, які він зберігає за договором про відкриття рахунка в цінних паперах; при цьому зберігач не може вести реєстр власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди.

Звірка — операція депозитарію щодо порівняння реквізитів розпоряджень на переказ (поставку) цінних паперів та розпоряджень на отримання цінних паперів з метою виявлення сквитованих і несквитованих розпоряджень.

Знерухомлення (дематеріалізація) цінних паперів — переведення цінних паперів, випущених у документарній формі, у бездокументарну форму шляхом депонування сертифікатів у сховищах зберігача цінних паперів та/або депозитарію з метою забезпечення подальшого обігу їх у вигляді облікових записів на рахунках зберігача цінних паперів та/або депозитарію.

Імунізація — метод управління портфелем облігацій, який дозволяє інвесторові досягти гарантованого рівня дохідності за певний період, його суть полягає у формуванні портфеля зі строковістю, що дорівнює терміну планового періоду.

Інвестиційна декларація є спеціальним документом, в якому відображають цілі та пріоритети інституційного інвестора.

Інвестиційна привабливість підприємства — це інтегральна характеристика підприємств як об'єктів майбутнього інвестування з позицій перспективності розвитку, ефективності використання активів, їх ліквідності, стану платоспроможності і фінансової усталеності, виходячи з цілей і глибини аналізу фінансового стану.

Інвестиційний банк — учасник ринку прямих кредитів, який допомагає приватним і державним організаціям продавати на первинному ринку їхні нові випуски цінних паперів, призначених для фінансування довгострокових капіталовкладень.

Інвестиційний портфель — цілеспрямовано сформована сукупність об'єктів фінансового та/або реального інвестування, призначена для реалізації попередньо розробленої стратегії, що визначає інвестиційну мету.

Інвестиційний сертифікат — цінний папір, який випускається компанією з управління активами (далі — КУА) пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку у пайовому інвестиційному фонді.

Інвестиційні компанії — це тип фінансових посередників, які залучають кошти інвесторів шляхом випуску власних цінних паперів і розміщують їх на фінансовому ринку з метою приросту вартості активів і збільшення вкладень кожного учасника фонду.

Інвестор на ринку цінних паперів — фізична або юридична особа, що купує цінні папери від свого імені й за власний рахунок з метою отримання доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власникові цінних паперів.

Інвестування у цінні папери — це використання власних і залучених коштів банку шляхом обігу на ринку цінних паперів з метою отримання доходу впродовж відносно тривалого часу.

Індексний фонд — інвестиційний фонд, портфель якого за структурою якнайкраще відповідає певному ринковому індексу.

Інститут спільного інвестування (ІСІ) — установа, яка веде діяльність, пов'язану з об'єднанням грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи; формами організації ІСІ в Україні можуть бути корпоративні або пайові інвестиційні фонди.

Інституційний інвестор — фінансовий посередник (організація, установа), що акумулює кошти індивідуальних інвесторів або власні і здійснює інвестиційну діяльність, яка зосереджується, як правило, на операціях з грошима та цінними паперами. Відповідно до українського законодавства інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди,

взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання доходу або збереження реальної вартості фінансових активів.

Інструмент капіталу — це будь-який контракт, що засвідчує залишкову частку в активах підприємства після вирахування всіх його зобов'язань.

Інформаційна ефективність — рівень поінформованості суб'єктів ринку щодо всіх чинників, які впливатимуть на майбутні доходи.

Інфраструктурні (допоміжні) учасники ринку цінних паперів — учасники, які допомагають і сприяють взаємодії основних учасників ринку цінних паперів, до них належать: довірчі товариства (трасти), депозитарії, реєстратори, агенти з трансферту, розрахунково-клірингові установи, спеціальні страхові фонди, торговці інформацією про ринок цінних паперів тощо.

Казначейські зобов'язання України — державні цінні папери, що розміщуються винятково на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчують факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власникові право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України.

Капітальний ризик — ризик істотного погіршення якості портфеля цінних паперів, який зумовлює необхідність списання втрат і, як наслідок, призводить до збитків.

Квитування — операція депозитарія або організатора торгівлі щодо встановлення збігу реквізитів розпорядження на переказ (поставку) цінних паперів та розпорядження на отримання цінних паперів.

Кліринг (clearing) — отримання, звірка та поточне оновлення інформації, підготовка бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення і гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Клірингова установа (палата, організація) — суб'єкт ринку деривативів, що бере на себе зобов'язання перед покупцем поставити актив, а перед продавцем — сплатити його в обумовлені контрактом терміни. Вона може виступати на ринку як відділення біржі, а також як незалежна організація.

Компанія з управління активами інституційних інвесторів (КУА) — господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (наприклад ІСІ, недержавного пенсійного фонду) на підставі відповідної ліцензії.

Конвертована облігація — це «гібридна» форма цінного папера, оскільки вона являє собою облігацію із правом на конверсію в базовий актив.

Корпоративний інвестиційний фонд — це ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить винятково діяльність зі спільного інвестування.

Корпоративні права — це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включно з правом на управління, отримання частини прибутку, а також частини активів у разі ліквідації згідно із до законодавством.

Котирування — механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера.

Кредитний рейтинг — незалежне суб'єктивне оцінювання відносної здатності емітента виконувати свої фінансові зобов'язання.

Ліквідність інвестиції — потенційна здатність за короткий час і без суттєвих фінансових втрат трансформуватися в грошові кошти.

Ліквідність цінного папера — можливість власника цінного папера продати його швидко без значного зменшення ціни. Ліквідність фондового ринку зазвичай оцінюють за кількістю угод (обсягом торгів) та розміром спреду. Чим більше угод і менша різниця, тим більшою є ліквідність.

Лістинг — сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів та емітентів умовам та вимогам, установлених у правилах організатора торгівлі.

Моноцентрична біржова система — у головному фінансовому центрі країни існує лише одна фондова біржа з філіями (Франція, Велика Британія).

Напівсувора (помірна) форма інформативної ефективності ринку передбачає, що поточні ринкові ціни сукупно відображають як зміни цін у минулому, так і решту загальнодоступної інформації.

Несхильність до ризику (інвесторів) — явище, яке полягає в тому, що інвестори не йдуть на додатковий ризик, якщо не очікують відповідної компенсації у вигляді додаткового доходу.

Номинальний утримувач — депозитарій або зберігач цінних паперів, зареєстрований у реєстрі власників іменних цінних паперів як юридична особа, якій ці цінні папери передано за дорученням та в інтересах власників цінних паперів для здійснення операцій у Національній депозитарній системі.

Облігація — цінний папір, що посвідчує внесення його власником певної суми грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість у передбаченій умовами емісії термін та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачене умовами випуску.

Обслуговування боргу — схема виплат основної суми боргу і відсотків за борговими зобов'язаннями.

Опціонний контракт — це такий дериватив, який дає право, але не зобов'язання купити (опціон «call») або продати (опціон «put») певний базовий інструмент чи актив за визначеною ціною на визначену майбутню дату чи до її настання.

Основні/головні учасники ринку цінних паперів — учасники, які своєю діяльністю створюють власне ринку цінних паперів, забезпечують неперервність і поступовість взаємодії на ньому, до них належать: емітенти, інвестори, посередники, інституцій-регулятори, органи державно-правового регулювання.

Ощадні (депозитні) сертифікати, які згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» є цінним папером, який підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника (власника сертифіката) на отримання зі спливом встановленого терміну суми вкладу та відсотків, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Пайовий інвестиційний фонд — це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності.

Пайові цінні папери — цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів), надають власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента.

Первинне публічне розміщення — англ. *Initial Public Offering (IPO)* — це випуск компанією своїх цінних паперів, як правило, акцій на ринок для продажу широкому колу інвесторів з метою збільшення капіталу компанії.

Первинний ринок цінних паперів — сукупність правовідносин, пов'язаних із розміщенням цінних паперів.

Позика — це вкладання коштів на відносно стислий термін за умови повернення її або її еквівалента в сумі, що перевищує початкову на суму відсотків.

Поліцентрична біржова система — у країні існує більш як одна у різних фінансових центрах, обсяги торгів на яких приблизно однакові (Канада, Німеччина, Австралія).

Портфельні інвестиції є вкладаннями грошових коштів у фінансові активи у формі цінних паперів різних видів, емітованих різними емітентами, які не мають на меті

отримання контролю над діяльністю фірми, здійснюються інвестором винятково заради майбутніх доходів (дивідендів, відсотків) і управляються інвестором як єдине ціле.

«Поставка після оплати» (delivery against payment) — спосіб усунення ризику ліквідності, коли поставка товару (цінних паперів тощо) відбувається після оплати.

Премія за ризик (інвестування): 1) додатковий очікуваний дохід, який необхідно забезпечити інвестору, щоб він погодився на ризикове інвестиційне рішення; 2) різниця між очікуваною дохідністю ризикованої інвестиції і безризиковою ставкою доходу.

Професійні учасники ринку — юридичні та фізичні особи, які діють на ринку цінних паперів винятково на підставі спеціальних дозволів (ліцензій) і відповідно займаються професійною діяльністю на ринку цінних паперів, зокрема й посередницькою діяльністю з випуску та обігу цінних паперів.

Процес формування інвестиційного портфеля — цілеспрямований підбір об'єктів інвестування для формування їх сукупності.

Реєстратор — юридична особа, яка має дозвіл на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

Реєстроутримувач — емітент, що має дозвіл на ведення реєстру власників випущених ним іменних цінних паперів, або реєстратор, зберігач активів інституту спільного інвестування, або компанія з управління активами корпоративного інвестиційного фонду відкритого типу.

Реінвестування — використання доходу від інвестицій для подальших (додаткових) інвестицій.

РЕПО — продаж цінного папера з одночасним укладанням угоди про подальший викуп за задалегідь обумовленою ціною.

Реструктуризація портфеля — циклічний процес коригування цілей, політики, стратегії і зрештою складу і структури портфеля.

Ризик (інвестування) — випадкова природа можливості втрати або виграшу вартості як наслідку інвестиційних рішень.

Ризик вибору (селективний ризик) — ризик помилкового оцінювання інвестиційних якостей інструментів ринку цінних паперів.

Ризик відкличний — якщо емітент відкликає відкличні облігації через перевищення фінансового рівня відсоткових виплат за ними над ринковим відсотком.

Ризик відсотковий — ризик зміни відсоткових ставок на ринку.

Ризик галузевий — ризик, пов'язаний зі специфікою функціонування окремих галузей.

Ризик законодавчих змін — це ризик, пов'язаний, зокрема, із втратами через зміни законодавчої бази, спричинений, наприклад, необхідністю перереєстрації випусків цінних паперів.

Ризик кредитний діловий — це ризик того, що емітент боргових зобов'язань виявиться не в змозі виплачувати відсоток за ними і (або) основну суму боргу.

Ризик ліквідності — можливість втрат при реалізації цінних паперів через зміну ринкової оцінки їхньої якості.

Ризик операційний — ризик втрат, що виникають у зв'язку з недоліками функціонування комп'ютерних систем з оброблення інформації, цінних паперів, низькою якістю роботи технічного персоналу, порушеннями в технології операцій з цінних паперів, комп'ютерним шахрайством тощо.

Ризик політичний — ризик фінансових втрат у зв'язку зі зміною політичної системи, політичною нестабільністю, перерозподілом політичних сил.

Ризик постачання — ризик невиконання зобов'язань зі своєчасного постачання цінних паперів.

Ризик часовий — ризик, зумовлений емісією або купівлею і продажем фінансових активів у несприятливий відрізок часу, а також пов'язаний із сезонними коливаннями.

Ринкова капіталізація — агрегована вартість цінних паперів певного виду (емітента), які обертаються на ринку, що дорівнює добутку ринкової ціни на кількість цінних паперів, якими володіють інвестори.

Ринковий портфель — портфель, що складається з усіх цінних паперів, які представлені на ринку. Частка кожного виду цінного папера в ринковому портфелі дорівнює частці ринкової капіталізації цього цінного папера в загальному обсязі ринкової капіталізації.

Ринковий ризик (систематичний, системний, β -ризик) — частина загального ризику інвестування в цінні папери, пов'язана із ризиком мінливості дохідності на ринку загалом.

Ринок цінних паперів — це сукупність учасників фондового ринку та праввідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів та похідних (деривативів).

Розрахунковий банк — банк, з яким депозитарій уклав договір про грошові розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Ряд динаміки (динамічний ряд) — послідовність чисел, які характеризують зміну в часі певного соціально-економічного явища, класифікує значення статистичних показників у часі (за періодами чи моментами часу), описує динаміку розвитку масового процесу.

Саморегульвна організація професійних учасників фондового ринку — неприбуткове об'єднання учасників ринку цінних паперів, що здійснюють професійну діяльність на ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених ДКЦПФР.

Своп — угоди про обмін активів і пасивів на аналогічні активи або пасиви з метою пролонгації чи скорочення термінів погашення, або з метою підвищення чи зниження відсоткової ставки, щоби максимально збільшити доходи або мінімізувати витрати фінансування.

Середня величина — узагальнювальна міра ознаки, яка варіює у статистичній сукупності.

Система реєстру власників іменних цінних паперів — сукупність даних, зафіксованих у паперовій та/або безпаперовій формі (у вигляді записів в електронних базах даних), що забезпечує ідентифікацію зареєстрованих у цій системі власників, номінальних утримувачів, заставодержателів та емітента, а також іменних цінних паперів, зареєстрованих на їхнє ім'я, облік усіх змін інформації щодо вищевказаних осіб та цінних паперів, отримання й надання інформації цим особам і складання реєстру власників іменних цінних паперів.

Слабка форма інформативної ефективності ринку передбачає, що вся інформація, яка акумулювалася в попередніх змінах цін, повністю відображена в поточних цінах.

Спред — різниця між максимальними цінами заявок на покупку і мінімальними цінами заявок на продаж.

Ставка дисконтування: 1) відсоткова ставка, яка використовується для розрахунку дисконтованої вартості майбутніх грошових потоків; 2) дохідність альтернативних шляхів інвестування з таким само рівнем ризику.

Стандартне відхилення — певна закономірність зміни рівнів динамічного ряду в межах періоду із більш-менш сталими умовами розвитку.

Стратегічний інвестор — інвестор, який ставить собі за мету придбання контрольного пакета акцій для забезпечення реального управління підприємством відповідно до власної концепції його стратегічного розвитку.

Стратегія управління портфелем цінних паперів — це пошук (вибір) узагальнювальних параметрів і обмежень інвестиційних рішень відповідно до всієї інвестиційної політики (пріоритети, базові параметри).

Сучасна портфельна теорія (Modern Portfolio Theory) — теорія фінансових інвестицій, у рамках якої за допомогою статистичних методів здійснюють найвигідніший розподіл ризику портфеля цінних паперів і оцінювання доходу.

Тактика — безпосереднє визначення обсягів інвестицій у конкретні види фінансових активів, ребалансування портфеля цінних паперів за підсумками інвентаризації (коригування, адаптація).

Теорія «ходіння навмання» — теорія, згідно з якою подальші зміни ринкових цін фінансових інструментів відбуваються випадково і не залежать від попередніх історичних цін.

Універсальний банк — фінансовий інститут, який приймає депозити, надає позики, займається гарантованим розміщенням цінних паперів, здійснює брокерську і страхову діяльність, а також пропонує інші види послуг.

Фінансове зобов'язання — це будь-яке зобов'язання, яке є контрактним зобов'язанням: а) передавати грошові кошти чи інший фінансовий актив іншому підприємству, або б) обмінювати фінансові інструменти з іншим підприємством за умов, які є потенційно несприятливими.

Фінансовий ліверидж: 1) використання позикових коштів для збільшення дохідності інвестицій (потенційна можливість впливати на дохідність зміною структури джерел капіталу); 2) відношення позикових коштів до власного капіталу корпорації.

Фінансові інструменти є різноманітними фінансовими документами, що засвідчують права власності або відносини позики, мають грошову форму і обертаються на ринку.

Фінансові посередники — опосередковують рух фінансових ресурсів, залучаючи їх шляхом розміщення фінансових інструментів власного випуску серед індивідуальних інвесторів і надають одну чи кілька фінансових послуг. До фінансових установ належать банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, винятковим видом діяльності яких є надання фінансових послуг.

Фондова біржа — ринок із найвищим рівнем організації торгівлі, функціонування якого спрямоване на зосередження попиту та пропозиції на фінансові інструменти, формування справедливих ринкових цін та підвищення ліквідності фінансових інструментів, залучення фінансових інструментів для забезпечення розвитку економіки країни.

Функціональний зв'язок — кожному значенню чинника (аргумента) відповідає одна або кілька чітко визначених функцій.

«Характеристична пряма» — регресивна модель, яка визначає залежність між надлишковою дохідністю цінного папера і надлишковою дохідністю ринкового портфеля.

Хеджування — здійснення інвестицій з метою зниження ризику несприятливих цінних коливань.

Ціна закриття (close): 1) ціна останньої угоди за певним цінним папером на торговій сесії; 2) середня ціна останнього торгового дня у певному часовому інтервалі.

Цінні папери — це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що засвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливості передання прав, що впливають з цих документів, іншим особам.

Ціновий спред — різниця між цінами купівлі та продажу цінного папера на ринку (чим менше спред, тим активніше укладаються угоди і тим швидше можна продати цінний папір за справедливою ринковою ціною).

Передмова	3
МОДУЛЬ I. ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.	7
РОЗДІЛ 1. Портфельне інвестування — важливий напрям інвестиційної діяльності.	7
1.1. Портфельне інвестування: поняття, сутність, мотивація	7
1.2. Інвестиційний портфель і портфель цінних паперів: поняття і типи	18
1.3. Портфельний підхід і принципи формування інвестиційного портфеля	28
РОЗДІЛ 2. Засадові теорії портфельного інвестування	38
2.1. Теорії ціноутворення на ринку цінних паперів: технократична, фундаменталістська, «ходіння навмання»	38
2.2. Гіпотеза ефективних фінансових ринків	45
2.3. Класичні, неокласичні й сучасні концепції фінансових ризиків	49
2.4. Теорія часової вартості грошей	59
2.5. Теорія часової структури відсоткових ставок	62
РОЗДІЛ 3. Інструменти портфельного інвестування	69
3.1. Фінансові інструменти як об'єкти портфельного інвестування	69
3.2. Характеристика основних видів цінних паперів	79
3.3. Оцінювання вартості та дохідності цінних паперів	90
3.4. Оцінювання якості цінних паперів рейтинговими агенціями.	102
РОЗДІЛ 4. Похідні фінансові інструменти у портфельному інвестуванні.	116
4.1. Сутність та характеристика ринку деривативів (строкового ринку, ринку похідних фінансових інструментів)	116
4.2. Характеристика похідних фінансових інструментів портфельного інвестування	125
4.3. Інвестиційні можливості з використанням похідних фінансових інструментів у портфельному інвестуванні	130
РОЗДІЛ 5. Аналіз і прогнозування в процесі прийняття інвестиційних рішень.	137
5.1. Фундаментальний і технічний аналізи: поняття і особливості. Передінвестиційні дослідження	137
5.2. Фундаментальний аналіз фінансового стану фірми-емітента	146
5.3. Технічний аналіз ринку цінних паперів.	162
5.4. Аналіз та оцінювання ризиків фінансового активу	184

РОЗДІЛ 6. Стратегія портфельного інвестування	197
6.1. Управління портфелем цінних паперів	197
6.2. Диверсифікація як основа портфельного інвестування	212
6.3. Ліквідність у портфельному інвестуванні	222
6.4. Використання сучасної портфельної теорії і моделі оцінювання капітальних активів (САРМ) у портфельному менеджменті	230
МОДУЛЬ II. ІНФРАСТРУКТУРА ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ	259
РОЗДІЛ 7. Функціонування ринку цінних паперів	259
7.1. Ринок цінних паперів: поняття, види та структура	260
7.2. Діяльність фондових бірж	266
7.3. Ринок первинного публічного розміщення цінних паперів (ПРО)	280
7.4. Тенденції у розвитку ринку цінних паперів за умов глобалізації	291
РОЗДІЛ 8. Суб'єкти портфельного інвестування	304
8.1. Склад учасників ринку цінних паперів	304
8.2. Діяльність банків на ринку цінних паперів	311
8.3. Інститути спільного інвестування як суб'єкти портфельного інвестування.	320
8.4. Інвестиційна діяльність страхових компаній та недержавних пенсійних фондів	325
РОЗДІЛ 9. Система оформлення прав власності на цінні папери	337
9.1. Структура та учасники депозитарної системи	337
9.2. Правила й техніка ведення депозитарної діяльності з цінними паперами	342
9.3. Розрахунково-клірингові інститути ринку цінних паперів	349
РОЗДІЛ 10. Регулювання портфельного інвестування	365
10.1. Система регулювання портфельного інвестування.	365
10.2. Державне регулювання ринку цінних паперів	374
10.3. Саморегулівні об'єднання ринку цінних паперів.	383
Рекомендована література	391
Глосарій	397

Навчальне видання

**ШЕВЧЕНКО Ольга Георгіївна
МАЙОРОВА Тетяна Володимирівна
ЮРКЕВИЧ Оксана Миколаївна
УРВАНЦЕВА Світлана Володимирівна
ОСТРОВСЬКА Ольга Анатоліївна
ДИБА Олександр Михайлович
ПОЛЩУК Євгенія Анатоліївна**

ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ

Підручник

*За науковою редакцією
О. Г. Шевченко та Т. В. Майорової*

Редактор *В. Гломозда*
Художник обкладинки *Т. Зябліцева*
Коректор *В. Антонюк*
Верстка *О. Полив'яний*

Підп. до друку 09.08.10. Формат 70×100/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 33,42.
Обл.-вид. арк. 32,13. Наклад 425 пр. Зам. 10-3865.

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)
Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44
E-mail: publish@kneu.kiev.ua