

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
Національний аерокосмічний університет ім. М.Є. Жуковського  
„Харківський авіаційний інститут”**

**О.В. Гребенікова, Ю.Ю. Гусєва, О.М. Калініна, О.Б. Снісаренко**

## **ІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ**

### **Частина 2**

**Навчальний посібник до самостійного вивчення дисципліни**

**Харків „ХАІ” 2012**

Рецензенти: д-р екон. наук, проф. О. М. Ястремська,  
д-р екон. наук, проф. П. Т. Бубенко

**158 Інвестиційний аналіз** [Текст]: навч. посіб. до самост. вивчення дисципліни / О.В. Гребенікова, Ю.Ю. Гусєва, О.М. Калініна, О.Б. Снісаренко. – Х.: Нац. аерокосм. ун-т ім. М. Є. Жуковського „Харк. авіац. ін-т”, 2012. – 54 с.

Розглянуто основні принципи й методи аналізу фінансових інвестицій. Наведено практичні приклади оцінювання якостей цінних паперів і визначення їхньої курсової вартості.

Для студентів вищих і середніх закладів освіти, що спеціалізуються в галузі інвестування, фінансів і кредиту, а також усіх, хто цікавиться цими питаннями.

Іл. 1. Табл. 2. Бібліогр.: 14 назв

**УДК 336.531.2**

© Гребенікова О.В., Гусєва Ю.Ю.,  
Калініна О.М., Снісаренко О.Б., 2012  
© Національний аерокосмічний  
університет ім. М.Є. Жуковського  
„Харківський авіаційний інститут”, 2012

## Зміст

1. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЙНІ ВКЛАДЕННЯ.....	4
1.1. Особливості й форми фінансового інвестування.....	4
1.2. Управління фінансовими інвестиціями.....	7
2. АНАЛІЗ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	10
2.1. Структура і функції ринку цінних паперів.....	10
2.2. Класифікація фінансових інструментів.....	12
2.3. Суб'єкти ринку цінних паперів та їхні функції.....	15
3. ОЦІНЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ЯКОСТЕЙ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	17
3.1. Акції і їхні види.....	17
3.2. Облігації і їхні види.....	22
3.3. Сертифікати, векселі й казначейські зобов'язання.....	27
3.4. Похідні цінні папери.....	31
4. ВИЗНАЧЕННЯ КУРСОВОЇ ВАРТОСТІ Й ДОХІДНОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	35
4.1. Оцінювання вартості й дохідності акцій.....	36
4.2. Визначення вартості й оцінювання ефективності операцій з облігаціями і депозитними сертифікатами.....	39
4.3. Визначення курсової вартості й дохідності банківських сертифікатів і векселів.....	41
5. ІНВЕСТИЦІЙНА СТРАТЕГІЯ І РИЗИКИ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ІНВЕСТУВАННЯ.....	43
5.1. Цілі інвестиційної стратегії.....	43
5.2. Методичні засади визначення інвестиційних ризиків і розроблення заходів щодо їх зменшення.....	48
БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК.....	52

# 1. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЙНІ ВКЛАДЕННЯ

## 1.1. Особливості й форми фінансового інвестування

Функціональна спрямованість операційної діяльності підприємств, що не є інституціональними інвесторами, визначається як пріоритетна форма здійснення реальних інвестицій. Однак на окремих етапах розвитку підприємства виправдано й здійснення фінансових інвестицій. Таке спрямування інвестицій може спричинюватися: необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів, що формуються до початку реального інвестування за вибраними інвестиційними проектами; кон'юнктурою фінансового (насамперед, фондового) ринку, яка дає змогу отримати значно вищий прибуток на вкладений капітал, ніж операційна діяльність; наявністю тимчасово вільних грошових активів, що пов'язано із сезонною діяльністю підприємства; «захопленням» інших підприємств, яке намічається напередодні галузевої, товарної або регіональної диверсифікації діяльності підприємства шляхом вкладення капіталу в їхні статутні фонди (або придбання вагомого пакета їхніх акцій) та ін. Тому **фінансові інвестиції розглядаються як активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних з диверсифікацією операційної діяльності підприємства.**

Основними формами фінансового інвестування є:

1. *Вкладення капіталу в статутні фонди підприємств.* Така форма фінансового інвестування найтісніше пов'язана з операційною діяльністю підприємства. Вона забезпечує: зміцнення стратегічних господарських зв'язків з постачальниками сировини і матеріалів (за участь у їхньому статутному капіталі); розвиток своєї виробничої інфраструктури (у разі вкладення капіталу в транспортні й аналогічні підприємства); розширення можливостей збуту продукції або проникнення на інші регіональні ринки (шляхом вкладення капіталу в статутні фонди підприємств торгівлі); різні форми галузевої і товарної диверсифікації операційної діяльності та інші стратегічні напрями розвитку підприємства. За своїм змістом ця форма фінансового інвестування багато в чому замінює реальне інвестування, при цьому є менш капіталомісткою та оперативнішою. Пріоритетною метою такої форми інвестування є не стільки отримання підприємством високого інвестиційного доходу (хоча мінімально необхідний рівень має бути забезпечено), скільки встановлення форм фінансового впливу на підприємства для стабільного формування свого операційного прибутку.

2. *Вкладення капіталу в прибуткові види грошових інструментів.* Ця форма фінансового інвестування спрямована передусім на ефективне використання тимчасово вільних грошових активів підприємства. Основним видом грошових інструментів інвестування є депозитний внесок у комерційних банках. Зазвичай, така форма використовується для

короткострокового інвестування капіталу, і її головною метою є генерування інвестиційного доходу.

**3. Вкладення капіталу в прибуткові види фондів інструментів.** Ця форма фінансових інвестицій – найбільш масова і перспективна. Вона характеризується вкладенням капіталу в різні види цінних паперів, що вільно обертаються на фондовому ринку (так звані ринкові цінні папери). Використання такої форми фінансового інвестування пов'язано: з широким вибором альтернативних інвестиційних рішень як щодо інструментів інвестування, так і щодо його термінів; більш високим рівнем державного регулювання і захищеності інвестицій; розвиненою інфраструктурою фондового ринку; наявністю оперативно надаваної інформації про стан і кон'юнктуру фондового ринку за окремими його сегментами тощо. Головна мета цієї форми фінансового інвестування – генерування інвестиційного доходу, хоча в окремих випадках (для вирішення стратегічних завдань) вона може бути використана для встановлення форм фінансового впливу на окремі компанії (шляхом придбання контрольного або достатньо вагомого пакета акцій).

Здійснення фінансових інвестицій характеризується низкою особливостей, основними з яких є такі:

**1. Фінансові інвестиції – це незалежний вид господарської діяльності для підприємств реального сектора економіки.** Така незалежність виявляється як щодо операційної діяльності підприємств, так і щодо процесу їх реального інвестування. Стратегічні операційні завдання розвитку таких підприємств фінансові інвестиції вирішують лише в обмежених формах (за допомогою вкладення капіталу в статутні фонди та придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств).

**2. Фінансові інвестиції – основний засіб здійснення підприємством зовнішнього інвестування.** Всі основні форми та інструменти фінансових інвестицій мають зовнішнє спрямування інвестованого капіталу, що виходить за рамки відтворювальних процесів підприємства. З допомогою фінансових інвестицій підприємства мають можливість здійснювати зовнішнє інвестування як у межах своєї країни, так і за рубежом.

**3. У системі сукупних інвестиційних потреб підприємств реального сектора економіки фінансові інвестиції формують портфель інвестиційних потреб другого рівня (другої черги).** Фінансові інвестиції здійснюються такими підприємствами зазвичай після того, як задоволено їхні потреби в реальному інвестуванні капіталу. Така можливість з'являється у підприємства лише на стадії «рання зрілість».

**4. Стратегічні фінансові інвестиції підприємства дають йому змогу швидше та економічніше реалізувати окремі стратегічні цілі свого розвитку.** Так, у разі галузевої або регіональної диверсифікації операційної діяльності, нарощування обсягів виробництва і реалізації продукції шляхом «захоплення» підприємств-конкурентів у своєму сегменті ринку або в інших аналогічних випадках замість придбання цілісних май-

нових комплексів або будівництва нових об'єктів підприємство, вдаючись до відповідних форм фінансового інвестування, може придбати контрольний пакет акцій (контрольну частку в статутному фонді) суб'єктів господарювання, що його зацікавили, максимальна сума купівлі яких є трохи більшою за половину реальної ринкової вартості їхнього бізнесу (50 % плюс одна акція). У процесі стратегічного фінансового інвестування підприємства зазвичай мають на меті максимізацію поточного інвестиційного доходу; більш того, окремі стратегічні фінансові інвестиції можуть здійснюватися підприємством і при від'ємному значенні поточного інвестиційного доходу з розрахунку на забезпечення довготривалого приросту капіталу.

**5. Портфельні фінансові інвестиції використовуються підприємствами реального сектора економіки в основному для отримання додаткового інвестиційного доходу в процесі використання вільних грошових активів і для їх протиінфляційного захисту.** До цілеспрямованого формування інвестиційних ресурсів для здійснення портфельних фінансових інвестицій такі підприємства зазвичай не вдаються. І хоча фінансові інвестиції забезпечують більш низький рівень доходу, ніж функціонуючі операційні активи підприємства, вони формують додатковий приплив його у періоди, коли тимчасово вільний капітал не може бути ефективно використаний для розширення операційної діяльності.

**6. Фінансові інвестиції забезпечують підприємству широкий діапазон вибору інструментів інвестування за шкалою «дохідність – ризик».** Порівняно з реальним інвестуванням ця шкала є значно ширшою, вона містить групу як безризикових, так і високоризикових (спекулятивних) інструментів інвестування, даючи змогу інвестору здійснювати свою інвестиційну політику в широкому діапазоні – від надто консервативної до надто агресивної.

**7. Фінансові інвестиції забезпечують підприємству досить широкий діапазон вибору інструментів інвестування і за шкалою «дохідність – ліквідність».** Хоча порівняно з реальними інвестиціями вони характеризуються вищим рівнем ліквідності, цей рівень варіює в дуже широких межах.

**8. Процес обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням фінансових інвестицій, є простішим і менш трудомістким.** Він не потребує істотних передінвестиційних витрат фінансових коштів, як під час підготовки реальних інвестиційних проектів; алгоритми оцінювання ефективності фінансових інвестицій мають більш диференційований характер стосовно об'єктів інвестування, що підвищує надійність оцінювання; реалізація прийнятих управлінських рішень у сфері фінансового інвестування потребує мінімум часу.

**9. Висока мінливість кон'юнктури фінансового ринку порівняно з товарним визначає необхідність активнішого моніторингу в процесі фінансового інвестування.** Відповідно й управлінські рішення, пов'язані зі здійсненням фінансового інвестування, є оперативнішими.

## 1.2. Управління фінансовими інвестиціями

З огляду на особливості й форми фінансового інвестування на підприємстві організується управління фінансовими інвестиціями. При досить високій періодичності здійснення фінансових інвестицій розробляється й спеціальна політика.

*Політика управління фінансовими інвестиціями являє собою частину загальної інвестиційної політики підприємства, що забезпечує вибір найефективніших фінансових інструментів вкладення капіталу і своєчасне його реінвестування.*

Основні етапи формування політики управління фінансовими інвестиціями наведено на рис. 1.1.

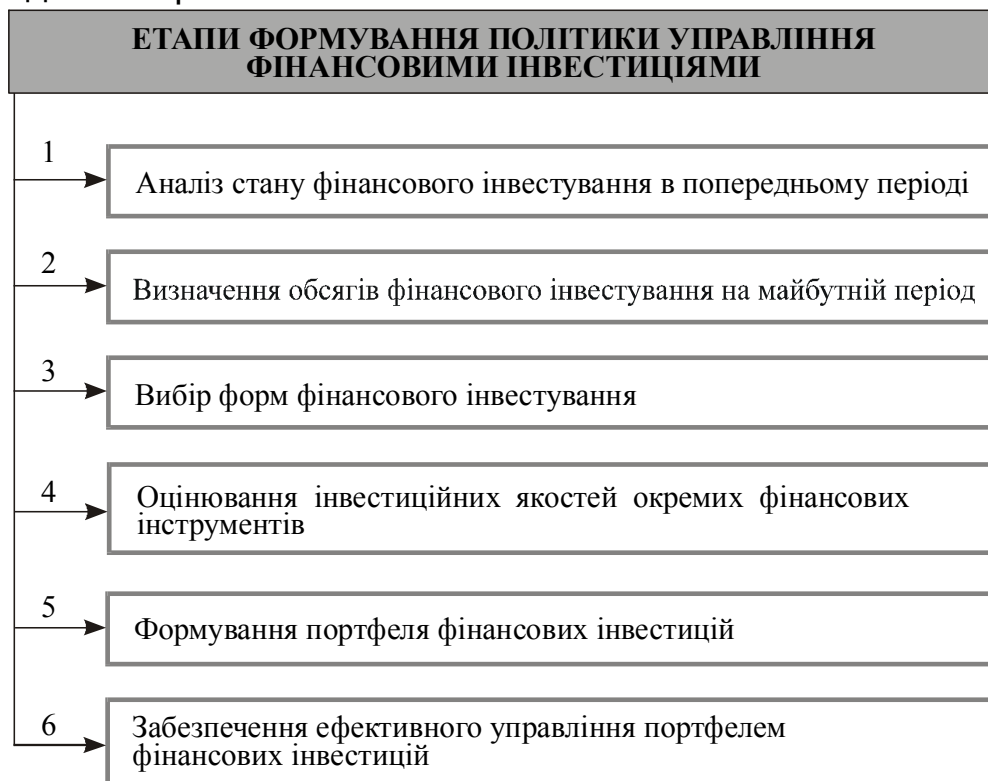


Рис. 1.1. Формування політики управління фінансовими інвестиціями

*1. Аналіз стану фінансового інвестування у попередньому періоді.* Основною метою його проведення є вивчення тенденцій, динаміки, масштабів, форм та ефективності фінансового інвестування на підприємстві в ретроспективі. Аналіз виконують у такій послідовності:

а) вивчають загальний обсяг інвестування капіталу в фінансові активи, визначають темпи зміни цього обсягу і питомої ваги фінансового інвестування у загальному обсязі інвестицій підприємства у передньому періоді;

б) досліджують основні форми фінансового інвестування, їх співвідношення, спрямування на вирішення стратегічних завдань розвитку підприємства;

в) вивчають склад конкретних фінансових інструментів інвестування, їхні динаміку і питому вагу в загальному обсязі фінансового інвестування;

г) оцінюють рівень дохідності окремих фінансових інструментів і фінансових інвестицій загалом; його визначають як відношення суми доходів, отриманих у різних формах за окремими фінансовими інструментами (з коригуванням її на індекс інфляції), до суми інвестованих у них коштів; рівень дохідності фінансових інвестицій підприємства порівнюють із середнім рівнем дохідності на фінансовому ринку і рівнем рентабельності власного капіталу;

д) оцінюють рівень ризику окремих фінансових інструментів інвестування та їхнього портфеля загалом; таке оцінювання здійснюють шляхом розрахунку коефіцієнта варіації отриманого інвестиційного прибутку за декілька попередніх звітних періодів; розрахований рівень ризику порівнюють з рівнем дохідності інвестиційного портфеля й окремих фінансових інструментів інвестування (визначають відповідність цих показників ринковій шкалі «прибутковість – ризик»);

є) оцінюють рівень ліквідності окремих фінансових інструментів інвестування та їхнього портфеля загалом; оцінювання виконують на основі розрахунку коефіцієнта ліквідності інвестицій на дату проведення аналізу (в останньому звітному періоді); розрахований рівень ліквідності порівнюють з рівнем прибутковості інвестиційного портфеля й окремих фінансових інструментів інвестування.

Проведений аналіз дає змогу оцінити обсяг та ефективність портфеля фінансових інвестицій підприємства у попередньому періоді.

*2. Визначення обсягу фінансового інвестування в майбутньому періоді.* На підприємствах, які не є інституціональними інвесторами, обсяг такого інвестування зазвичай є невеликим і визначається розміром вільних фінансових коштів, що заздалегідь нагромаджуються для здійснення майбутніх реальних інвестицій або інших витрат майбутнього періоду. Позичкові кошти до фінансового інвестування підприємства зазвичай не залучаються (за винятком окремих періодів, коли рівень дохідності цінних паперів істотно перевищує рівень ставки процента за кредит).

Певний обсяг фінансового інвестування диференціюється в розрізі довго- і короткострокових періодів його здійснення. Обсяг довгострокового фінансового інвестування визначається в процесі вирішення завдань ефективного використання інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, страхових та інших цільових фондів підприємства, що формуються на довгостроковій основі. Обсяг короткострокового фінансового інвестування визначається в процесі вирішення завдань ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів (у складі оборотного капіталу підприємства), що утворюється через нерівномірність формування додатного і від'ємного грошових потоків.

*3. Вибір форм фінансового інвестування.* Конкретні форми фінансового інвестування визначаються у межах обсягу запланованих на це



фінансових коштів. Їх вибір залежить від характеру завдань, які вирішує підприємство в процесі своєї господарської діяльності:

- вирішення стратегічних завдань розвитку операційної діяльності пов'язано з такими формами фінансового інвестування, як вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств і придбання контрольного пакета акцій окремих компаній, що становлять стратегічний інтерес для цілей диверсифікації цієї діяльності;

- вирішення завдань приросту капіталу в довгостроковому періоді пов'язано зазвичай із вкладенням його у довгострокові, фондові й грошові інструменти, дохідність яких, прогнозована з урахуванням рівня ризику, задовольняє інвестора;

- вирішення завдань отримання поточного прибутку і протиінфляційного захисту тимчасово вільних грошових активів пов'язано з вибором короткострокових грошових або боргових фондових інструментів інвестування, реальний рівень прибутковості яких не нижчий за норму прибутку інвестованого капіталу (за відповідною шкалою «дохідність – ризик»).

4. *Оцінювання інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів.* Методи такого оцінювання диференціюються залежно від видів цих інструментів, основним показником є рівень їх прибутковості, ризику і ліквідності. Під час оцінювання детально досліджуються фактори, що визначають інвестиційні якості різних видів фінансових інструментів інвестування – акцій, облігацій, депозитних внесків у комерційних банках тощо. Завдяки такому аналізу отримують оцінку інвестиційної привабливості галузі економіки і регіону країни, в яких здійснює господарську діяльність емітент цінних паперів. Важливу роль у процесі оцінювання відіграє й характер обігу тих або інших фінансових інструментів інвестування на організованому й неорганізованому ринках цінних паперів.

5. *Формування портфеля фінансових інвестицій.* Здійснюється з урахуванням оцінки інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. У процесі їх відбору до портфеля враховуються такі фактори: тип портфеля фінансових інвестицій, що формується відповідно до його пріоритетної мети; необхідність диверсифікації фінансових інструментів портфеля; необхідність забезпечення високої ліквідності портфеля тощо. Особливу роль у формуванні портфеля фінансових інвестицій відведено забезпеченню відповідності цілей його формування стратегічним цілям інвестиційної діяльності загалом. Портфель фінансових інвестицій, сформований з урахуванням зазначених факторів, має бути оцінений щодо співвідношення рівня дохідності, ризику і ліквідності для підтвердження, що за своїми параметрами він відповідає типу портфеля, визначеному цілями його формування. За необхідності посилити цілеспрямованість портфеля до нього вносять корективи.

6. *Забезпечення ефективного оперативного управління портфелем фінансових інвестицій.* У разі суттєвих змін кон'юнктури фінансового

ринку інвестиційні якості окремих фінансових інструментів знижуються. У процесі оперативного управління портфелем фінансових інвестицій забезпечується своєчасна реструктуризація його з метою підтримки цільових параметрів первинного формування.

Політика управління фінансовими інвестиціями підприємства визначає основні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цій сфері та її найважливіші критерії.

## 2. АНАЛІЗ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

### 2.1. Структура і функції ринку цінних паперів

**Ринок цінних паперів** – це частина фінансового ринку (поряд з ринками позикового капіталу, валюти, золота). Ринок цінних паперів складається з двох частин – фондового ринку (інвестиційного ринку і ринку капіталу) та сфери обігу цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткострокових (до одного року) документів.

**Цінні папери** – це грошові документи, які:

- а) засвідчують право володіння або відносини позики;
- б) визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їхнім власником;
- в) передбачають зазвичай виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів;
- г) передбачають можливість передачі грошових та інших прав, пов'язаних з володінням цими документами, іншим особам.

Мета ринку цінних паперів – акумулювати фінансові ресурси й забезпечити можливість їх перерозподілу вдосконаленням різними учасниками ринку різноманітних операцій із цінними паперами, тобто здійснювати посередництво в русі тимчасово вільних грошових коштів від інвесторів до емітентів цінних паперів.

Завдання ринку цінних паперів такі:

- мобілізація тимчасово вільних фінансових ресурсів для здійснення конкретних інвестицій;
- формування ринкової інфраструктури, що відповідає світовим стандартам;
  - розвиток вторинного ринку;
  - активізація маркетингових досліджень;
  - трансформація відносин власності;
  - удосконалення ринкового механізму й системи управління;
  - забезпечення реального контролю над фондовими капіталом на основі державного регулювання;
  - зменшення інвестиційного ризику;
  - формування портфельних стратегій;

- розвиток ціноутворення;
- прогнозування перспективних напрямів розвитку.

Основні функції ринку цінних паперів такі:

1. *Функція перерозподілу грошових коштів*, що полягає в перерозподілі коштів між галузями та сферами діяльності, територіями та країнами, населенням і підприємствами, тобто коли заощадження громадян набувають виробничої форми, між державою та іншими юридичними й фізичними особами. Під час фінансування дефіциту державного й місцевих бюджетів за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної та місцевих позик і їх реалізації здійснюється перерозподіл вільних фінансових ресурсів підприємств і населення на користь держави.

2. *Функція перерозподілу ризиків* – це 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, тобто страхування від ризику (хеджування).

3. *Облікова функція*, яка полягає в обов'язковому обліку в спеціальних списках (реєстрах) усіх видів цінних паперів, що обертаються на ринку, реєстрації учасників ринку цінних паперів, а також фіксації фондових операцій, оформлених договорами купівлі-продажу, застави, трасту, конвертації тощо.

4. *Контрольна функція*, що передбачає проведення контролю за дотриманням норм законодавства учасниками ринку.

5. *Функція збалансування попиту та пропозиції*, яка означає забезпечення рівноваги попиту й пропозиції на фінансовому ринку проведенням операцій із цінними паперами.

6. *Стимулююча функція*, що полягає в мотивації юридичних і фізичних осіб стати учасниками ринку цінних паперів, наприклад: надання прав на участь в управлінні підприємством (акції), на отримання доходу (процентів за облігаціями, дивідендів за акціями), можливості накопичення капіталу або права стати власником майна (облігації).

7. *Регулююча функція*, яка означає регулювання через конкретні фондові операції різних суспільних інтересів. Наприклад, проведенням операцій із цінними паперами регулюється обсяг грошової маси в обігу. Продаж державою цінних паперів на ринку скорочує обсяг грошової маси, а їх купівля, навпаки, збільшує його.

Ринок цінних паперів поділяється на первинний і вторинний.

**Первинний ринок** цінних паперів – це ринок, що обслуговує випуск (емісію) і первинне розміщення цінних паперів. Учасниками цього ринку є емітенти й інвестори, ринкова взаємодія між якими може бути безпосередньою або здійснюватися через брокерів і дилерів. Одне з найважливіших завдань первинного ринку полягає в тому, щоб мінімізувати ризик інвестора. На це спрямовано державні законодавчі й нормативні акти, які регулюють діяльність ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів та відпові-

дних даних у фінансових органах тощо. Доходи від продажу належать емітенту.

**Вторинний ринок** є ринком, де відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів. Головна мета вторинного ринку – забезпечити ліквідність цінних паперів, тобто створити умови для найширшої торгівлі ними. Це, у свою чергу, дає можливість їхньому власникові реалізувати їх у найкоротший строк при незначних коливаннях курсів і невисоких витратах на реалізацію. Дохід від продажу цінних паперів на цьому ринку належить не емітенту, як на первинному ринку, а власникам (інвесторам або дилерам), які на вторинному ринку є продавцями.

До вторинного належать біржовий і позабіржовий ринки цінних паперів.

**Біржовий ринок** – це ринок цінних паперів, операції з якими здійснюються на фондовій біржі. Він є ринком з найвищим рівнем організації, що максимально сприяє мобільності капіталу та формуванню реальних ринкових цін на фінансові вклади, які перебувають в обігу.

**Позабіржовий ринок** – це ринок цінних паперів, операції з якими здійснюються поза приміщенням біржі. У більшості випадків на цьому ринку відбуваються первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають або з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу. Позабіржовий ринок організований дилерами, які можуть бути або не бути членами фондової біржі.

За характером емітентів ринок цінних паперів можна поділити на ринок державних і недержавних цінних паперів.

**Ринок недержавних (корпоративних) паперів** допомагає акумулювати фінансові ресурси для підприємницького сектора.

Ринок державних цінних паперів дає змогу вирішити два важливих завдання:

- мобілізація необхідних державі грошових ресурсів, зокрема фінансування державного бюджету;
- регулювання процентної ставки (яка є ціною грошей і тому залежить від їх пропозиції).

## 2.2. Класифікація фінансових інструментів

Фінансові інвестиції групують за такими стратегічними напрямками:

- інвестиційні операції з традиційними інструментами;
- придбання похідних цінних паперів (деривативів);
- депозитні операції підприємств;
- пайова участь у спільних підприємствах.

Перелік видів цінних паперів, що можуть випускатися й обертатися в Україні, визначається ст. 3 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 р. Відповідно до цього Закону до випуску й обігу в нашій країні допущено: акції; облігації внутрішніх і зовнішніх державних позик, місцевих позик, підприємств, казначейські зобов'язання держави;

ощадні й інвестиційні сертифікати; векселі; приватизаційні папери.

Перелічені в Законі цінні папери є традиційними, і в їхній основі лежать майнові права на будь-який актив (зазвичай на товар, гроші, капітал, майно, різні ресурси тощо).

Окрім традиційних цінних паперів існують інструменти фондового ринку, що поєднують у собі елементи кількох видів цінних паперів або являють собою специфічні документи. Такі інструменти отримали назву похідних цінних паперів (деривативів). Відповідно до ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 30.02.96 р. № 448/96-ВР «похідні цінні папери – це цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний із правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів». Як базисні активи можуть розглядатися товари (зерно, м'ясо, нафта, золото тощо), традиційні цінні папери (акції та облігації). До похідних цінних паперів відносять варанти, опціони, ф'ючерси та ін.

Спрямування фінансових інвестицій підприємств, останнім часом все більше зорієнтовані на різні інструменти ринку цінних паперів, становлять зараз до 90 % загального обсягу фінансових інвестицій. Отже, докладніше охарактеризуємо інвестиційні якості окремих цінних інструментів інвестування відповідно до їх класифікації.

1. За ступенем передбачуваності інвестиційного прибутку розрізняють боргові й пайові цінні папери.

**Боргові цінні папери** характеризуються чіткою передбачуваністю інвестиційного доходу, розмір якого можна визначити в будь-який момент їх обігу. Така передбачуваність дає змогу порівнювати інвестиційні якості боргових цінних паперів як за шкалою «дохідність – ризик», так і за шкалою «дохідність – ліквідність». Крім того, боргові цінні папери мають пріоритетні права погашення зобов'язань у разі банкрутства емітента, що значно знижує рівень несистематичного їх ризику.

**Пайові цінні папери** характеризуються низьким рівнем передбачуваності їх інвестиційного доходу, який оцінюється за двома параметрами: за рівнем майбутніх виплат дивідендів і приростом курсової вартості інструменту. У разі ефективної господарської діяльності емітента за цими цінними паперами можна отримати більш високий рівень інвестиційного доходу порівняно з борговими цінними паперами того ж емітента. При цьому для пайових цінних паперів характерний більш високий ступінь кореляції доходів з темпами інфляції. Однак нестабільність інвестиційного доходу робить їх більш ризиковими інструментами інвестування, оскільки вони не захищені ні від систематичного, ні від несистематичного видів ризиків. Низька ефективність господарської діяльності емітента може призвести не тільки до втрати інвестиційного доходу за пайовими цінними паперами, а й до часткової (а у разі банкрутства – й повної) втрати вкладеного в них капіталу.

2. За рівнем ризику, пов'язаного з характером емітента, виділяють такі види фінансових інструментів інвестування: державні цінні папери;

цінні папери муніципальних органів; цінні папери, емітовані банками, та цінні папери підприємств.

**Державні цінні папери** – це переважно боргові зобов'язання, які мають найменший рівень інвестиційного ризику. Окремі види державних цінних паперів розглядаються навіть як еталон безризикових інвестицій. Разом з тим рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами зазвичай найнижчий. У періоди різких коливань кон'юнктури фінансового ринку держава має можливість впливати на реальний рівень інвестиційного доходу за своїми цінними паперами зміною ставки рефінансування (облікової ставки центрального банку).

**Цінні папери муніципальних органів.** Рівень інвестиційних якостей таких цінних паперів (переважно боргових) значною мірою визначається рівнем інвестиційної привабливості відповідних регіонів. Хоча такі цінні папери не можна віднести до безризикових, рівень інвестиційного ризику за ними зазвичай невисокий. Відповідно невисоким є й рівень інвестиційного доходу за ними.

**Цінні папери, емітовані банками.** Інвестиційні якості цих фінансових інструментів уважаються досить високими, оскільки рівень доходності за ними зазвичай вищий, ніж за державними і муніципальними цінними паперами. Крім того, система економічних нормативів банківської діяльності й високий рівень державного контролю за їхньою діяльністю знижують потенційний рівень ризику інвестування в цінні папери цих емітентів (хоча фінансова неспроможність банків і має місце).

**Цінні папери підприємств** в Україні характеризуються низькими інвестиційними якостями. Це пояснюється низькою ефективністю господарської діяльності більшості підприємств на сучасному етапі (особливо корпоративізованих державних підприємств), унаслідок чого за акціями багатьох з них не виплачуються навіть дивіденди. Рівень інвестиційного ризику за цінними паперами підприємств (особливо віднесених до категорії венчурних) найвищий. Крім того, такий тип цінних паперів характеризується найнижчим на ринку рівнем ліквідності.

3. За рівнями ризику і ліквідності, пов'язаними з періодом обігу, вирізняють такі цінові інструменти інвестування, як коротко- і довгострокові цінні папери.

**Короткострокові цінні папери.** Період їх обігу визначає досить високий рівень їхньої ліквідності на ринку цінних паперів. Крім того, короткий період їх обігу значною мірою знижує рівень інвестиційного ризику, пов'язаного зі зміною кон'юнктури фінансового ринку і фінансового стану їхніх емітентів. Відносно низький рівень ризику і досить високий рівень ліквідності визначають порівняно невисокий рівень інвестиційного доходу за такими ціновими інструментами.

**Довгострокові цінні папери.** Рівень інвестиційних якостей таких цінових інструментів визначається протилежними (проти короткострокових цінних паперів) характеристиками – низьким рівнем ліквідності (за інших

однакових умов) і відповідно вищим рівнем інвестиційного ризику. За такими ціновими інструментами пропонується й більш високий рівень інвестиційного доходу.

4. За рівнем ліквідності, пов'язаним із характером випуску та обігу, ці інструменти інвестування поділяються на іменні цінні папери та цінні папери на пред'явника.

**Іменні цінні папери.** Через складну процедуру їх оформлення та глибший контроль емітента за їх обігом такі цінні папери характеризуються дуже низькою ліквідністю.

**Цінні папери на пред'явника.** Зазначена вище особливість випуску таких фінансових інструментів не перешкоджає процесу їх вільного обігу, а отже, і підвищує потенційний рівень їхньої ліквідності.

5. За метою випуску цінні папери поділяються на фондові й комерційні.

**Фондові цінні папери** призначено для формування капіталу (акції, облігації та ін.), а **комерційні** – для опосередкування товарних відносин (векселі, акредитиви та ін.). Такий поділ цінних паперів наближається до розмежування цінних паперів за сферою обігу (на фондовому й грошовому ринках). Зазвичай фондові цінні папери є безстроковими або діють понад рік, а комерційні – переважно короткостроковими. Усі без винятку комерційні папери є борговими й випускаються недержавними емітентами та без спеціального забезпечення (застави). У певному розумінні комерційні папери є кредитними грошима й лише частково використовуються для інвестування капіталу. З огляду на цільове призначення цінних паперів їх можна класифікувати на папери для інвестування, кредитування й розрахунків за постачання та зобов'язаннями.

6. За ознакою дроблення цінні папери поділяють на роздроблювані й нероздроблювані.

**Роздроблювані** – це такі цінні папери, номінальну вартість яких може бути змінено (деноміновано), а **нероздроблювані** – такі, номінальна вартість яких залишається незмінною протягом усього строку існування паперу. Деномінація – це зміна номінальної вартості всіх цінних паперів певного виду, що супроводжується або їх дробленням, або консолідацією. Дроблення полягає в емісії цінних паперів певного виду меншої номінальної вартості та їх пропорційному розміщенні серед усіх власників таких цінних паперів. Консолідація – це заміна всіх цінних паперів певного виду на меншу їхню кількість із пропорційними зниженням кількості цінних паперів у всіх власників і збільшенням номінальної вартості. Існують також і безномінальні цінні папери.

### 2.3. Суб'єкти ринку цінних паперів і їхні функції

На ринку цінних паперів є різні учасники, функції яких визначаються завданнями їхньої діяльності. Згідно з формами укладання угод на ринку їх

поділяють на три групи:

- 1) індивідуальні учасники – фізичні особи;
- 2) індивідуальні учасники – юридичні особи;
- 3) органи державно-правового регулювання.

Основними суб'єктами фінансових відносин на ринку цінних паперів є емітенти, інвестори й особи, які займаються професійною посередницькою діяльністю на ринку цінних паперів.

**Емітентом цінних паперів** може бути держава, представлена вповноваженим органом, юридичною особою та у випадках, передбачених законодавством, фізичною особою. Емітент від свого імені випускає цінні папери й зобов'язується виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску.

Держава емітує облігації, казначейські зобов'язання, приватизаційні та похідні цінні папери (приміром, опціони). Прикладом державного опціону може бути право, надане адміністрації приватизованого підприємства на придбання 5-процентного пакета акцій за номінальною вартістю.

На ринку цінних паперів України функції випуску державних цінних паперів виконує Міністерство фінансів, а Національний банк править за генерального агента з їх реалізації.

Облігації місцевих позик можуть випускати органи місцевої влади. Мета такого випуску – акумуляція вільних грошових коштів населення й юридичних осіб для реалізації певного великого проекту – будівництва моста, вирішення соціальних проблем, благоустрою тощо. Вартість цінних паперів, випущених місцевими органами влади (муніципальних цінних паперів), визначається платоспроможністю їхнього емітента й ринком.

Емітентами можуть бути юридичні особи – акціонерні товариства, підприємства й організації інших форм власності, банки, інвестиційні компанії та фонди. Акціонерні товариства можуть емітувати як пайові, так і боргові, а також похідні цінні папери. Акціонерне товариство створюється об'єднанням капіталів через випуск акцій, що підтверджують пайову участь кожного акціонера у власному капіталі товариства. Позиковий капітал може формуватися не тільки за рахунок кредитів банків, а й випуску корпоративних облігацій, а також короткострокових боргових зобов'язань типу векселів. Випускає товариство й похідні цінні папери – опціони, ф'ючерси, варанти.

Боргові зобов'язання – облігації, векселі – можуть випускати всі підприємства незалежно від їхньої організаційно-правової форми. Такі зобов'язання забезпечуються матеріальними активами.

Емітент цінних паперів зобов'язаний не рідше як один раз у рік інформувати громадськість про свій господарсько-фінансовий стан і результати діяльності опублікуванням річного звіту не пізніше як через дев'ять місяців року, що настає за звітним; звіт надсилається власникам іменних акцій та Державній комісії з цінних паперів і фондовій біржі (ДКЦПФР).

Особливе місце серед учасників ринку цінних паперів займають *інвестори*, тобто суб'єктам інвестиційної діяльності, які приймають рішення



про вкладання власних, позичкових і залучених грошових, майнових та інтелектуальних цінностей в інструменти ринку цінних паперів.

Інвестори можуть придбавати цінні папери від свого імені та за власні кошти для одержання доходу чи збільшення їхньої вартості або набуття певних прав, що надаються власнику цінних паперів згідно з чинним законодавством.

За інвесторів на вітчизняному ринку цінних паперів можуть правити: держава; фізичні особи – громадяни України, іноземці та особи без громадянства; юридичні особи України та інших держав. Не можуть бути ними органи державної влади й управління та місцевих органів самоврядування. Але це не стосується Пенсійного фонду, одним із напрямів діяльності якого є вкладання коштів у цінні папери державних органів та акціонерних товариств.

Аналіз здійснення інвестиційної діяльності різними категоріями інвесторів з погляду особливостей її механізму дає змогу поділити всіх інвесторів на два типи: індивідуальні й інституційні. Інституційні інвестори, залучають кошти індивідуальних інвесторів, які потім вкладають у цінні папери інших емітентів. Найактивнішими інституційними інвесторами є інвестиційні фонди та компанії, комерційні банки, пенсійні фонди, страхові компанії, менш активними – промислові й торговельні підприємства, компанії, господарські товариства тощо.

### 3. ОЦІНЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ЯКОСТЕЙ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Оцінювання інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, що обертаються на ринку, є одним з найважливіших завдань процесу здійснення фінансових інвестицій. Воно являє собою інтегральну характеристику окремих їхніх видів, здійснену інвестором з урахуванням цілей формування інвестиційного портфеля.

Головним завданням у процесі фінансового інвестування є оцінювання інвестиційних якостей конкретних видів цінних паперів (акцій, облигацій, депозитних сертифікатів тощо), що обертаються на ринку.

#### 3.1. Акції і їхні види

Відповідно до ст. 4 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» **акція** – цінний папір без установленого терміну обігу, що засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому, права на участь в управлінні ним, а також на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду й на участь у розподілі майна в разі ліквідації акціонерного товариства.

Акції виконують три головних завдання: *по-перше*, їх випускають під час організації акціонерного товариства, щоб забезпечити йому певний «стартовий» капітал (перша емісія); *по-друге*, з допомогою їх випуску за-

лучають додаткові ресурси в процесі функціонування товариства (друга й наступна емісії); *по-третє*, їх випускають для обміну у разі злиття з іншою компанією.

Акції можуть мати номінальну, емісійну, балансову, конверсійну, ліквідаційну, ринкову вартості і курс.

*Номінал акції* – це величина, вказана на бланку акції. Вона характеризує частку статутного капіталу, що припадає на одну акцію під час заснування товариства.

*Емісійна вартість* – вартість, за якою акція реалізується (продається) на первинному ринку. Вона може відрізнитися від номіналу.

*Балансова вартість* – це розмір власного капіталу, що припадає на одну акцію. Якщо емітовано лише прості акції, то ця вартість визначається діленням власного капіталу на їхню кількість. Якщо також випущено привілейовані акції, то власний капітал зменшується на їхню сукупну вартість за номіналом або викупною ціною (для відкличних акцій).

*Ринкова вартість* (курсова вартість) – це ціна, за якою акції продаються та купуються на ринку; саме за цією ціною вони котируються на вторинному ринку цінних паперів.

*Курс акції* – відношення ринкової вартості до номіналу, що виражається в процентах.

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

Сума всіх номінальних вартостей акцій становить статутний фонд товариства, від якого слід відрізнити таке поняття, як «капіталізація». *Капіталізація* – це показник, що характеризує вартість компанії на основі ринкової вартості її акцій. Він визначається множенням поточної ринкової ціни розміщених акцій на їхню кількість.

Наступною характеристикою акцій є дохід, який вона приносить інвестору.

Від придбаних акцій можна отримати доходи за рахунок трьох джерел: від дивідендів, підвищення ринкової вартості цінних паперів і збільшення кількості акцій унаслідок їхнього дроблення.

*Дивіденд* – це частина загальної суми чистого прибутку акціонерного товариства, яка розподіляється між акціонерами у вигляді певної частки від вартості їхніх акцій, тобто пропорційно їхній кількості в кожного акціонера.

Дивіденди можуть виплачуватися у вигляді готівки, додаткових акцій або продукції компанії. Останній тип дивідендів, наприклад, у США, має місце дуже рідко.

У багатьох випадках акціонери купують акції на певний період, за який їхня ринкова ціна може зрости. *Приріст курсової вартості акції* іноді становить істотну частку доходів інвестора. Для того, щоб її реалізувати, акцію потрібно продати, інакше виникає загроза того, що в наступний момент курс цінного папера впаде. Приріст курсової вартості відбувається

внаслідок двох причин:

- можливого спекулятивного піднесення на ринку, що не має під собою об'єктивних довгострокових підстав;
- реального приросту активів підприємства.

У разі продажу акцій через певний час власник отримує дохід не тільки від дивідендів, а й від різниці між вартостями в моменти їх придбання та продажу.

*Доходи від відносного збільшення кількості акцій унаслідок їхнього дроблення.* Дроблення акцій – це процедура, при якій акції, викуплені акціонерами, поділяють на більшу кількість акцій, наприклад, у співвідношенні 2:1, 3:1 або 4:1. Після такого дроблення акціонер, який з самого початку володів, наприклад, 100 акціями, має їх уже 200, 300 або 400. Однак така процедура знижує ринкову вартість акцій, що робить їх привабливішими для придбання, особливо якщо величина дивіденду на одну акцію зберігається або зменшується в меншій пропорції. А це, у свою чергу, є ознакою, що курс акцій через деякий час знову зросте і, як наслідок, збільшаться пропорційно дробленню доходи перших інвесторів.

Значна кількість дроблень здійснюється для збільшення кількості акцій в обігу. Разом з тим інколи застосовується процедура *консолідації (зворотного дроблення) акцій*. Консолідація зменшує кількість акцій в обігу та збільшує біржовий курс цього цінного папера обміном частини однієї знову випущеної акції на кожну раніше випущену. Так, наприклад, при зворотному дробленні акції в співвідношенні 1:2 одна нова акція обмінюється на дві раніше випущені. Зворотне дроблення використовується також для підвищення комерційної привабливості акцій за допомогою доведення їхнього курсу до вищого рівня.

Оцінювання інвестиційних якостей акцій передбачає:

**1. Характеристику виду акцій за ступенем захищеності розміру дивідендних виплат** шляхом поділу акцій за зобов'язаннями емітента на *привілейовані й прості*. Це має найбільш істотне значення для інвестора з позицій принципів відмінностей їхніх інвестиційних якостей.

За українським законодавством привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10% статутного фонду акціонерного товариства.

Рівень безпеки інвестування в привілейовані акції значно вищий, ніж у прості, бо вони мають переважне право на отримання передбаченого рівня дивідендів і частки майна у разі ліквідації акціонерного товариства. За ступенем надійності вкладень привілейовані акції займають місце між простими акціями та облігаціями компанії.

За критерієм дохідності більш привабливими для інвестора можуть бути прості акції, ціна на які швидко змінюється в умовах інфляції та зміни кон'юнктури фондового ринку. Проста акція дає змогу її власнику стати співвласником товариства, мати право голосу в прийнятті найважливіших рішень та отримувати дивіденди. Гарантій на отримання дивідендів проста

акція не дає. Вони залежать від результатів господарської діяльності компанії. Щодо дивідендів, то зазвичай спрацьовує залишковий принцип.

Як відомо, акції поділяються також на *іменні* та на *пред'явника*. Згідно зі ст. 4 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» громадяни України можуть бути власниками тільки іменних акцій, які значно менш ліквідні на фондовому ринку, ніж акції на пред'явника, у зв'язку зі складною процедурою їх оформлення й більш жорстким контролем за їх обігом.

**2. Оцінювання галузі, у якій здійснює свою операційну діяльність емітент**, що означає вивчення стадії її життєвого циклу й передбачуваних строків знаходження на цій стадії; місце, відведене галузі у структурній перебудові економіки країни; середній рівень рентабельності підприємства галузі, а також ступінь оподаткування прибутку (доходу).

На ринку цінних паперів України у процесі приватизації акціонуються добре відомі загалу населення державні підприємства, які однаково погано працюють. Акції українського фондового ринку класифікують так: акції приватизованих підприємств, комерційних банків і венчурних фірм.

**3. Оцінювання основних показників господарської діяльності та фінансового стану емітента**, яке різниться залежно від того, якою є емісія акцій. Якщо вона перша, то оцінюється інвестиційна привабливість підприємства з використанням системи показників рентабельності, фінансової стійкості, платоспроможності, оборотності капіталу та активів. Якщо емісія акцій додаткова, то оцінювання доповнюється аналізом низки інших показників, серед яких найбільшу роль відіграють такі:

– *рівень віддачі акціонерного капіталу (у відсотках)*, що характеризує рівень чистого прибутку на акціонерний капітал:

$$PB_{AK} = ЧП \cdot 100 / AK ,$$

де *ЧП* – сума чистого прибутку в періоді, який розглядається; *AK* – середня вартість акціонерного капіталу в періоді, що розглядається;

– *балансова («книжкова») вартість однієї акції*, яка характеризує розмір акціонерного капіталу й резервного фонду товариства, що припадає на одну акцію, тобто забезпеченість власними реальними активами за балансом:

$$BB_A = \frac{AK + P\Phi}{A_3} ,$$

де *PΦ* – вартість резервного фонду на певну дату; *A<sub>3</sub>* – загальна кількість акцій товариства на певну дату;

– *коефіцієнт дивідендних виплат*, що показує частку чистого прибутку акціонерного товариства, яку було виплачено у вигляді дивідендів, тобто характеризує дивідендну політику товариства:

$$K_D = D \cdot 100 / ЧП ,$$

де *D* – сума дивідендів, виплачених акціонерним товариством у періоді, що розглядається;

– *коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій чистими акти-*

вами, який дає змогу визначити ступінь захисту капіталу при інвестуванні його в привілейовані акції:

$$KZ_{ЧА} = ЧА / A_{ПРИВ} ,$$

де  $ЧА$  – сума чистих активів акціонерного товариства, що визначається як різниця між загальною сумою активів за балансом і сумою нематеріальних активів, поточних і довгострокових зобов'язань;  $A_{ПРИВ}$  – кількість привілейованих акцій товариства;

– коефіцієнт покриття дивідендів за привілейованими акціями, що дає змогу оцінити, якою мірою розмір чистого прибутку товариства забезпечує виплату дивідендів за привілейованими акціями:

$$КП_{Д} = ЧП / Д_{ПРИВ} ,$$

де  $Д_{ПРИВ}$  – сума дивідендів, передбачена до виплати за привілейованими акціями в періоді, що розглядається.

Усі ці показники характеризують ефективність попередніх випусків акцій товариства.

**4. Оцінювання характеру обігу акцій на фондовому ринку, яке пов'язано передусім з показниками їх ринкового котирування та ліквідності. Серед них найважливішу роль відіграють такі:**

– *рівень виплат дивідендів (у відсотках)*, що характеризує співвідношення суми дивідендів і ціни акції:

$$РД_{А} = Д_{А} \cdot 100 / Ц_{А} ,$$

де  $Д_{А}$  – сума дивіденду, що виплачується за акцією у певному періоді;  $Ц_{А}$  – ціна котирування акції на початку періоду, що розглядається;

– *коефіцієнт співвідношення ціни й доходності*, що демонструє зв'язок між ціною акції та доходом за нею (чим менше цей коефіцієнт, тим привабливішою є акція для інвестування):

$$К_{Ц/Д} = Ц_{А} / Д ,$$

де  $Д$  – сукупний дохід, отриманий за акцією в періоді, що розглядається;

– *коефіцієнт ліквідності акції на фондовому ринку*, що характеризує можливість швидкої ліквідності акції за необхідності її реалізації:

$$К_{Л} = O_{ПР} / O_{ПРОП} ,$$

де  $O_{ПР}$  – загальний обсяг продажу акцій на торгах;  $O_{ПРОП}$  – загальний обсяг пропозиції акцій на торгах;

– *коефіцієнт співвідношення котирувальних цін пропозиції та попиту акцій*, що розраховується за такою формулою:

$$К_{ПРОП/П} = Ц_{ПРОП} / Ц_{П} ,$$

де  $Ц_{ПРОП}$  – середній рівень цін пропозиції акцій на торгах;  $Ц_{П}$  – середній рівень цін попиту на акції на торгах;

– *коефіцієнт обігу акцій*, який показує обсяг обігу випущених акцій і є непрямим показником її ліквідності:

$$KO_A = \frac{O_{\text{ПП}}}{A_3 \cdot C_{\text{ПП}}},$$

де  $O_{\text{ПП}}$  – загальний обсяг продажу акцій на торгах за певний період;  $A_3$  – загальна кількість акцій товариства;  $C_{\text{ПП}}$  – середня ціна продажу однієї акції в періоді, що розглядається.

Важливу роль у процесі оцінювання інвестиційних якостей акцій відіграє сам факт допуску акцій до торгів на фондовій біржі (лістинг).

**5. Оцінювання умов емісії акції**, що є кінцевим етапом вивчення її інвестиційних якостей. Предметом такого оцінювання є цілі емісії, умови й періодичність виплати дивідендів, ступінь участі окремих власників акцій в управлінні та інші відомості, які цікавлять інвестора й знаходяться в емісійному проспекті.

### 3.2. Облігації і їхні види

Відповідно до ст. 10 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» *облігація* – це цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений в ньому строк з виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачено умовами випуску).

Облігації мають три вартості: номінальну, емісійну та ринкову.

*Номінальна вартість* – це сума позики, зазначена на бланку цінного папера, яку буде повернено в зазначений термін за виплатою доходу (у вигляді процентів або різниці між купівельною та номінальною вартостями). Номінальна вартість облігації – це вартість погашення облігації. На відміну від акції емітент може продавати свої облігації за емісійною вартістю, яка може бути вищою або нижчою від номінальної. *Емісійна вартість* – це вартість облігації, за якою вона розміщується емітентом на первинному ринку. Ринкова вартість – це вартість облігації, за якою вона реалізується на вторинному ринку.

Залежно від того, яким умовам відповідає та чи інша облігація, ці цінні папери можна згрупувати так:

1. Відповідно до механізму виплати процентної ставки – *іменні*, процентні виплати за якими поштою або якимось інакше переправляються безпосередньо власникам, чиї імена вказано в облігації та занесено в книгу реєстрації, та *облігації на пред'явника*, до яких додаються купони на одержання процентних виплат на кожну дату платежу. Власник відрізає відповідний купон і пред'являє його до сплати, коли ця дата настає.

2. Відповідно до принципів викупу (погашення) – *серійні*, які погашаються послідовно за серіями через певні інтервали часу, та *ординарні*, які викуповуються одночасно в певний день.

3. Відповідно до ступеня безпеки – *гарантовані*, упевненість у пога-

шенні яких у встановлений строк базується на оголошеній заставі нерухомого майна або інших фондів, і *незабезпечені*, що не підкріплені певною заставою.

4. Відповідно до можливостей дострокового викупу (погашення) – *облігації з правом дострокового викупу*, які за ініціативою емітента можуть викуповуватися раніше зафіксованого кінцевого строку, *з правом дострокового погашення*, які за бажанням власника можуть у будь-який момент вільно обмінюватися на гроші, і *конвертовані*, які за бажанням власника можуть обмінюватися на інші цінні папери, що випускає емітент.

Придбання облігації з правом дострокового викупу пов'язано з великим ризиком для інвестора. Це спричинено тим, що власник облігації не може точно знати, коли її буде відкликано. Окрім цього, емітент викупить облігацію, коли вигідно йому й невигідно її власнику. Зазвичай емітент відкликає облігацію тоді, коли рівень процентних ставок на ринку знизився. У цьому разі він викуповує облігацію, щоб випустити нову – під більш низький процент – і зменшити фінансовий тягар обслуговування свого боргу. Оскільки процентні ставки на ринку знизилися, власник облігації, одержавши кошти за викуплений папір, зможе реінвестувати їх тільки під нижчий процент. Щоб зробити таку облігацію більш привабливою, емітент передбачає умови викупу папера за ціною, вищою від номіналу. Інвестиційна привабливість облігації може також досягатися за рахунок нижчої ціни продажу.

Облігація з правом дострокового погашення дає змогу інвестору достроково пред'явити її емітенту для викупу. При розміщенні такі облігації зазвичай коштують дорожче, оскільки в цьому випадку ризик бере на себе емітент.

Облігації, як і акції, дають змогу сподіватися на отримання грошових коштів у перспективному періоді за трьома каналами: за процентними ставками; через продаж, якщо збільшилась їхня ринкова вартість; за погашення (викуп) їх емітентом за номінальною вартістю.

*Дохід за процентними ставками* виплачується з періодичністю (щопівроку тощо) відповідно до номінальної вартості облігації та ставки (норми) процента. Для підрахунку загального підсумку за процентними ставками за кілька років використовують формулу складних процентів.

Подібно до акцій курс облігацій на ринку цінних паперів залежить від попиту та пропозиції на них, які, у свою чергу, визначаються доходами за облігаціями, рівнем позичкового процента, ступенем доходності альтернативних вкладень грошових коштів, зокрема й інших облігацій. Тому ринкова вартість кожної конкретної облігації у певний момент часу може бути вищою (нижчою) за номінальну, зростати або зменшуватися.

Однак у цьому процесі на відміну від коливань курсів акцій є одна особливість. Якщо на ринку цінних паперів є облігації кількох корпорацій, номінал яких однаковий, то зрозуміло, що більший попит буде на ті облігації, процентна ставка яких вища. Ринкова ціна таких облігацій підніметься

вище зафіксованої номінальної, а облігацій конкурентів вона може впасти нижче номінального рівня. Така флуктуація ринкових цін на облігації дає змогу отримувати *дохід від продажу*.

Різницю між номіналом облігації та ціною, якщо вона нижча від номіналу, називають *дисконтом*, або *дезажіо*. Наприклад, номінал облігації – 100 грн, ціна – 95 грн. Тоді дисконт дорівнює 5 грн. Різниця між ціною облігації, якщо вона вища від номіналу, і номіналом є *премією*, або *ажіо*. Наприклад, якщо ціна облігації становить 120 грн, то премія дорівнюватиме 20 грн.

Котирування облігацій прийнято виражати в процентах. При цьому номінал папера береться за 100 %. Для того, щоб визначити за котируваннями вартість облігації в гривнях, потрібно помножити котирування в процентах на номінал облігації. Наприклад, номінал облігації дорівнює 100 грн, ціна – 96 %. Це означає, що цінний папір коштує 96 грн.

Зміна ціни облігації вимірюється в пунктах. Один пункт дорівнює 1 %. Наприклад, ціна папера збільшилась з 90 до 95 %. Це означає, що вона зросла на п'ять пунктів.

Оцінювання інвестиційних якостей облігацій передбачає:

**1. Характеристику виду облігацій за особливостями діяльності емітента, строками погашення та формами виплати доходу, який істотно впливає на рівень доходності, ризику й ліквідності.**

Акціонерні товариства в Україні можуть випускати облігації на суму не більше 25 % величини статутного фонду й лише після повної оплати всіх випущених акцій (ст. 11 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу»). Емісію облігацій можуть здійснювати майже всі суб'єкти підприємницької діяльності, за винятком інвестиційних фондів і компаній. Прибуток від облігацій виплачується за рахунок коштів, що залишаються після розрахунків з бюджетом і проведення інших обов'язкових платежів. Державні облігації випускаються на пред'явника за рішенням Кабінету Міністрів України. Комерційні банки можуть купити їх за власні й позикові кошти. Прибуток за державними цінними паперами не оподатковується.

Найменш ризикованими в економічній теорії та практиці вважають облігації внутрішньої державної позики, за ними йдуть облігації місцевих позик, на останньому місці знаходяться облігації компаній і фірм, хоча рівень ризику навіть за ними набагато нижчий, ніж за привілейованими акціями тих самих емітентів. Відповідно диференціюється й рівень доходу, що компенсує ризикованість вкладень. Зі зростанням терміну погашення облігацій ступінь ризику також підвищується, його посилює й ризик зростання інфляції (а отже, і позичкового процента).

Під час визначення мети вкладання коштів інвестору потрібно врахувати класифікацію облігацій за формами виплати винагороди (доходу). Якщо метою є збільшення капіталу в грошовій формі, то інвестування може здійснюватися в процентні облігації, що мають більш високу поточну ліквідність. Безпроцентні (цільові) облігації становлять інтерес в інвесторів у



кількох випадках: при значному дефіциті товару або послуги, що призначається для виплати у вигляді винагороди (доходу) за цією облигацією, а також при істотній різниці між стартовою ціною придбання облигації та реальною вартістю товару (послуги).

**2. Оцінювання інвестиційної привабливості регіону**, яке є необхідним тому, що частина регіонів отримує від держави значні обсяги субсидій і субвенцій і може відчувати серйозні фінансові труднощі при погашенні облигацій. Тому у разі вкладання коштів у облигації внутрішньої місцевої позики слід вивчити динаміку сальдо їхніх бюджетів і структуру джерел формування їхньої структурної частини.

**3. Оцінювання фінансової стійкості та платоспроможності підприємства-емітента**, що має на меті виявлення кредитного рейтингу підприємства, ступеня його фінансової стійкості, надання прогнозу на період погашення облигації, а також оцінювання частково сформованого викупного фонду за короткостроковими зобов'язаннями.

**4. Оцінювання характеру обігу облигації на ринку цінних паперів**, яке базується на вивченні коефіцієнта співвідношення її ринкової ціни та реальної вартості. Цей показник суттєво залежить від ставки процента на фінансовому ринку. Якщо вона зростає, то ціна облигації зменшиться внаслідок фіксованої величини доходу за нею (і навпаки). Крім того, реальна ринкова вартість облигації залежить також від строку, що залишився до її погашення емітентом. Чим він більший, тим вищий ризик облигації й нижча її теперішня вартість, що визначає й менший рівень ринкової ціни.

**5. Оцінювання умов емісії облигації**, яке передбачає вивчення мети й умов емісії, періодичності виплат процента та його розміру, умов погашення основної суми тощо. Під час оцінювання потрібно мати на увазі, що більш часта періодичність виплат може призвести до втрати вигод для інвестора, отриманих від більшої величини процента.

Завдяки емісії облигацій підприємство одержує певні вигоди:

1. Воно отримує дешевші ресурси та доступ до широкого кола кредиторів. Зазвичай вартість взятих у борг грошей через випуск корпоративних облигацій дорівнює проценту депозитної ставки банку (кредитна на порядок вища).

2. Для того щоб залучити кошти, не потрібна ліквідна застава, яку вимагають банки за кредитування. При емісії облигацій важливішими є ім'я компанії та довіра до неї.

3. Існує можливість кредитувати (або отримувати кредити) поза банківською системою. Банк як фінансовий посередник через свої послуги збільшує вартість кредиту. Оминаючи банк, одне підприємство може прокредитувати інше з більшою вигодою (підприємство-позичальник випускає облигації, а підприємство-кредитор їх купує).

4. Емітент не втрачає своєї незалежності. Основним документом для інвесторів є проспект емісії, а типовий договір емітент облигацій визначає самостійно. Щодо банківського кредитування, то кредитний договір пов'я-

заний з певними обмеженнями й зобов'язаннями для позичальника. Іноді банк диктує позичальнику, куди перераховувати кошти, обмежує його господарську діяльність, контролює рух коштів на рахунках тощо.

5. У випадку акціонерного товариства емісія облігацій не порушує структури власності на відміну від емісії акцій, яка становить більшу небезпеку для власників товариства.

6. Підприємство-емітент має можливість дострокового викупу облігацій і зниження ціни обслуговування боргу, якщо отримає доступ до дешевших ресурсів або більшу виручку раніше, ніж передбачалося.

Маючи багато позитивних якостей, емісія облігацій як джерело інвестиційних ресурсів має певні негативні якості. Основні з них такі:

- необхідність повернення боргу за облігаціями; гроші, отримані через випуск акцій, повертати не обов'язково;
- під час публічного продажу облігацій підприємство залучає багатьох кредиторів; при банківському кредитуванні кредитор один;
- емісія облігацій пов'язана з більшими витратами, ніж при банківському кредитуванні.

Підприємство, яке має намір випустити облігації, повинне відповідати певним вимогам. Зокрема, необхідними критеріями є позитивне ставлення до підприємства потенційних інвесторів, оптимальне співвідношення власних і позичкових коштів. Першим кроком в емісії облігацій є вибір андерайтера (організатора розміщення) облігацій, яким може бути інвестиційна компанія або банк. Проводити розміщення облігацій самостійно, тобто без залучення фінансових посередників, доцільно тільки тоді, коли підприємство планує продати весь випуск облігацій наперед відомому колу інвесторів або розмістити невеликий його обсяг серед своїх працівників.

У цілому можна виділити такі основні етапи емісії облігацій, які розміщуються через підписку:

1. Затвердження емітентом рішення про випуск облігацій.
2. Підготовка проспекту емісії.
3. Державна реєстрація випуску цінних паперів і проспекту емісії в ДКЦПФР.
4. Виготовлення сертифіката облігацій.
5. Оприлюднення інформації про реєстрацію проспекту емісії.
6. Підписка на облігації.
7. Реєстрація звіту про підсумки випуску облігацій.
8. Оприлюднення інформації, що міститься у звіті про підсумки випуску облігацій.

Перш ніж проводити емісію облігацій, підприємство має визначити форму їх випуску, строк обігу й ставку дохідності.

Найбільші перспективи в Україні мають іменні бездокументарні облігації, коли емітент не зазнає витрат на підготовку бланків цінних паперів, а для покупця спрощується процедура їх купівлі-продажу.

Існує кілька способів розміщення (продажу) облігацій:

1. Продаж облігацій поза торговельною системою, біржами та без посередництва брокерів. Він обґрунтований, якщо коло потенційних інвесторів обмежено й немає необхідності витратитися на комісійні посередникам. У цьому разі підприємство повинне мати спеціалістів з роботи з цінними паперами.

2. Розміщення облігацій на аукціоні в ПФТС або на біржі. Сьогодні цей спосіб є найбільш поширеним в Україні.

3. Розміщення облігацій за участю комерційного банку як посередника.

### **3.3. Сертифікати, векселі й казначейські зобов'язання**

Ощадний сертифікат є письмовим свідоцтвом банку про депонування грошових коштів, що засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту та процентів за ним.

Ощадні сертифікати, які обертаються в Україні, мають невелику кількість класифікаційних ознак, оскільки за чинним законодавством емітентом сертифікатів можуть бути банківські та прирівняні до них інститути. Майже за всіма своїми інвестиційними якостями ці цінні папери ідентичні облігаціям. Проте існування ощадних сертифікатів до запитання зводить ризик ліквідності інвестицій майже до нуля, а це, у свою чергу, зумовлює зниження рівня доходу за ними порівняно зі строковими ощадними сертифікатами. Іншою особливістю цього інструменту ринку цінних паперів є можливість його використання не тільки як об'єкта інвестування, а й як розрахункового засобу, що, безсумнівно, підвищує його інвестиційні якості.

Ощадний сертифікат є вигідним джерелом фінансування і для того, хто його купує, і для банку, який його випустив.

Власник сертифіката має можливість у короткий термін отримати підвищений процент, а банк – відносно більшу порівняно з вкладами до запитання впевненість у тому, що депоновані гроші можна використовувати для надання кредитів іншим суб'єктам господарювання. Крім цього, банк немає потреби відкривати депозитні рахунки для клієнтів, робити зміни в умовах вкладу (наприклад, за вкладом до запитання клієнт може постійно брати з рахунка гроші або поповнювати його, про що потрібно робити відповідні записи), закривати рахунки клієнтів. Використання ощадного сертифіката є вигідним також і тому, що у разі його випуску значно прискорюється процес установалення відносин між його власником і банком-емітентом. Прискорення взаємодії на фінансовому ринку означає для банків можливість одержувати додаткові прибутки, що приводить у кінцевому підсумку до того, що банки мають змогу підвищувати проценти за ощадними сертифікатами.

Депозитні сертифікати банків видаються, головним чином, юридичним особам. Строк обігу депозитного сертифіката – це період від дня видачі до дати, коли власник може повернути депозит. Якщо сертифікат прострочений, то він перетворюється на документ до запитання й за ним

нараховуються не строкові, а звичайні проценти.

Конкретне оцінювання інвестиційних якостей ощадних і депозитних сертифікатів включає оцінювання:

- 1) надійності банків-емітентів;
- 2) характеру обігу ощадного або депозитного сертифіката на ринку цінних паперів;
- 3) умов емісії ощадного або депозитного сертифіката.

Оцінювання надійності банків-емітентів передбачає використання низки показників, що характеризують інвестиційну привабливість цих установ (рентабельність активів, фінансова стійкість тощо). Крім цього, під час оцінювання ураховують абсолютні показники, наприклад, суму активів банку, величину його капіталу та балансового прибутку, суму прийнятих депозитів і виданих кредитів тощо.

Слід розглянути також і інвестиційні сертифікати. Їх випускають інвестиційні фонди або інвестиційні компанії (інститути спільного інвестування). Вони мають такі характеристики: дають право на одержання прибутку у вигляді дивідендів; обсяг їхньої емісії не може перевищувати 15-кратного розміру статутного фонду; розміщуються й викуповуються за ціною, що відповідає вартості чистих активів; обмінюються на приватизаційні папери.

Відповідно до ст. 3 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. інститут спільного інвестування (ICІ) – корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд – здійснює діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів для отримання прибутку від вкладання їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

Спільне інвестування дає змогу зменшити ризик вкладень у цінні папери завдяки таким чинникам:

1. Кошти, мобілізовані внаслідок випуску інвестиційних сертифікатів, укладаються в портфель цінних паперів, а не в цінні папери одного виду або одного емітента. Таким способом зменшується ризик неповернення інвестицій або неодержання доходу.

2. Рішення щодо доцільності включення тих чи інших цінних паперів до портфеля або вилучення їх з нього приймається професіоналами, які здійснюють постійне вивчення ринку цінних паперів інформації про емітентів, результати їхньої діяльності тощо. Звичайному інвестору, особливо фізичним особам, досить складно одержати необхідну інформацію на ринку.

3. Законодавство різних країн у більшості випадків установлює жорсткі норми щодо надання звітів інститутами спільного інвестування комісіям із цінних паперів і щодо оприлюднення результатів діяльності таких інститутів. Так інвестори мають можливість ретельніше спостерігати за станом справ інвестиційного фонду або компанії.

4. Захист інтересів інвесторів забезпечується тим, що комісії з цінних паперів у більшості випадків установлюють набагато пильніший контроль

за інститутами спільного інвестування порівняно з іншими емітентами.

З погляду інвестора поділ інвестиційних сертифікатів на іменні та на пред'явника аналогічний описаному вище поділу акцій. Можна зазначити, що найменш ризикованими є вкладання коштів у сертифікати відкритих фондів, які, по-перше, здійснюють їх викуп, а по-друге, перебувають під більш жорстким державним контролем.

Іншими поширеними фінансовими інструментами для продажу й перепродажу є векселі. **Вексель** – це письмове боргове зобов'язання встановленої форми, що дає його власнику (векселедержателю) право вимагати від боржника (векселедавця) сплати зазначеної у векселі суми грошей у вказаний строк.

Векселі мають такі ознаки, які відрізняють їх від інших цінних паперів:

1. Вони є грошовими документами, що засвідчують наявність відносин безумовної заборгованості.

2. Являють собою засіб кредитування, оскільки між датою виписки або виставлення векселя й датою погашення завжди є певний період, протягом якого існують відносини заборгованості. Погашення векселя означає виконання боржником своїх грошових зобов'язань і, отже, їх закінчення.

3. Векселі можуть бути предметом застави.

Обіг векселів у зарубіжних країнах регулюється Законом про вексель, що спирається на вексельне право. Процедура їх випуску дуже ліберальна й не потребує державної реєстрації (лише наявності права та дієздатності). Однак простота випуску векселя компенсується суворістю виконання його умов сторонами угоди.

Виокремлюють векселі двох типів: комерційні, тобто забезпечені товарним покриттям, які враховують комерційні банки, і банківські – прирительські (бронзові), що не мають товарного покриття, або фінансові векселі, які купують банки. Крім того, є державні векселі терміном на 3, 6 і 12 місяців, що не містять процентних купонів і реалізуються зі знижкою порівняно з номіналом, а викуповуються за повною номінальною вартістю, яку встановлено законодавством. Вивезення цих документів за рубіж заборонено.

Найбільш істотне значення для інвестора з позицій принципів відмінностей інвестиційних якостей векселів має поділ векселів на прості та переказні.

Простий вексель випишує й підписує боржник, переказний вексель (тратту) – кредитор (трасант). Переказний вексель є наказом боржнику (трасату) про сплату в зазначений строк певної суми грошей іншій особі (ремітенту). Передача векселя відбувається з допомогою індосаменту – спеціального передатного напису, який міститься на звороті формуляра. Індосамент не потребує нотаріального засвідчення. Він є підтвердженням володіння цим цінним папером. Особи, які поставили свої підписи на векселі, зокрема й індосанти, несуть за ним солідарну відповідальність.

Такий вексель містить наказ сплатити борг, що виходить від особи,

яка видала вексель, але це ще зобов'язання здійснити платіж з боку трасата. Тому переказний вексель має бути підтверджено ним (акцептовано). Акцепт – письмова згода на сплату вказаної у векселі суми, тобто прийняття зобов'язань за ним. Акцепт є одностороннім, безумовним та абстрактним зобов'язанням. На лицьовому боці формуляра векселя має міститися напис «згоден» або «прийнято до сплати».

Для підвищення надійності векселя в обігу на ньому ставиться також підпис спеціального поручителя (гаранта) – аваль, який може стосуватися як усієї суми боргу, так і її частин. У такий спосіб особа, що здійснила аваль (аваліст) бере на себе відповідальність за платіж, якщо трасат, трасант або індосант не може цього зробити.

Існують чіткі вимоги законодавства щодо авалю. На лицьовому боці формуляра векселя або на додатковому аркуші (алонжі) має бути напис «вважати авалем».

Досвід установавання вексельного обігу в постсоціалістичних країнах та активного функціонування в розвинених країнах охоплює такі можливі операції: облік, інкасація, авалювання, акцептування, векселів; позика під їхню заставу; форфейтингові операції з ними; випуск банком власних векселів; переоблік їх центральним банком.

Менш поширені в Україні казначейські зобов'язання держави, які розміщуються добровільно серед населення, засвідчують унесення їх власниками грошових коштів до бюджету та дають право на одержання фінансового доходу.

Їх зазвичай випускають терміном від 5 до 25 років. В Україні випускають такі види зобов'язань: довгострокові (від 5 до 10 років); середньострокові (від 1 до 5 років); короткострокові (до 1 року). Дохід від них сплачують у наступному після їх придбання році.

Кошти від реалізації казначейських зобов'язань спрямовують на покриття поточних видатків державного бюджету.

Україні доцільно звернутися до досвіду США, де практикується випуск казначейських паперів. Зобов'язання Казначейства США вважають першокласними, дуже надійними паперами. Тому інвестиційні, пенсійні фонди, комерційні банки та інші інститути зобов'язані тримати частину своїх активів саме в цих паперах. Крім того, папери Казначейства США – ідеальна застава при банківському кредитуванні (іноді краще взяти короткостроковий кредит у банку, заставивши 30-річні папери, ніж їх продавати).

Державні цінні папери США можуть купувати й нерезиденти, причому тут немає обмежень. Існують електронні брокери, що спеціалізуються на операціях з такими паперами. Знайти такого брокера українському інвестору допоможе банкір або спеціаліст фондового ринку. Комісійні за одну подібну угоду становлять не менш ніж 50 доларів США. При цьому угоди укладають на суму від 1 тис. доларів. Дохід за державними цінними паперами без перешкод репатріюють в Україну та включають в сукупний опо-

датковуваний дохід.

### 3.4. Похідні цінні папери

Похідні цінні папери (деривативи) відомі економістам ще з XIX ст. Однак називати їх похідними та широко використовувати стали з 70-х років XX ст. Об'єктивна причина цього – крах Бреттон-Вудської валютної системи на початку 70-х років і введення плаваючих валютних курсів, які призвели до різкого зростання невизначеності за прийняття ділових рішень, а це, у свою чергу, зумовило потребу у фінансових інструментах, які б дали змогу зменшити ризик за прийняття рішень.

Похідні фінансові активи за своєю суттю є контрактами на строк (їх ще називають строковими контрактами, або угодами). Цим вони відрізняються від інших угод. Ціна деривативу визначається залежно від цін активів, які становлять базу активу.

Отже, похідний фінансовий інструмент – це строкова угода, згідно з якою поставляється актив після закінчення певного терміну. Ринок строкових активів називають строковим, ціни на актив у строкових контрактах – цінами строкового ринку. Угоди, відповідно до яких актив поставляється негайно або протягом одного-двох робочих днів, називають касовими, або спотовими, ринок таких угод – касовим, або спотовим. Ціну активу, яка фігурує в спотових (касових) угодах, називають спотовою (касовою).

Оскільки поставка активу на строковому ринку пропонується через деякий тривалий період (через 1–6 місяців), то його учасники мають можливість продати контракт на поставку неіснуючого активу, тобто на строковому ринку можливості купити та продати рівноцінні й не залежать від того, є актив чи його немає. На спотовому ринку неможливо продати неіснуючий актив, оскільки перш ніж щось продати, потрібно це купити. Тому на строковому ринку продавцем може стати будь-який учасник, навіть якщо в нього немає того, що він продає.

Для позначення стану покупця або продавця на строковому ринку використовують відповідну термінологію. Коли учасник ринку купує контракт, то це означає відкриття або займання ним довгої позиції («встає в купівлю»), а коли продає – займає або відкриває коротку позицію («встає в продаж»). Отже, і купівля, і продаж на строковому ринку – це відкриття позиції. Закрити її можна за допомогою протилежної угоди. Якщо учасник відкрив коротку позицію (продаж контракту), він може її закрити відкриттям довгої позиції (купівля контракту). Угоду, з допомогою якої закривається відкрита позиція, називають офсетною.

Учасників строкових ринків поділяють на три категорії: хеджери, спекулянти й арбітражери.

**Хеджер** – це особа, яка страхує на строковому ринку свої фінансові активи або результати угод, укладених на спотовому ринку. Наприклад, учаснику ринку потрібно через три місяці купити валюту. Спостерігається

тенденція зростання її курсу. Курс валюти, який встановиться через три місяці, невідомий. Строковий ринок пропонує хеджеру низку інструментів, які дають йому змогу вже сьогодні зафіксувати курс валюти, яку він купить тільки через три місяці.

**Спекулянт** – особа, яка намагається отримати прибуток за рахунок змінення цін на строковому ринку. Спекулянт купує (продає) строкові контракти для того, щоб у майбутньому продати (купити) їх за привабливішою ціною. Так, якщо ціна контракту на строковому ринку зростає, то спекулянт буде намагатися відкрити довгу позицію, а потім закрити її проведенням офсетної угоди, вигравши на різниці цін строкових контрактів. Якщо внаслідок цього спекулянт здатний зазнати додаткового ризику за отримання доходу, то хеджер готовий заплатити за зменшення ризику можливих втрат.

**Арбітражер** – особа, яка отримує прибуток за рахунок одночасної купівлі-продажу одного й того самого активу на різних ринках. Дохід арбітражер одержує, якщо на цих ринках спостерігається різниця в цінах або порушуються паритетні відносини. Підстава для проведення арбітражу може виникнути раптово. Після нього вирівнюється різниця в цінах і ліквідується порушення паритетних відносин. Разом з тим зникає підстава для проведення арбітражних угод.

Якщо хеджер і спекулянт, укладаючи угоди, змінюють свій ризик (хеджери – знижують, спекулянти – підвищують), то арбітражні операції не пов'язані з ризиком.

**Ф'ючерс** – це угода, за якою одна сторона зобов'язується продати, а інша – купити цінні папери певного виду, у відомій кількості, за певною ціною та у встановлений строк у майбутньому.

Відповідно до ст. 1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» *ф'ючерсна операція* – це господарська операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає придбання (продаж) ф'ючерсної угоди, тобто зобов'язання придбати (продати) продукцію сезонного виробництва, цінні папери або валютні цінності в певний час у майбутньому за ціною, установленною в момент складання угоди. При цьому покупець (продавець) ф'ючерсної угоди може відмовитися від її виконання тільки за згоди іншої сторони.

Ф'ючерсний контракт можна укласти тільки у разі посередництва брокерської компанії, що є членом розрахункової палати біржі, якою гарантується його виконання. Після укладання угоди його реєструють у розрахунковій палаті, яка з цього моменту стає як для продавця, так і для покупця стороною угоди (для покупця вона є продавцем, а для продавця – покупцем). Оскільки ф'ючерсні контракти є стандартними й гарантованими розрахунковою палатою, то вони високоліквідні.

Оскільки біржа дає гарантії своїм членам із забезпечення угод, що укладаються на ній, то ці гарантії вона повинна чимось забезпечити. Тому учасники ф'ючерсного контракту за його укладання незалежно від позиції



повинні внести певну заставу у вигляді грошової суми – *початкової маржі*, яка надходить на спеціальний рахунок – *маржовий*.

Величину початкової маржі встановлює розрахункова палата (біржа), і ця величина може змінюватися залежно від її цілей. Під час визначення величини маржі враховують такі чинники:

- максимальні відхилення ціни активу, що лежить в основі контракту, за минулі періоди;
- можливість спеціального зниження початкової маржі, якщо біржа бажає залучити учасників на ринок цього контракту.

Біржа встановлює також і *мінімальну величину* початкової маржі. Залишок на маржовому рахунку клієнта не може бути меншим за мінімальну величину початкової маржі.

Кількість грошей, які є на маржовому рахунку, визначається кількістю позицій, які може відкрити учасник ф'ючерських торгів. Наприклад, якщо на його маржовому рахунку є 1000 грн, а мінімальний розмір початкової маржі становить 10 грн, то учасник може відкрити 100 позицій (будь-яких) за ф'ючерсами.

При зменшенні залишку на рахунку до мінімальної величини маржі (з урахуванням відкритих позицій) розрахункова палата вимагає від учасника поповнення маржового рахунку. В іншому разі його проводять за рахунок гарантійного внеску.

Гарантійний внесок робить учасник торгів у разі укладання договору з розрахунковою палатою, а його величину й форму оплати встановлює біржа.

Ціну, за якою укладається ф'ючерський контракт, називають ф'ючерсною. Вона є котирувальною величиною, що змінюється за конкретним контрактом від сесії до сесії та в її період.

За результатами кожної торгової сесії розраховують ф'ючерсну ціну закриття (за останніми перед закриттям угодами) та середню ф'ючерсну ціну. Ці ціни використовує розрахункова палата щодня для перерахунку за ф'ючерськими угодами.

Суму, яка внаслідок зміни розрахункової ціни ф'ючерсного контракту вирається або програється учасниками угоди та розраховується щодня, називають варіаційною маржею. Варіаційна маржа за позицією, що є відкритою під час торгової сесії й залишається відкритою після її закінчення, визначають так:

$$BM_1 = B_m - B_3,$$

де  $B_m$  – вартість контракту за розрахунковою ціною цієї торгової сесії;  $B_3$  – вартість контракту в момент закриття позиції.

Варіаційну маржу за позицією, яка є відкритою в одну з попередніх сесій і залишається відкритою в цій торговій сесії, розраховують за формулою

$$BM_2 = B_m - B_n,$$

де  $B_n$  – вартість контракту за розрахунковою ціною попередньої торгової сесії.

Варіаційну маржу за позицією, яка є відкритою в одну з попередніх сесій і закритою в цій торговій сесії укладанням контракту з протилежною позицією, розраховують так:

$$BM_3 = B_{nn} - B_n,$$

де  $B_{nn}$  – вартість контракту, укладеного з протилежною позицією.

Якщо  $BM > 0$ , то її списують з рахунка фірми-продавця й зараховують на субрахунок фірми-покупця, а якщо  $BM < 0$ , то навпаки.

Обидві сторони, укладаючи ф'ючерсний контракт, очікують, що ціна на певні цінні папери в майбутньому зміниться.

Особливість такого контракту полягає в тому, що сторони зобов'язані виконати його умови, тобто, якщо в день виконання контракту поточна ціна буде нижчою, ніж ціна поставки, покупець не має права відмовитися від своїх зобов'язань за контрактом і мусить заплатити за цінні папери визначену в контракті суму. Продавець також не має права відмовитись від виконання своїх зобов'язань за контрактом, навіть якщо продає цінні папери за ціною, менш вигідною порівняно з поточною.

Отже, результат для кожної сторони може бути позитивним або негативним. Покупець мріє про те, щоб ціна на товар зросла, а продавець не хоче зазнати збитків, якщо вона раптом знизиться. Покупець сподівається виграти на коливаннях цін, а продавець – застрахуватися від них. Якісні відмінності їхніх позицій і є підставою для укладання між ними ф'ючерсної угоди.

**Опціон** – це фінансовий інструмент (контракт), що не вважається обов'язковим, тобто інвестор може виконувати цю строкову угоду або ні. Це право (зумовлене сплатою певної суми премії) купити або продати фінансовий інструмент упродовж деякого періоду часу за встановленою ціною.

Відповідно до пункту 1.27 ст. 1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» операція з опціоном – господарська операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає продаж (купівлю) опціону, тобто права придбати (продати) продукцію сезонного виробництва, цінні папери або валютні цінності в будь-який момент протягом певного часу з фіксацією ціни реалізації на день укладання (придбання) опціону.

Опціон на акції, наприклад, укладається між двома інвесторами, один з яких виписує його, а інший купує та одержує право в період обумовленого строку або купити за фіксованою ціною певну кількість акцій в особи, яка виписала опціон на купівлю, або продати їх особі, яка виписала опціон на продаж. Особливість опціону в тому, що в угоді купівлі-продажу об'єктом є не форма власності, тобто акція, а право на її придбання.

Покупець опціону за придбане ним право вибору сплачує продавцю винагороду – опціонну премію – і виконує або не виконує опціонний контракт залежно від рішення, прийнятого покупцем. Опціон виконується за ці-

ною активу, зафіксованою в момент укладання контракту, яка є ціною виконання (ціною страйк).

За строками виконання розрізняють два види опціонних контрактів: американський та європейський. Американський опціон може бути виконаний у будь-який день до строку закінчення контракту, європейський – лише в день виконання контракту.

Розрізняють також два види опціонів: опціон покупця – кол і опціон продавця – пут.

За опціоном кол власник контракту отримує право, але не обов'язок, на придбання вказаних у ньому цінних паперів (ф'ючерсних контрактів), починаючи від моменту придбання цього контракту й закінчуючи датою його виконання, за ціною, визначеною в ньому.

За опціоном пут власник цього контракту отримує право, але не обов'язок, на продаж вказаних у ньому цінних паперів, починаючи від моменту придбання опціонного контракту й закінчуючи датою його виконання, за ціною, визначеною в ньому.

Інвестор, який купує опціон покупця або продавця, є «власником» опціону, друга сторона за опціонним контрактом – його «автором».

Слід особливо підкреслити, що «власник» опціону купує право придбати або продати певний пакет цінних паперів, вказаний в опціонному контракті, а «автор» має продати або купити цей пакет у нього. Це означає, що «власник» опціону може відмовитись від свого права, тоді як «автор» повинен дотримуватися зобов'язання. У цьому полягає основна різниця між ф'ючерсними й опціонними контрактами. За ф'ючерсом обидві сторони мають обов'язки та не можуть від них відмовитися.

Покупець опціону кол за укладання контракту розраховує на підвищення ринкової ціни активу. Його потенційний дохід при цьому необмежений, а потенційні збитки залежать від розміру опціонної премії. Покупець опціону пут сподівається, що після укладення контракту ринкова ціна на актив знизиться. Його потенційний дохід необмежений, а збитки залежать від розміру опціонної премії.

Для продавців опціонів кол (пут) графіки функції доходу напрямлені в протилежні боки. Продавці опціонів мають потенційно необмежені збитки й обмежений розміром премії дохід.

#### **4. ВИЗНАЧЕННЯ КУРСОВОЇ ВАРТОСТІ Й ДОХІДНОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Вартість цінних паперів, як і будь-яких інших товарів за умов ринку, визначається попитом і пропозицією на них. Котирування цінних паперів на біржі дає змогу визначити їхню ринкову ціну. Однак перш ніж прийняти рішення про доцільність або недоцільність придбання тих чи інших паперів, слід обчислити суму доходів і ціну, за якою їх реалізують.

Інвестор купує цінний папір, щоб отримати дохід за ним, тому для

відповіді на запитання, скільки має коштувати той чи інший цінний папір, потрібно визначити дисконтовану вартість усіх доходів.

Курсову вартість цінних паперів визначають за такими чинниками:

1. Доходи від цінних паперів.
2. Темпи зміни доходів.
3. Рівень ризику або невпевненість щодо доходів.

З них найбільш невизначеним чинником є останній, особливо за умов нестабільності економіки. Під час оцінювання вартості цінних паперів рівень ризику враховують при встановленні дисконтної процентної ставки. Слід пам'ятати, що чим більший ризик, тим невизначенішими є доходи й тим вища процентна ставка.

Теоретичним підходом для визначення курсової вартості цінних паперів є розрахунок теперішньої вартості всіх майбутніх надходжень за ними.

Алгоритм розрахунку курсової вартості такий:

1. Визначають потік доходів, що очікується за цінним папером.
2. Знаходять дисконтовану (теперішню) вартість величини кожного платежу за папером.
3. Дисконтовані вартості додають. Отримана сума і є курсовою вартістю цінного папера.

Оцінювання ефективності фінансових інструментів здійснюють зіставленням обсягу інвестиційних витрат і суми грошових потоків. Основу грошового потоку за фінансовими інструментами становлять суми періодично виплачених за ними процентів (на внески в статутні фонди, на депозитні вклади, за облігаціями та іншими борговими цінними паперами) і дивідендів (за акціями й іншими пайовими цінними паперами).

#### 4.1. Оцінювання вартості й дохідності акцій

Моделі оцінювання вартості акцій базуються на використанні таких показників:

1. Вид акції – проста або привілейована.
2. Сума дивідендів, яка очікується в конкретному періоді.
3. Очікувана курсова вартість акції наприкінці періоду її реалізації (за використання акції впродовж раніше визначеного періоду).
4. Очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма дохідності) за акціями.
5. Кількість періодів використання акції.

**Оцінювання поточної вартості привілейованих акцій** пов'язано зі зведенням доходів (фіксованих дивідендів) до поточної ринкової вартості, яку можна визначити за формулою

$$P_a = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+r)^t} \Rightarrow \left[ \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \times D \right] = \frac{D}{r}, \quad (1)$$

де  $D$  – річна сума постійних дивідендів;  $r$  – норма дохідності акцій подібно-

го класу ризику (десятковий дріб).

Таким чином, найпростішим варіантом оцінювання поточної вартості привілейованих акцій є співвідношення величини дивідендів і ринкової норми дохідності за акціями подібного класу ризику.

Для спеціалістів фондового ринку важливою задачею є визначення вартості простих акцій, оскільки вони не мають гарантованого рівня доходів. Як відомо, доходами за акціями є дивіденди та капітальний приріст вартості акцій. Майбутні грошові потоки за простими акціями можуть складатися із суми нарахованих дивідендів, якщо акції використовуватимуться протягом невизначеного періоду часу, або із суми нарахованих дивідендів і прогнозованої вартості реалізації фондового інструменту, якщо акції використовуватимуться протягом заздалегідь обумовленого періоду часу.

У разі оцінювання поточної вартості **простих акцій** використовують такі три варіанти прогнозування динаміки дивідендів:

- а) дивіденди не змінюються – темп приросту дорівнює нулю;
- б) дивіденди зростають з постійним темпом приросту;
- в) дивіденди зростають зі змінним темпом приросту.

За умови *постійних виплат дивідендів* поточна ринкова вартість простих акцій визначається так само, як і привілейованих акцій.

Для розрахунку поточної вартості акцій з постійним приростом дивідендів використовують так звану модель Гордона

$$P_a = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r - g}, \quad (2)$$

де  $g$  – річний темп приросту дивідендів (десятковий дріб),  $g = \text{const}$ ;  $D_0$  – дивіденди, сплачені компанією протягом року.

У разі змінного темпу приросту дивідендів ( $g \neq \text{const}$ ) поточну вартість акцій розраховують за формулою

$$P_a = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i}, \quad (3)$$

де  $D_i$  – обсяг дивідендів, які інвестор прогнозує отримати в  $i$ -му періоді.

Інвестори не завжди мають у своєму портфелі постійні обсяги і види певних фінансових інструментів; під впливом цілей інвестування відбувається зміна цінних паперів. Коли інвестор заздалегідь прогнозує термін використання певних акцій, їхню поточну ринкову вартість можна оцінити за формулою

$$P_a = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_r}{(1+r)^n}, \quad (4)$$

де  $D_t$  – обсяг дивідендів, які інвестор прогнозує отримати у  $t$ -му періоді;  $P_r$  – прогнозна вартість реалізації акцій у кінці періоду її використання;  $n$  – кількість періодів використання акції.

Для визначення вартості акцій застосовують і модифіковану модель, яка враховує прибуток підприємства й напрями його використання:

$$P_a = \frac{I \cdot (1 - b)}{r - b \cdot k}, \quad (5)$$

де  $I$  – очікуваний прибуток наступного року;  $b$  – частка прибутку, спрямованого на інвестування;  $r$  – норма дохідності акцій цього типу (десятковий дріб);  $k$  – дохідність вкладень у розвиток фірми (десятковий дріб).

Дохідність характеризує рівень доходу, який генерується фінансовим активом на одиницю інвестованих у певний актив коштів. Як доходи за фінансовими інструментами можуть бути дивіденди, проценти, приріст капіталізованої вартості. Аналізуючи фінансові інвестиції, можна розрахувати очікувану й фактичну дохідність. Для інвестора в процесі прийняття рішення про доцільність вкладень важливим є розрахунок очікуваної дохідності на основі прогнозних даних.

Для аналізу ефективності операцій з акціями використовують такі показники: ставку дивіденду, поточну ринкову дохідність, поточну дохідність акції для інвестора, сукупну (повну) дохідність.

Ставку дивіденду обчислюють за формулою

$$D_d = \frac{D}{N} \times 100\%, \quad (6)$$

де  $D$  – очікувані річні дивіденди, грн;  $N$  – номінальна вартість, грн.

Поточну ринкову дохідність визначають співвідношенням обсягів річних дивідендів і поточної ринкової вартості акції:

$$D_p = \frac{D}{P_a} \times 100\%, \quad (7)$$

де  $P_a$  – поточна ринкова вартість акції, грн.

Поточну дохідність акцій для інвестора – рендит – розраховують як співвідношення обсягу річних дивідендів і вартості придбання акції:

$$D_{\pi} = \frac{D}{P_{\text{куп}}} \times 100\%. \quad (8)$$

У разі прийняття рішення про доцільність придбання акції на основі рівня поточної дохідності інвестор зазвичай прогнозує довгострокові інвестиції в цей фінансовий актив. Тому сукупна дохідність у цьому разі збігається з поточною дивідендною дохідністю.

При купівлі акцій з метою перепродажу через деякий час ураховують дивідендну і капіталізовану дохідність. Отже, сукупну (повну) дохідність можна визначити за формулою

$$D_{\text{сук}} = \frac{\sum_{i=1}^t D_i + (P_t - P_0)}{P_0} \times 100\%, \quad (9)$$

де  $D_i$  – річні дивіденди, які виплачують у  $i$ -му році;  $P_t$  – ринкова вартість акцій у  $t$ -му році;  $P_0$  – вартість придбання акцій.

Середньорічну сукупну дохідність (кінцеву дохідність) за акціями обчислюють за формулою

$$D_{\text{річ}} = \frac{\sum_{i=1}^t D_i + (P_t - P_0)}{P_0 \cdot T} \times 100\%. \quad (10)$$

Середньорічну сукупну дохідність (кінцеву) за короткостроковими операціями можна розрахувати таким чином:

$$D_{\text{к}} = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \times \frac{365}{T} \times 100\%, \quad (11)$$

де  $P_1$  – вартість акції на момент продажу;  $T$  – кількість днів володіння акцією. Так розраховують дохідність усіх пайових фінансових інструментів.

#### 4.2. Визначення вартості й оцінювання ефективності операцій з облігаціями і депозитними сертифікатами

Суть оцінювання вартості облігації полягає в тому, що протягом періоду обігу облігації її власник має отримати ту саму суму, яку він уклав в облігацію, купуючи її. Проте сукупність платежів, які має отримати власник облігацій, розтягнуто у часі, і відповідно всі майбутні платежі необхідно звести до теперішньої вартості (моменту часу, на який здійснюється оцінювання) шляхом дисконтування.

Сума майбутніх грошових потоків за купонними облігаціями складається з процентів за фінансовим активом і ціни облігації на момент погашення. Під час оцінювання вартості купонної облігації враховують такі показники: номінальну вартість, процентну ставку, строк до погашення, умови виплати процентів (періодичність виплат). Отже, поточну ринкову вартість купонних облігацій за умови, що протягом строку обігу облігації здійснюються періодичні виплати процентів, а в кінці строку виплачується номінал, розраховують за формулою

$$P_{\text{обл}} = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n} = C \cdot PVA_{r,n} + N \cdot PV_{r,n}, \quad (12)$$

де  $C$  – річні купонні виплати;  $N$  – номінальна вартість облігації;  $r$  – ринкова процентна ставка в  $n$ -му періоді (дохідність в альтернативному секторі);  $t$  – кількість періодів, протягом яких здійснюють купонні виплати.

Ця формула є базовою математичною моделлю оцінювання грошової вартості процентних облігацій.

Дохідність до погашення (ставка дисконту) – це дохідність у розрахунку на рік, яку забезпечить собі інвестор, якщо, купивши облігацію, він буде тримати її до погашення.

Найважливішим моментом при розрахунку вартості облігації є визначення ставки дисконтування  $r$ , яка має відповідати рівню ризику інвестицій. На практиці її можна взяти, наприклад, з котирувань, у брокерських компаній за облігаціями з подібними характеристиками. Можна спробувати визначити її аналітично, розклавши ставку на частини, а також за такою

формулою:

$$r = r_f + 1 + i + r_e,$$

де  $r_f$  – ставка без ризику, тобто ставка за інвестиціями, для яких немає ризику; нею вважають дохідність за державними цінними паперами для відповідних строків погашення; 1 – премія за ліквідність;  $i$  – темп інфляції;  $r_e$  – реальна ставка процента.

У разі виплати суми купона за облігаціями частіше, ніж один раз на рік, формула (12) набуває вигляду

$$P_{\text{обл}} = \sum_{i=1}^{n \cdot k} \frac{C/k}{(1+r/k)^i} + \frac{N}{(1+r/k)^{n \cdot k}}, \quad (13)$$

де  $k$  – періодичність виплати процентів протягом року.

Якщо всю суму процентів виплачують під час погашення облігації, формула (12) має вигляд

$$P_{\text{обл.к}} = \frac{N + C_k}{(1+r)^n}, \quad (14)$$

де  $C_k$  – сума процентів за облігацією, яку буде нараховано під час її погашення за відповідною ставкою.

Для **облігацій з нульовим купоном (дисконтних)** поточну ринкову вартість визначають за формулою

$$P_{\text{обл.д}} = \frac{N}{(1+r)^n} = N \cdot PV_{r,n}, \quad (15)$$

де  $n$  – кількість років, через які відбудеться погашення облігації.

Якщо строк обігу дисконтних облігацій менший від одного року, то поточну ринкову вартість облігації розраховують за формулою

$$P_{\text{обл.д.к}} = \frac{N}{\left(1 + \frac{r \cdot T}{365}\right)}, \quad (16)$$

де  $T$  – кількість днів до погашення облігації.

За безстроковими облігаціями передбачено невизначено тривалий період виплати доходів (купона). У разі фіксованого розміру купона протягом усього строку обігу облігації поточна ринкова вартість фактично є сумою членів нескінченно спадної геометричної прогресії, яку обчислюють за формулою

$$P_{\text{обл.б}} = \frac{C}{r}. \quad (17)$$

Для оцінювання ефективності вкладень в облігації використовують такі показники: купонну, поточну і повну дохідність.

1. Купонна ставка ( $D_c$ ), яку установлюють у разі емісії облігації, визначають відносно номіналу, показує, який процент доходу нараховується щорічно власникові облігації. Купонну ставку визначають за формулою



$$D_c = \frac{C}{N} \times 100\%, \quad (18)$$

де  $C$  – річний купонний дохід, грош. од.

Зазвичай цей показник не розраховують, а встановлюють згідно з умовами випуску.

**2. Поточна дохідність** визначає процент доходу, який щорічно отримує власник облігації на інвестований капітал. Її розраховують як процентне співвідношення між річним купонним доходом від облігації і тією ціною, за якою інвестор її придбав.

Слід розрізнати дохідність, яку наводять у біржових зведеннях, і дохідність для певного інвестора: у першому випадку знаменником є поточна вартість цінного папера, в другому – ціна, за якою інвестор купив облігацію. Отже, поточну дохідність можна визначити за формулою

$$D_{\Pi} = \frac{C}{P_{\text{обл}}} \times 100\%, \quad (19)$$

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

Проте показник поточної дохідності не можна використовувати як загальний критерій визначення доцільності інвестицій у ці облігації, тому прийнятнішим є аналіз показника повної дохідності облігації.

**3. Дохідність до дати погашення** (кінцева дохідність облігації) характеризує не тільки поточний дохід за облігацією, а й вигреш (збиток), який отримує інвестор, погашаючи облігацію за ціною, вищою або нижчою за ціну купівлі. Повну дохідність розраховують за формулою

$$D_k = \frac{(P_1 - P_0) / n + C}{P_0} \times 100\%, \quad (20)$$

де  $P_1$  – вартість реалізації (номінал) облігації;  $P_0$  – ціна купівлі облігації (поточна вартість на момент оцінювання);  $n$  – кількість років обігу облігації.

Формула для розрахунку **очікуваної поточної дохідності** за облігаціями з виплатою всієї суми процентів під час погашення впливає з рівняння (14):

$$D_{\text{обл.к}} = \left( \frac{N + C_k}{P_{\text{обл.к}}} \right)^{1/n} - 1. \quad (21)$$

### 4.3. Визначення курсової вартості й дохідності банківських сертифікатів і векселів

У разі погашення **банківського сертифіката** інвестор отримає суму нарахованих процентів, яку визначають за такою формулою:

$$I = N \frac{C_{\%} \cdot t}{365},$$

де  $N$  – номінал сертифіката;  $I$  – сума нарахованих процентів;  $C_{\%}$  – купон-

ний процент;  $t$  – час, на який випущено сертифікат.

При погашенні сертифіката інвестору також повернуть суму номіналу папера.

Загальну суму, яку отримає вкладник за погашення сертифіката, можна визначити за такою формулою:

$$S = N \left( 1 + \frac{C_{\%} \cdot t}{365} \right).$$

**Вартість сертифіката** ( $P$ ) обчислюють таким чином:

$$P = \frac{N(1 + C_{\%} \cdot t_s / 365)}{1 + r(t_s / 365)},$$

де  $t_s$  – кількість днів з моменту купівлі до погашення сертифіката;  $r$  – дохідність, яку бажав би забезпечити собі інвестор.

**Дохідність сертифіката** обчислюють за формулою

$$r = \left[ \frac{N}{P} \left( 1 + \frac{C_{\%} \cdot t}{365} \right) - 1 \right] \frac{365}{t_s}.$$

**Дисконтні векселі** котируються на основі ставки дисконту. Вона свідчить про величину знижки, яку продавець надає покупцю. Ставку дисконту ( $D$ ) вказують в процентах до номіналу векселя як простий процент у розрахунку на рік. Її можна перерахувати в гривневий еквівалент за допомогою такої формули:

$$D = N \frac{dt}{360},$$

де  $N$  – номінал векселя;  $d$  – ставка дисконту;  $t$  – кількість днів від моменту придбання векселя до його погашення.

Ставку дисконту розраховують так:

$$d = \frac{D}{N} \cdot \frac{360}{t}.$$

**Ціну векселя** ( $P$ ) можна визначити, вирахувавши з номіналу розмір знижки:

$$P = N - D.$$

Якщо ставка дисконту відома, то ціну обчислюють за такою формулою:

$$P = N \left( 1 + \frac{dt}{360} \right).$$

Якщо інвестор визначив для себе значення дохідності, яку б він хотів забезпечити за векселем, то ціну папера можна обчислити так:

$$P = \frac{N}{1 + r(t/360)},$$

де  $r$  – дохідність, яку має намір забезпечити собі інвестор.

Якщо вкладник порівнює інвестиції у вексель з іншими паперами, для яких фінансовий рік дорівнює 365 дням, то у формулу в знаменник слід поставити число 365.

Ставка дисконту є характеристикою **дохідності векселя**, яка, однак, не дає змоги безпосередньо порівнювати її з дохідністю інших цінних паперів. Це відбувається тому, що, по-перше, ставку дисконту розраховують на базі 360 днів, і, по-друге, під час визначення знижку ділять на номінал (тоді як реально покупець інвестує меншу суму, а саме ціну). Ці обставини занижують дохідність векселя. Тому потрібно визначити формулу для перерахунку ставки дисконту й дохідності на базі 365 днів з урахуванням ціни. Її можна знайти з такого рівняння:

$$\frac{N}{1 + r(t/365)} = N \left( 1 + \frac{dt}{360} \right),$$

де  $r$  – еквівалентна ставка дохідності.

Тоді

$$r = \frac{365d}{360 - dt}.$$

Еквівалентну ставку також можна визначити з формули ціни векселя, якщо вважати, що фінансовий рік становить 365 днів:

$$r = \left( \frac{N}{P} - 1 \right) \frac{365}{t}.$$

За **процентним векселем** нараховують проценти за ставкою, яку вказано у векселі. Їхню суму можна визначити за такою формулою:

$$I = N \frac{C_{\%} \cdot t_s}{360},$$

де  $N$  – номінал векселя, або сертифіката;  $C_{\%}$  – процентна ставка, яку нараховують за векселем;  $t_s$  – кількість днів від початку нарахування процента до його погашення.

## 5. ІНВЕСТИЦІЙНА СТРАТЕГІЯ І РИЗИКИ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ІНВЕСТУВАННЯ

### 5.1. Цілі інвестиційної стратегії

Процес інвестування можна реалізувати різними способами з використанням великої кількості інвестиційних інструментів. Інвестиційний процес починається з формулювання цілей інвестування, що передбачає деяку попередню роботу. Так, потрібно оцінити наявні вільні ресурси, які мають правити за інвестиційний капітал, зібрати достатню інформацію про доступні інвестиційні ресурси, оцінити економічну кон'юнктуру та прогнози на майбутнє тощо. На цьому етапі вкладник з тим чи іншим ступенем точності визначає свій *інвестиційний горизонт*, тобто проміжок часу, на який поширюється його стратегія та стосовно якого він оцінює результати інвестиційного процесу. Без визначання інвестиційного горизонту неможливо сформулювати більш-менш чітку стратегію і, що найголовніше, оцінити в

майбутньому її результати. Величина часового горизонту визначається як цілями інвестора, так і його спроможністю прогнозувати майбутній стан справ, наприклад ціни на різні інвестиційні активи. Інвестиційний горизонт може бути невеликим, якщо вкладник орієнтується на отримання короткострокового доходу. У спекулянта це може бути день чи навіть година, у типового інвестора – рік, кілька років або десятиліть.

Формулювання цілей та визначення інвестиційних ресурсів і горизонту – перший етап інвестування. Наступним є *інвестиційний аналіз*. Він полягає в попередньому відборі інвестиційних активів, які вкладник вважає гідними своєї уваги. Так, на сучасному ринку цінних паперів є десятки тисяч різноманітних облігацій та акцій. Первинний відбір базується на фінансовому стані інвестора (його доходи, багатстві), на його обізнаності про ті або інші цінні папери, різні аспекти оподаткування, пов'язані з ними, тощо. Зробивши такий відбір, вкладник звужує різноманітність інвестиційного ринку до осяжної кількості активів, які він здатний оцінити, порівняти та з якими можна здійснювати операції купівлі-продажу.

Після первинного відбору інвестор повинен ретельно проаналізувати всі інвестиційні якості цінних активів. Ідеться, передусім, про дохідність та ризик.

З урахуванням головної мети будують систему конкретних *цілей формування інвестиційного портфеля*. Основні з них такі:

- забезпечення високого рівня інвестиційного доходу в поточному періоді;
- забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу на тривалу перспективу;
- мінімізація інвестиційних ризиків;
- забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля;
- забезпечення максимального ефекту «податкового бар'єра» в процесі фінансового інвестування.

Одні вкладники прагнуть отримати доходи у формі дивідендів і процентів, інші – збільшити капітал. Незважаючи на це, деякі цілі розглядають як базові для інвестиційної програми для встановлення відношення ризику до доходу інвестора.

**Дохідність.** Являє собою можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з курсової різниці та дивідендів або процентів за цінними паперами.

Основним показником під час визначення дохідності тих або інших цінних паперів є ставка дивіденду компанії (яку визначають як відношення чистого прибутку акціонерного товариства (у процентах)). Її порівнюють із середньою процентною ставкою за довгостроковими вкладеннями населення та депозитами підприємств. Коли відношення цих показників менше за одиницю, то дохідність таких цінних паперів буде недостатньою.

Дохідність за певний період часу визначають як відношення загальної суми доходу, який складається з дивіденду або процента та курсової різниці, до ціни придбання цього цінного папера.

**Зростання капіталу.** Зазвичай зростання капіталу є бажаною метою управління портфелем. Дія цього чинника приводить до того, що вартість початкових інвестицій із часом зростає. За деяким винятком ринковий курс усіх видів акцій може збільшуватись. Головна відмінність полягає в темпах, з якими зростає курс для різних інвестицій.

Приріст капіталу необхідний, щоб зробити привабливішими для інвестора довгострокові цінні папери, зберегти купівельну силу та надати гнучкості управлінню.

**Безпека капіталу.** Першочергову увагу слід надати безпеці капіталу – збереженню його величини для одержання майбутніх доходів. Безпека капіталу означає дещо більше, ніж звичайне збереження обсягу капіталу. Вона передбачає захист купівельної сили фінансових інструментів. Ризик зменшення купівельної сили є інфляційним.

Захист інвестора здійснює держава за допомогою правового регулювання функціонування ринку цінних паперів. Наприклад, закони України забороняють випуск цінних паперів емітентом для покриття збитків від господарської діяльності.

Оцінку ризику різних видів та окремих випусків цінних паперів у країнах з розвинутим інвестиційним ринком дають спеціалізовані агенції, які наприклад, присвоюють паперам рейтинги, дають змогу робити висновки про ймовірність своєчасного погашення зобов'язань.

Інвестори зазвичай обмежуються придбанням цінних паперів інвестиційного рівня. Тому кредитний ризик не є головною проблемою під час купівлі, наприклад, облігацій (укладення в державні та муніципальні папери практично вільні від ризику).

Водночас потрібно підкреслити, що папери нижчої якості приносять вищий дохід. Тому в періоди економічного спаду, коли можливості видачі кредитів скорочуються, можна придбати папери менш солідних фірм, які приносять більший дохід.

**Стабільність доходу.** У разі придбання фінансових інструментів інвестор повинен намагатися досягти стабільності доходу. Дохід, отриманий у формі дивідендів і процентів, більш цінний, ніж обіцяний у майбутньому. Стабільність доходу дає інвестору змогу більш точно планувати свою стратегію, коли метою є реінвестиції або витрати. Вона цінніша, ніж нестабільний або невизначений дохід.

**Ліквідність.** Ліквідність бажана при створенні портфеля, оскільки вона дає інвестору змогу не лише швидко продавати цінні папери, а й не втрачати в ціні в певних ситуаціях.

Деякі вчені не відокремлюють ліквідність як певну інвестиційну мету. Проте вона багато в чому залежить від інших головних ознак інвестування. Так, наприклад, наявність високого рівня якої-небудь з названих інвестиційних якостей робить цінний папір привабливим для окремого кола інвесторів і, як наслідок, відносно ліквідним.

У табл. 5.1 наведено типи цінних паперів у порядку відповідності їх

цілям, які ставлять перед собою інвестори. Як видно з таблиці, жоден цінний папір не об'єднує в собі одразу всіх цілей.

Таблиця 5.1

Цінні папери та їхні інвестиційні якості

Дохідність за стійкістю	Безпека вкладень	Зростання	Ліквідність	Дохідність за розмірами доходів
Державні цінні папери, коротко-строкові облігації, довгострокові облігації, привілейовані акції, прості акції	Державні цінні папери, коротко-строкові облігації, довгострокові облігації, привілейовані акції, прості акції	Прості акції, привілейовані акції, довгострокові облігації, короткострокові облігації, державні цінні папери	Державні цінні папери, коротко-строкові облігації, прості акції, довгострокові облігації, привілейовані акції	Прості акції, привілейовані акції, довгострокові облігації, короткострокові облігації, державні цінні папери

Працюючи на ринку цінних паперів, інвестор повинен додержуватися принципу диверсифікації вкладів. Якщо вкладник його дотримується, то він обов'язково пов'язаний із сукупністю належних йому фінансових активів різних видів, яку називають **інвестиційним портфелем**.

**Мета диверсифікації** портфеля – зменшити ризик втрати капіталу та доходу. Оскільки ніхто не може передбачити майбутнє, більшість інвесторів диверсифікує свої портфелі різними способами (купують облігації замість акцій; вибирають різні строки погашення; різні галузі промисловості, компанії, країни; неоднаковий час зберігання; нерухоме майно тощо).

Перелічені конкретні цілі формування інвестиційного портфеля є досить альтернативними. Забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі значною мірою досягається за рахунок істотного зниження рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді (і навпаки). Темпи приросту інвестованого капіталу й рівень формування поточного інвестиційного доходу знаходяться у прямій залежності від ступеня інвестиційних ризиків. Забезпечення необхідної ліквідності портфеля може перешкоджати включенню в нього фінансових інструментів як з низьким, так і з високим ризиками.

Основною метою будь-якого інвестора буде оптимальний варіант формування портфеля різних цінних паперів. За досягнутою відповідністю цілям інвестування портфелі класифікують на збалансовані й незбалансовані. Портфель, який відповідає цілям інвестора, вважається **збалансованим**. Під час його формування було досягнуто компромісу між інвестиційними якостями цінних паперів. **Незбалансований портфель** характеризується невідповідністю складу фінансових інструментів інвестування поставленим цілям формування.

Стратегічне управління інвестиціями в цінні папери передбачає виконання таких функцій:

1. Оцінювання інвестиційної привабливості цінних паперів.

2. Розроблення рейтингів, прогнозування стану ринку в цілому, а також його сегментів у галузевому й регіональному масштабах.

3. Аналіз ринку альтернативних вкладень.

4. Аналіз ринкового середовища, сильних і слабких сторін основних конкурентів, їхньої частки на ринку.

5. Пошук нових можливостей, аналіз потреб потенційних клієнтів.

6. Динамічне відстежування кон'юнктури ринку.

З огляду на специфіку роботи інвесторів на ринку цінних паперів і практику стратегічного управління цілі інвесторів можна подати так, як це показано в табл. 5.2.

Таблиця 5.2

### Стратегії інвестування в цінні папери

Мета стратегічного інвестора	Мета портфельного інвестора
Збереження й перерозподіл власності придбанням контрольних паперів акцій	Захист приватних інвестицій від інфляційних процесів
Участь в управлінні підприємством завдяки придбанню крупних або блокуючих пакетів	Збереження або приріст капіталу інвестора
Забезпечення доступу до дефіцитних видів продукції (послуг)	Отримання регулярного й постійного доходів

**Стратегічні інвестори** ставлять за мету отримання можливості впливу на функціонування акціонерного товариства, а не прибутку від володіння акціями.

Для **портфельного інвестора** характерним є те, що він незацікавлений у непрямих доходах (а лише в можливостях одержання дивідендів або процентів і зростання ринкової вартості цінних паперів); не має орієнтації на довгострокове володіння цінними паперами; належні йому акції не дають можливості мати сильні позиції в системі влади акціонерного товариства.

Відповідно до того, наскільки інвестори бажають наражати свій капітал на ризик, їх поділяють на три типи. Кожному з них притаманні певні риси й відповідна поведінка на ринку. Усі типи характеризуються набором цілей, які ставить інвестор при вкладанні коштів, і принципом добору цінних паперів для інвестування.

**Консервативні інвестори.** Головне завдання консервативного інвестора – це надійність вкладень, зведення ризику до мінімуму. При цьому віддача вкладених коштів може бути мінімальною. Серед усіх видів цінних паперів він віддає перевагу акціям відомих фірм, облігаціям, державним цінним паперам, банківським депозитним сертифікатам. Портфель, що складається з таких інструментів, є **консервативним**.

**Агресивні інвестори.** Такі інвестори намагаються отримати максимальні доходи. У своїй інвестиційній тактиці агресори передбачають перспективне зростання курсу цінних паперів і формують **портфель зростання**, що складається з об'єктів інвестування з великим ризиком. У

формуванні портфеля перевага віддається спекулятивним акціям, акціям зростання, опціонам, вкладанням коштів у взаємні фонди.

**Помірковані інвестори.** Інвестори такого типу отримують середні доходи при середніх ризиках. Можна вважати, що це проміжний тип між консерваторами й агресорами. Тактика поміркованого інвестора має менш спекулятивний характер порівняно з агресивним інвестором. Він формує *портфель доходу*, який містить такі акції: з високими дивідендами, привілейовані, з високим рейтингом, з «блакитними корінцями».

На вибір стратегії дуже впливає тип управління – пасивний або активний.

**Пасивне управління** характерне для консервативних і помірковано-агресивних інвесторів. Воно передбачає створення добре диверсифікованих портфелів цінних паперів, для яких можна з високою точністю розрахувати дохідність, ризик і ліквідність. Головними цілями при пасивному управлінні є захист вкладень від інфляції й отримання гарантованого доходу при мінімальному рівні ризику й низьких витрат на саме управління.

При пасивному управлінні під час інвестування в акції найчастіше використовують стратегію *«купив і тримай»*. Її особливість полягає в тому, що ефективність стратегії дуже залежить від рівня оцінювання акцій і вибраного періоду часу.

При пасивному управлінні поширеною є також *стратегія індексного фонду*. Вона базується на тому, що структура портфеля має відбивати рух вибраного фондового індексу, який відображає стан усього фондового ринку або окремих його сегментів. Види цінних паперів та їхню частку визначають так само, як і при розрахунку індексу. Головне завдання інвестора – відтворити у своєму портфелі структуру ринку з періодичним його коригуванням через півроку або рік. Управління здійснюється за відхиленнями структури портфеля від структури індексу.

**Активне управління** передбачає ретельний моніторинг ринку, оперативне придбання фінансових інструментів, які відповідають цілям інвестування, а також швидку зміну структури портфеля. Інвестор використовує цю стратегію тоді, коли намагається отримати дохідність, вищу за середньоринкову. Активне управління потребує значних витрат, тому що воно пов'язано з інформаційно-аналітичною підготовкою рішень, придбанням і розробленням власного програмно-технічного й методичного забезпечення. Саме тому цю стратегію вибирають тільки ті інвестори, які мають достатній капітал і високопрофесійний персонал.

Практика країн з ринковою економікою доводить, що саме система стратегічного управління є дієвим інструментом для розвитку інвестування.

## **5.2. Методичні засади визначення інвестиційних ризиків і розроблення заходів щодо їх зменшення**

Поняття ризику в господарській діяльності існувало здавна й було



пов'язано з невизначеністю в майбутньому внаслідок певних дій або рішень. Загалом, уся життєдіяльність людини схильна до сукупності випадковостей, а отже, і ризиків.

Інвестування не можна розглядати без урахування ризику, тобто ймовірності відхилення величини фактичного інвестиційного доходу від очікуваного. Однак потрібно розуміти, що ризик – це не тільки втрати, а й додатковий прибуток, тобто разом з можливістю зазнати втрат існує альтернатива отримання додаткових доходів (прибутків), тобто ризикованість будь-якого підприємства є альтернативою його дохідності.

Ризик інвестування коштів у цінні папери – це ймовірність збитків або недоотримання очікуваного доходу. Західні економісти розрізняють дві категорії ризику – систематичний і несистематичний, – які в кінцевому підсумку становлять загальний ризик інвестицій.

**Систематичний ризик** пов'язаний із загальною економічною та політичною ситуацією в країні й навіть у світі, зростанням цін на ресурси, загальноринковим падінням їх на всі фінансові активи.

До категорії систематичних належать такі ризики: зміни процентної ставки, падіння загальноринкових цін, інфляції.

**Процентний ризик** зумовлений невизначеністю в майбутньому щодо напрямку руху та рівня процентних ставок. Для банку це ризик перевищення середньої процентної ставки за залученими коштами (депозитами) над середньою процентною ставкою за виданими кредитами.

Щодо цінних паперів, то процентний ризик – це ступінь невизначеності на рівні курсів цінних паперів, що спричинено змінами ринкових процентних ставок. У першу чергу під вплив такого ризику потрапляють цінні папери з фіксованим періодичним доходом. Зі зростанням процентних ставок курси цінних паперів знижуються (і навпаки).

**Ризик падіння загальноринкових цін** пов'язаний зі зниженням цін на всі папери, що обертаються на ринку одночасно. Цей ризик стосується передусім акцій і є наслідком загальнодержавної нестабільності. Його ступінь може бути неоднаковим для акцій різних емітентів. Деякі виробництва (комунальні господарства, транспорт, енергетика, харчова промисловість) мало залежать від спаду виробництва в цілому. Акції таких компаній є привабливими для інвесторів, які не схильні до ризику й намагаються мати гарантії надійності вкладення капіталу.

**Ризик інфляції** зумовлений зміною купівельної спроможності грошей і призводить до того, що вкладення навіть у найбезпечніші папери зазнають збитків. Цей вид ризику існує в усіх країнах, оскільки інфляція – загальносвітова тенденція: різняться лише її щорічні рівні в різних державах. У розвинених країнах річний рівень інфляції, який становить 3 %, вважають нормальним.

**Несистематичний ризик** пов'язаний із фінансовим станом конкретного емітента цінних паперів. Він може бути спричинений невдалими маркетинговими програмами, розірванням великих контрактів емітента,

страйками тощо. Оцінювання такого ризику потребує певних зусиль як посередників ринку фінансових активів, так і інвесторів. До категорії несистематичних належать такі ризики: ліквідності, галузевий, фінансовий.

**Ризик ліквідності** пов'язаний з можливою затримкою реалізації цінного папера на ринку. Інвестор має бути впевнений, що за потреби він може продати свій цінний папір і перетворити вкладений капітал на готівку. Найменший ризик ліквідності в боргових зобов'язань, оскільки при їх випуску обумовлюється можливість погашення паперів до кінця строку позики; при цьому можлива втрата процентів, але основний капітал зберігається й повертається кредитору.

**Галузевий ризик** пов'язаний зі зміною стану справ у окремій галузі економіки, яка, як і всі інші, переживає народження, піднесення, розквіт і занепад. Це зумовлено зменшенням ресурсів, зміною попиту на продукцію, загальним напрямом економічного розвитку. Галузь на стадії піднесення та розквіту має більший прибуток і, відповідно, є привабливою для акціонерів.

**Фінансовий ризик** – це збитки, пов'язані з нерентабельністю або банкрутством емітента цінних паперів. У цілому фінансовий ризик розуміють як міру економічної або соціальної невизначеності.

**Операційний ризик (або бізнес-ризик, підприємницький ризик)** полягає в спроможності підприємства підтримати рівень доходу на вкладений капітал. В умовах акціонерного товариств це можливість підтримати дохід на акцію на рівні, що не знижується.

Бізнес-ризик виникає в тих випадках, коли комерційна та господарська діяльність компанії стає менш успішною, ніж це було раніше або очікувалося. Наприклад, унаслідок того, що конкуренти знизили ціни або запропонували на ринку конкурентний товар, може знизитися обсяг реалізації. Можливі прорахунки у внутрішньофірмовому плануванні, організації виробництва, маркетинговій стратегії тощо. Тому основним завданням менеджменту є зведення бізнес-ризiku до мінімуму забезпеченням ефективного функціонування виробництва, ретельним вивченням ринків збуту продукції та послуг.

**Валютний ризик** виникає у зв'язку з невизначеністю майбутнього руху курсів національної валюти щодо іноземних. На вплив цього ризику наражаються усі суб'єкти інвестиційної діяльності, які здійснюють фінансові операції в іноземних валютах. Дуже залежать від нього клірингові розрахунки та бартерні операції.

**Кредитний ризик** означає можливість виникнення збитків унаслідок несплати або простроченого виконання клієнтом своїх фінансових зобов'язань. Отже, ризикує як кредитор, так і позичальник. У групі фінансових ризиків кредитні займають одне з основних місць.

Для банків кредитний ризик складається із сум заборгованості позичальників за кредитами й овердрафтами, а також із заборгованості клієнтів за іншими угодами (свопами, акредитивами, гарантійними зобов'язання-

ми).

Ринок цінних паперів породжує **інвестиційний ризик**, який акумулює процентний і бізнес-ризик, а також зумовлює специфічний ринковий ризик. Суть інвестиційного ризику полягає у втраті, по-перше, укладеного (інвестованого) капіталу і, по-друге – очікуваного доходу.

**Ринковий ризик** зазвичай не пов'язаний з економічною ситуацією на підприємстві-емітенті. Він відображає зміни в очікуваннях інвесторів щодо перспектив підприємства-емітента. Зазвичай емітент не може контролювати рух своїх цінних паперів на ринку. Раптова війна, результати виборів, політична ситуація, хвороба або втрата президента, приплив золота тощо роблять величезний вплив на рух ринкових цін.

Головними чинниками, які визначають рівень ризику, є:

1. Співвідношення ризику та доходу.
2. Тривалість вкладення інвестицій.
3. Бар'єрна й позбавлена ризику ставки та премія за ризик.
4. Рівень віддачі (дохід) укладеного капіталу.

**Оцінювання співвідношення ризику та доходу** є тією основою, на якій базуються раціональні управлінські рішення вкладення капіталу. В інвестиційній практиці заведено вважати, що віддача на вкладений капітал має бути пропорційною ризикованості вкладень.

Залежно від схильності наражати свій капітал на ризик покупці фінансових інструментів можуть бути або інвесторами, або спекулянтами (арбітражерами), або гравцями.

Мінімізація ризику сприяє диверсифікації інвестицій. Диверсифікація є свідомим підбором комбінацій інвестиційних інструментів, коли досягається не просто їх різноманітність, але й певна взаємозалежність динаміки ставок їх доходності. Вона настільки важлива, що її називають першим пунктом у правилах управління інвестиційним портфелем. Суть такого управління – це пошук ефективного портфеля – набору інвестицій, які у своїй сукупності забезпечують їхньому власнику мінімальний ризик при заданому рівні доходу й максимально можливий дохід при припустимому рівні ризику.

За допомогою диверсифікації можна знизити тільки несистематичний ризик, який називають диверсифікованим. Систематичний (недиверсифікований) ризик не можна подолати за допомогою диверсифікації.

## БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК

Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 року // Вісник Верховної Ради України. — 1997. — № 45. — С. 26—48.

Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року // Фондовий ринок. — 1997. — № 12. — С. 28.

Бланк, И. А. Инвестиционный менеджмент [Текст]: учеб. курс / И.А. Бланк. — К.: Эльга-Н; Ника-Центр, 2001. — 448 с.

Бланк, И. А. Финансовая стратегия предприятия [Текст] / И. А. Бланк. — К.: Эльга-Н; Ника-Центр, 2004. — 720 с.

Буренин, А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов [Текст]: учеб. пособие / А.Н. Буренин. — М.: 1-я Федеративная книготорговая компания, 1998. — 352 с.

Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования [Текст]: пер. с англ. / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. — М.: Дело, 1999. — 1008 с.

Гусева, И. А. Практикум по рынку ценных бумаг [Текст] / И.А. Гусева. — М.: Юристъ, 2000. — 320 с.

Майорова, Т. В. Інвестиційна діяльність [Текст]: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / Т.В. Майорова. — К. : ЦУЛ, 2003. — 375 с.

Пересада, А. А. Інвестиційний аналіз [Текст]: підручник. / А.А. Пересада, Ю.М. Коваленко, С.В. Онікієнко. — К.: КНЕУ, 2003. — 485 с.

Пересада, А. А. Інвестиційний аналіз [Текст]: навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. / А.А. Пересада, С.В. Онікієнко, Ю.М. Коваленко. — К.: КНЕУ, 2003. — 134 с.

Савчук, А. В. Анализ эффективности инвестиционных проектов и экономических условий их реализации [Текст] / А. В. Савчук. — Одесса: Ин-т проблем рынка и эконом.-эколог. исслед., 2000. — 176 с.

Савчук, В. П. Анализ и разработка инвестиционных проектов [Текст]: учеб. пособие / В.П. Савчук, С.И. Прилипко, Е.Г. Величко. — К.: Абсолют-В, 1999. — 304 с.

Савчук, В. П. Финансовый менеджмент [Текст]: практ. энцикл. / В. П. Савчук. — К.: Companion Group, 2008. — 880 с.

Шарп, У. Инвестиции [Текст]: пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 1028 с.

Навчальне видання

**Гребенікова Олена Володимирівна**

**Гусєва Юлія Юрїївна**

**Калініна Ольга Миколаївна**

**Снісаренко Олена Борисівна**

## **ІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ**

### **Частина 2**

Редактор А. М. Ємленінова

Зв. план, 2012

Підписано до видання 22.06.2012

Ум. друк. арк. 3. Обл.-вид. арк. 3,37. Електронний ресурс

---

Національний аерокосмічний університет ім. М.Є. Жуковського

«Харківський авіаційний інститут»

61070, Харків–70, вул. Чкалова, 17

<http://www.khai.edu>

Видавничий центр «ХАІ»

61070, Харків–70, вул. Чкалова, 17

[izdat@khai.edu](mailto:izdat@khai.edu)

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до Державного реєстру видавців, виготовлювачів і розповсюджувачів видавничої продукції сер. ДК № 391 від 30.03.2001