

Проаналізуємо вплив кожного з факторів на співвідношення залучених і власних коштів. У зв'язку з тим, що на результативний показник діють два фактори (економічна рентабельність та ставка відсотка за кредит), скористаємося методом абсолютних різниць:

1) вплив фактора "економічна рентабельність" на співвідношення залучених і власних коштів складе:

$$\Delta X_{EP} = \frac{4 \times 29\%}{9 \times (29\% - 25\%)} - \frac{4 \times 30\%}{9 \times (30\% - 25\%)} = \frac{116}{36} - \frac{120}{45} = 3,22 - 2,67 = 0,55.$$

Тобто зменшення економічної рентабельності на 1% призвело до того, що сума залучених коштів збільшилася у 0,55 раза, не спричинивши негативного впливу на фінансовий стан компанії;

2) вплив ставки відсотків за використання залучених коштів на співвідношення залученого і власного капіталу дорівнює:

$$\Delta X_{CB3K} = \frac{4 \times 29\%}{9 \times (29\% - 26\%)} - \frac{4 \times 29\%}{9 \times (29\% - 25\%)} = \frac{116}{27} - \frac{116}{36} = 4,30 - 3,22 = 1,08.$$

Таким чином, зростання ставки відсотків за кредитом на 1% спричинило збільшення співвідношення залучених і власних коштів на 1,08, що майже вдвічі більше впливу економічної рентабельності, яка змінилася на ту ж величину (1%).

Сумарний вплив двох факторів на результативний показник складає 1,63 раза.

Проведені дослідження дозволяють зробити наступні висновки.

1. За умови одного й того ж рівня економічної рентабельності (EP), але при різних значеннях диференціалу важеля (EP – СВЗК) сума залучених коштів, використання якої дасть найвищий ефект, зменшується при збільшенні диференціалу важеля. Тобто, товариству є вигіднішим варіант, при якому співвідношення залучених і власних коштів при одному й тому ж рівні економічної рентабельності є найменшим, оскільки в цьому випадку фінансова незалежність (автономність) акціонерного підприємства є максимальною, тобто значною мірою не перевищує нормативних значень.

2. За умови одного й того ж значення диференціалу важеля, але при різних значеннях економічної рентабельності сума залучених коштів, використання якої дасть найвищий ефект, збільшується при збільшенні рівня економічної рентабельності. Проте таке збільшення повинно контролюватися фінансовими менеджерами, оскільки може виникнути повна залежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування, що може призвести до банкрутства компанії.

3. Важливе значення має система оподаткування, яка впливає на ефективність використання залучених коштів. Тобто, чим вищим є податок на прибуток, чим меншими є податкові пільги, чим меншою є можливість товариства використовувати прискорену амортизацію, тим більш привабливим є для нього боргове (позичкове) фінансування у зв'язку з віднесенням на собівартість витрат з кредиту. І навпаки, якщо податок на прибуток є низьким, існує ряд податкових пільг, то підприємству вигіднішим є використання власних фінансових ресурсів.

Ефект фінансового важеля відображає збільшення рентабельності власних коштів завдяки використанню кредиту, незважаючи на платність останнього. Акціонерне товариство за допомогою кредитного фінансування розширює свої можливості і користується збільшенням рентабельності власних засобів і рівня дивідендів завдяки ефектові фінансового важеля. Але надмірне збільшення кредитного фінансування може призвести до значних боргів та ризику банкрутства. Тому по-

дальшими розвідками проведеного дослідження є створення системи постійного моніторингу фінансового левериджу на основі застосування сучасних інформаційних технологій.

Література: 1. Бланк И. А. Стратегия и тактика управления финансами. — К.: МП "ИТЕМ ЛТД", СП "АДЕФ-Украина", 1996. — 405 с. 2. Бригхем С. Ф. Основы финансового менеджмента / Пер. з англ. — К.: Молодь, 1997. — 384 с. 3. Герасименко Р. А. Особливості формування фінансових ресурсів акціонерних товариств // Фінанси України. — 2004. — №6. — С. 82 – 89. 4. Довгань Л. П. Визначення оптимальної вартісної структури капіталу та мінімізація ризиків залучення позикових коштів у акціонерних товариствах // Актуальні проблеми економіки. — 2003. — №12 (30). — С. 26 – 33. 5. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 1996. — 327 с. 6. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 22 травня 1997 р. №283/97-ВР / В кн. Податкове законодавство України. — К.: Парламентське видавництво, 1998. — С. 50 – 111.

Стаття надійшла до редакції
10.01.2006 р.

УДК 336.6

Лепейко Т. І.
Зайцева І. С.

МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛІЗУ КОН'ЮНКТУРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

In the article the problems of the methodological approach to the realization of fundamental analysis for the securities market performance development under conditions of its indeterminacy and "transparency" are considered. The technology of such analysis is offered and the application of adequate methods of the analysis is justified at portfolio and strategic investment.

У наукових дослідженнях системи фінансового менеджменту є проблеми, які й досі не вирішено, перш за все, це стоїть проблема прийняття ефективних інвестиційних рішень. Для її розв'язання необхідна розробка адекватних методів, технологій, процедур, у тому числі аналітичних, які забезпечать прийняття інвестиційних рішень в умовах невизначеності зовнішнього ринкового середовища. Ефективна поточна діяльність та розвиток господарюючих суб'єктів головним чином залежать від наявності достатньої кількості фінансових ресурсів. Головним джерелом їхнього залучення в ринкових умовах має бути ринок цінних паперів, розбудова якого дозволить забезпечити вихід підприємств з ситуацій фінансової нестабільності та банкрутства. Тому інвестування в фінансові активи на сучасному етапі трансформації економіки України стає однією з важливих сфер роботи підприємств, а від їхнього вміння використовувати сучасну методологію аналізу при прийнятті рішень на ринку цінних паперів залежить як вартість ресурсів, що залучаються, так і ризик. Вищезазначене свідчить про актуальність проблеми розробки методології аналізу при прийнятті довгострокових портфельних інвестиційних рішень в умовах сучасної української економіки.

© Лепейко Т. І., Зайцева І. С., 2006

Широке коло питань методології та технології фундаментального аналізу при прийнятті рішень з портфельного інвестування на ринку цінних паперів викладено в роботах вітчизняних та зарубіжних вчених: У. Шарпа, Р. Тьюлза, Е. Бредлі, А. Еріх, Е. Наймана, Дж. Торбіна, Р. Мертона, Джей К. Шима, Джоел Г. Сігела, Я. Хонко, Т. Райса, Б. Койлі, А. Первозванського, Т. Первозванської, Дж. О'Брайєна, С. Шрівасти, О. Мендрула, І. Павленко, В. Ляшенко, М. Лімітовського, В. Ковальова, Ю. Касимова та інших.

Однак досі не опрацьованими в повній мірі є питання адаптації технологій, методів та прийомів фундаментального аналізу, які розроблено в закродонній практиці для виявлення кон'юнктури розвинених ринків цінних паперів.

Тому метою статті є розробка методичного підходу до фундаментального аналізу кон'юнктури ринку цінних паперів при проведенні портфельного інвестування в умовах обмеженості інструментів та невизначеності умов інвестування.

У технології аналітичних процедур, що застосовується для фундаментального аналізу на ринку цінних паперів, виділяються чотири ланки операцій: прийом інформації, її попередня обробка, аналіз та прогноз, оптимізація ризиків і рекомендації щодо прийняття рішення.

Для прийняття оптимального рішення повинен бути забезпечений своєчасний доступ до можливо більшої кількості значимої інформації, включаючи, з одного боку, дані безпосередньо про кон'юнктуру ринку, а, з іншого – відомості, здатні побічно впливати на неї в найближчій і віддаленій перспективі. Оскільки відомості, що надходять з різних джерел, можуть як взаємно доповнювати, так і дублювати одна одну, то надходження інформації з каналів передачі даних буде сприяти зниженню негативних наслідків при збоях у прийомі-передачі й усуненню суперечливості даних.

Оскільки при проведенні аналізу, як правило, використовується не тільки поточна інформація, але і ретроспективні статистичні дані, то у зв'язку з цим потрібно організувати нагромадження, сортування, збереження, архівування, пошук, зручне і наочне представлення даних. Для обробки інформації, що надходить, потрібно використовувати як стандартні, так і додаткові засоби (програми технічного аналізу цінних паперів, оцінки інвестиційної привабливості в рамках фундаментального аналізу й інші), включаючи підходи експертного прогнозування.

З точки зору авторів статті, при проведенні фундаментального аналізу необхідне врахування чотирьох циклів: спекулятивного, інвестиційного, портфельного, стратегічного, – принципове розходження між якими полягає в суті операцій. Під спекулятивними операціями відповідно до традиційного трактування розуміються короткострокові торгові операції з використанням, зокрема, "коротких позицій". Інвестиції можна визначити як середньострокові торгові операції на довгих позиціях. Портфельні інвестиції – придбання цінних паперів з метою одержання дивідендного (процентного) доходу й участі в управлінні підприємством. Стратегічні інвестиції – прямі грошові інвестиції в підприємства.

Тому об'єктом нашого розгляду при проведенні фундаментального аналізу є портфельні та стратегічні інвестиції.

Аналіз кон'юнктури ринку цінних паперів повинен проводитися регулярно, його предметом є як загальна тенденція (динаміка) ключових показників стану ринку цінних паперів (рівень процентної ставки, біржові індекси акцій, темпи зростання цін), так і основні інвестиційні параметри (динаміка цін, прибутковість, ліквідність, надійність окремих цінних паперів).

У залежності від цілей і терміну проведення при прийнятті інвестиційного рішення можуть бути використані наступні види аналізу: ретроспективний (аналіз даних за минулий період), перспективний (прогнозування тенденції), порівняльний та оперативний (проведений у процесі регулювання).

Основними аналітичними процедурами, на думку авторів, можна вважати:

загальний (галузевий) фундаментальний аналіз, що дозволяє розглянути інвестиційну ситуацію, виявити істотні процеси, які відбуваються, та встановити причинно-наслідкові зв'язки між явищами;

фундаментальний аналіз емітента, що включає аналіз його виробничо-економічної діяльності й фінансового становища.

Періодичність проведення аналізу та використання окремих його методів визначаються періодичністю складання перспективних, поточних й оперативних планів. В умовах сучасного українського ринку цінних паперів період стратегічного (перспективного) планування портфеля цінних паперів складає не більше 1 року, поточного – 1 – 3 місяці, оперативного – від декількох днів до 2 – 3 тижнів. Це пов'язано з нестійкістю ринку, малими обсягами угод, що укладаються на ньому, та відносно низькою швидкістю управлінських впливів.

Слід розглянути окремі технологічні цикли більш детально. Довгостроковий технологічний цикл портфельних інвестицій задається квартално-річним ритмом зміни інформації. При цьому на вхід аналітичного блоку постійно надходять порції поточної кон'юнктурної інформації з фінансових ринків, що потім об'єднується в логічно пов'язані глобальні блоки. Вивчаючи ці зв'язки, можна зрозуміти глибокий суспільно-економічний та політичний зміст домінуючих тенденцій, схований за зовнішньою канвою подій.

Квартальний ритм задається даними з динаміки галузей, кварталною бухгалтерською звітністю емітентів акцій, а річний ритм – рішеннями зборів акціонерів та виплатами дивідендів.

Приблизно такий же інтервал мають й законодавчі зміни, фази бюджетного процесу, що відображають різні аспекти державного регулювання фінансових ринків. Уся ця інформація подається в публікаціях кварталної і річної статистики, дослідженнях макроекономічного характеру, повідомленнях про різні міжнародні події.

Для аналізу довгострокової інформації застосовується фундаментальний аналіз підприємства-емітента на основі дисконтування грошових потоків, структурного аналізу компанії. На даному етапі можуть бути реалізовані експертні методи прогнозування, "мозкові штурми", побудова прогнозних сценаріїв.

Після того, як накопичено набір альтернатив можливих інвестиційних рішень, він передається на розгляд органу, що приймає рішення. Його масштаб залежить від розміру сум, які направляються на портфельне інвестування.

Найбільш глибоке пророблення інвестиційного рішення потрібне на стратегічному етапі технологічного циклу, коли здійснюються прямі капіталовкладення. Цінова історія й інформація, що оприлюднюється в засобах масової інформації, практично втрачають своє значення. На перший план виходить глибокий аудит підприємства, розробка шляхів його фінансового оздоровлення, розробка бізнес-планів, передінвестиційне проектування й оцінка ефективності капітальних вкладень. При цьому враховуються перспектива платоспроможного попиту на продукцію, стабільність постачань сировини й комплектуючих, взаємини з адміністрацією і місце розташування регіону, соціальна напруженість, екологія, транспортна інфраструктура, тобто фактори, що визначають інвестиційний клімат. Крім того, враховуються й довгострокові стратегічні програми уряду, законодавчі й нормативні документи, стратегічні інвестиційні рішення, що приймаються вищими колегіальними органами, до складу яких, крім вищого рівня менеджменту, можуть входити й власники компанії.

У спеціальній літературі [1 – 3] досить міцно закріпився розподіл методів аналізу кон'юнктури ринку цінних паперів на фундаментальні та технічні. У той же час при детермінованості технічних прийомів критерії віднесення методів до фундаментальних чітко не визначено. До них зараховують велику групу методів, що відрізняються за рівнем прогнозування та його послідовністю, набором показників, які відслідковуються; методикою розрахунку індикаторів ринку; суб'єктами, що реалізують

методи; споживачами аналітичних даних; цілями аналізу і тривалістю прогнозу поводження ринку.

У. Шарп довів, що "фундаментальні аналітики роблять прогнози внутрішнього валового продукту, обсягу продажів і рівня доходів у ряді галузей, а також обсягу продажів і рівня доходів величезного числа фірм" [3, с. 813], виділяючи при цьому метод прогнозування "зверху-вниз" (від прогнозу для економіки в цілому, потім для окремих галузей і, нарешті, для конкретних компаній) і "знизу-вверх" (від оцінки перспектив окремих компаній до прогнозу економіки в цілому). Р. Тьюлз підкреслює, що деякі "фундаменталісти" "акцентують увагу на русі ринку в цілому, зумовленому фундаментальними економічними і політичними умовами, інші намагаються збільшити прибутки шляхом визначення відносних інвестиційних якостей акцій окремих компаній і галузей" [2, с. 510]. Провідні вітчизняні спеціалісти відзначають, що "фундаментальний аналіз ґрунтується на оцінці емітента і практиці управління компанією" [4, с. 297], окремо виділяючи макроекономічний аналіз економіки, який визначає соціально-політичний і економічний клімат інвестиційної діяльності з урахуванням обсягу ВВП, зайнятості, інфляції, процентних ставок, валютного курсу; індустріальний аналіз, заснований на вивченні ділового циклу в економіці, його індикаторів, класифікації галузей відносно рівня ділової активності й за стадіями розвитку; аналіз конкретного підприємства; моделювання цінних паперів.

Зарубіжні і вітчизняні вчені прийшли до спільного висновку в істотному питанні: необхідна диференціація фундаментальних методів за рівнем аналізу. Розділяючи цю точку зору, автори пропонують розглядати власне фундаментальні методи, що базуються на розрахунках макроекономічних показників, і розрахункові, засновані на оцінці конкретного емітента та його цінних паперів. Такий підхід дозволяє виявити методи за інформацією, методологією, можливостями порівняльної характеристики цінних паперів різних емітентів та дослідженнями динаміки ринку паперів визначеного емітента, орієнтовані на інвесторів.

Під власне фундаментальними будемо розуміти методи, які застосовуються при довгостроковому прогнозуванні і ґрунтуються на аналізі макроекономічних показників, що враховують стан і перспективи розвитку економіки в цілому, можливі зміни в державному регулюванні виробництва й зовнішньої торгівлі, грошово-кредитну політику уряду, рух основних економічних показників, у першу чергу, валового національного продукту. Бурутьса до уваги також попит на кредити, зростання грошової маси й інші фактори. Фундаментальні методи дослідження розвитку ринку цінних паперів можуть включати від декількох показників до тисячі. За змінами відібраних показників оцінюється ринкова ситуація в цілому. Вихідна передумова аналізу полягає в тому, що кон'юнктурні коливання не синхронні за окремими сегментами ринку та впливають один за одним з деякими затримками. Результатом фундаментального вивчення ринку є модель кон'юнктурного циклу: після зміни індексів цінних паперів відбуваються коливання індексів цін на товари, а потім — депозитних і позичкових ставок банків. Інтенсивність змін різна за роками та країнами, але послідовність руху за фазами кон'юнктурного циклу однакова. Пріоритет у розробці макроекономічних фундаментальних методів аналізу кон'юнктури ринку належить Гарвардському університету, де в 1917 – 1919 рр. був створений Комітет економічних досліджень й проведені роботи зі статистичного вивчення ринкової кон'юнктури на основі економічних барометрів, подібних до індексних побудов І. Фішера, мультиплікаторів дисконтних ставок і заощаджень Д. Кейнса, законів ризику Д. Хікса. Деякі питання методології фундаментального аналізу розглянуті авторами в опублікованих роботах [5; 6], тому зупинимось лише на оцінці можливості застосування цих методів для прийняття інвестиційних рішень.

Фундаментальні методи базуються не тільки на об'ємному вихідному матеріалі, але й досить складних математичних моделях (ряди динаміки, багатовимірні кореляція, ймовірне

прогнозування, економетричні моделі), які вимагають організації спеціальних служб, що займаються аналізом кон'юнктури. Їх послугами на комерційних засадах могли б скористатися солідні індивідуальні та корпоративні інвестори, які приймають рішення про напрямок інвестування засобів.

У зарубіжній літературі [5] поділяють підходи, які використовуються при фундаментальному аналізі, на традиційні та нові; їхня класифікація подана на рисунку. Проте обидва підходи мають загальну мету – визначення майбутньої вартості цінних паперів.

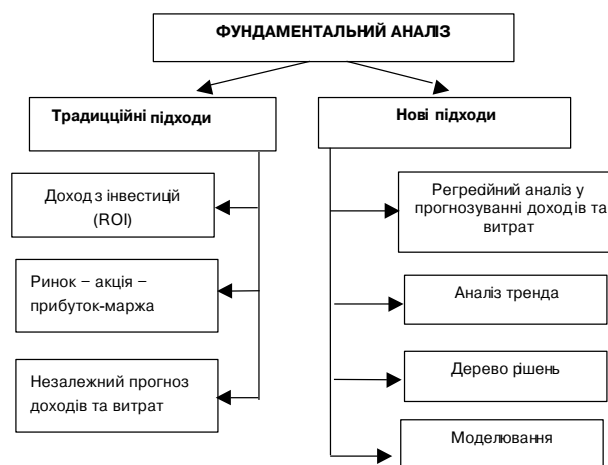


Рис. Класифікація методів фундаментального аналізу

Повний та глибокий аналіз ринку акцій фундаментальними методами досить дорогий та трудомісткий. На його результати, на погляд авторів статті, краще спиратися на стадії портфельного і спекулятивного технологічного циклу, а також інвесторам, що приймають довгострокове інвестиційне рішення або формують портфель з цінних паперів, які не обертаються на вторинному ринку, бо вони не мають докладної і достовірної фінансової звітності емітентів у достатньому обсязі, або тим, хто збирається придбати акції, менш ліквідні й більш спокійні в динаміці ціни.

Під розрахунковими методами необхідно розуміти прийоми аналізу, засновані на розрахунку аналітичних показників за даними звітності емітента. У свою чергу аналітичні показники слід диференціювати на ті, що характеризують інвестиційні якості акції, та ті, які оцінюють фінансовий стан емітента. Показники фінансового становища емітента виступають базою ухвалення інвестиційного рішення не тільки на ринку застосовних, але й боргових паперів та характеризують рейтинг емітента в цілому.

Система економічного рейтингу промислових, торгових, фінансових корпорацій розвинутих капіталістичних країн чітко відпрацьована і містить певний набір фінансових документів та показників, що завіряються незалежною аудиторською фірмою за результатами роботи за рік. Підсумкова оцінка стану компанії набуває статусу ревізійного сертифіката, який поміщається у звітах фірм та оприлюднюється в газетах разом з балансами. Такий сертифікат необхідний не тільки для інвесторів, акціонерів компанії, а й для податкових інспекцій, банків та інших кредиторів. Списки компаній, що мають найкращі показники, служать барометром успіху, найкращою рекламою. У міжнародному бізнесі існує правило: купуються не акції — купується компанія.

У країнах з розвинутою економікою розрахунками ключових показників фінансової активності займаються спеціальні організації, наприклад, у США — компанія "Дан енд Бредбері", фірма "Роберт Морріс асошиейтс", Податкове бюро Міністерства торгівлі, Федеральна торговельна комісія, Комісія

з цінних паперів. Результати досліджень публікуються в спеціальних довідниках, при цьому число розрахункових індикаторів може бути різним: у США публікується 10 — 15 показників, у Японії в щорічнику за компаніями — 12, а в довіднику Міністерства торгівлі та промисловості — близько 80 ключових показників.

На відміну від фундаментальних, розрахункові методи більш прості й інформативні, оперативні в одержанні результатів, базуються на доступній інформації, тому можуть бути використані для середньострокового прогнозування ринку як дрібними, так і середніми інвесторами. Ці методи не вимагають даних про динаміку цін і можуть бути застосовані до низьколіквідних цінних паперів, якими є більшість українських акцій. Малоліквідні та спокійні в динаміці акції — об'єкт інвестицій на більший термін, ніж динамічні папери, тому інвесторам необхідно мати уявлення про потенціал зростання, можливу "стелю" курсової вартості, обумовлену в істотному ступені фінансовим становищем емітента.

Фундаментальний аналіз припускає вивчення причин, що рухають ринком цінних паперів через встановлений набір економіко-політичних факторів, які впливають на ринок у цілому, так і на окремих суб'єктів господарської діяльності в різні періоди, на силу та напрямок дії. До них, з точки зору авторів даної статті, необхідно віднести, по-перше, фактори несподівані й випадкові, тобто новини політичного і природного, рідше економічного походження. По-друге, очікувані й планові фактори, до яких відносять новини економічного, а рідше політичного характеру.

В економічній літературі [1; 7] за важливістю фундаментальні фактори поділяють на три групи. До першої групи відносяться: дефіцит торгового балансу; дефіцит платіжного балансу; індекси інфляції (індекс споживчих цін та індекс оптових цін); офіційні дисконтні ставки; динаміка валового національного продукту; дані про безробіття чи зайнятість; дані про грошову масу (M4, M3, M2, M1, M0); вибори в органи вищої влади в державі (парламент).

До другої групи — розміри роздрібних продажів; розміри житлового будівництва; розмір замовлень; індекс виробничих цін; індекс промислового виробництва; продуктивність в економіці. Про новини першої та другої груп можна довідатися з інформаційних агентств, публікацій у друкованих виданнях.

До третьої групи фундаментальних факторів відносяться дані, які необхідно одержувати в режимі реального часу: форвардні курси відповідних валют; ф'ючерсні курси валют; ефективний обмінний курс; депозитні ставки; індекси акцій; динаміка цін державних облигацій.

Необхідно виділити три варіанти впливу ринку на фундаментальну подію, яка відбулася. Перший варіант — коли очікування ринку в цілому виправдовуються, тоді динаміка цін не зазнає сильних змін. У другому варіанті очікування ринку не виправдуються тільки тому, що подія, яка відбувається, ринок недооцінив. У цьому випадку ціна продовжить діючу динаміку з прискоренням у момент появи повідомлення. У третьому варіанті очікування ринку не тільки не виправдовуються, але й виявляються повністю помилковими, тоді можна чекати сильної зміни курсу в протилежному напрямку.

Слід зазначити, що у всіх фундаментальних факторів різний життєвий цикл. Короткий цикл, як правило, є у всіх несподіваних новин, він складає не більше однієї доби. Довгий цикл життя продовжується від декількох тижнів до декількох років. До фундаментальних факторів з таким циклом відносяться усі фактори, пов'язані із загальним станом національної та світової економіки (динаміка інфляції, безробіття, процентні ставки та інші). При використанні фундаментального аналізу неможливо врахувати всі фактори. Крім того, в умовах слабкої "прозорості" ринку цінних паперів і в цілому інформаційного простору в Україні важко одержати необхідний статистичний матеріал для такого аналізу.

Оскільки фундаментальний аналіз існуючого ринку цінних паперів в Україні припускає побудову складної економіко-

математичної моделі впливу зовнішніх факторів на об'єкт аналізу, то галузевий аналіз — пошук та узагальнення існуючих тенденцій розвитку галузі для їхнього наступного прогнозування. Фундаментальний аналіз на рівні підприємства здійснюється у вигляді аналізу його фінансового стану за визначений період, а також оцінки внутрішніх і зовнішніх факторів, що впливають на його розвиток.

Зовнішні фактори визначаються за допомогою всебічного вивчення ринку, попиту, орієнтації виробництва на вимоги споживача, адресності продукції, що випускається. Облік внутрішніх факторів проводиться в ході оцінки виробничо-фінансових аспектів діяльності підприємства, визначення рівня конкурентоспроможності продукції, що випускається, та все це широко описано в економічній літературі. Тому більш докладно слід зупинитися на аналізі зовнішнього середовища (галузевий фундаментальний аналіз) і внутрішнього середовища — фінансове становище об'єкта інвестицій.

Рішення інвестора про вкладення засобів повинне бути засноване на детальному аналізі та знанні галузевих особливостей потенційного об'єкта інвестицій і специфічних рис його розвитку. В економічній теорії розрізняють різні типи галузей: молоді "трудові", стабільні, циклічні.

Усі інвестиції у звичайні акції пов'язані з ризиком через коливання ринкової ціни акцій, але є галузі, що можуть бути названі спекулятивними внаслідок відсутності надійної інформації й особливого ризику для інвесторів. Галузі, які народжуються, нерідко є спекулятивними. Потенціал прибутковості тут може бути дуже високим, що допомагає залучати багато нових виробників і робить первісне зростання галузі феноменальним. Але в результаті наступної конкуренції складається кінцеве уявлення про галузь, за рамками якого залишаються багато компаній. Тільки досвідчений експерт може наважитися на пророкування того, які компанії виникнуть як лідери галузі.

Виходячи з вищевикладеного, можна запропонувати наступну схему алгоритму фундаментального аналізу потенційного об'єкта інвестицій. Першим кроком є проведення фундаментального (галузевого) аналізу, який вимагає наступних дій: збір даних про перспективні галузі, аналіз їхніх тенденцій, макроекономічної ситуації в цих галузях та кон'юнктури ринку. Усе це дає можливість вибрати галузь для інвестицій. Оскільки строго формалізувати всі зв'язки факторів, що впливають на ринкову ціну цінного паперу, з точки зору авторів, неможливо, бо це призведе до побудови дуже складної моделі, використання якої в практичних цілях виявиться малоймовірним, тому необхідно обмежити коло факторів, що розглядаються, обираючи ті, які мають більшу значущість за силою впливу, а потім на їх основі провести аналіз. Авторами статті запропонована наступна процедура відбору найбільш важливих факторів, що впливають на наслідки інвестиційного рішення з портфельного інвестування.

Усі вони можуть бути розподілені на ті, що невідомі, та ті, що відомі. Серед останніх слід виділити наслідки, які можуть бути виміряні, та наслідки, які не можуть бути виміряні. Однак усі ці наслідки розподіляються на дві групи: ті, що можуть бути оцінені, й ті, що не можуть бути оцінені. При моделюванні використовуються лише фактори, які можуть бути оцінені. Однак потрібно відмітити, що модель може містити в собі інформацію двох видів: ту, яка використовується для прийняття інвестиційних рішень, і ту, яка не використовується. Узагальнення сказаного вище дозволяє обрати показники, які можуть адекватно характеризувати поточний стан ринку цінних паперів та дозволяють робити прогнози, що служать основою для прийняття інвестиційних рішень. Динаміка цих показників дає інформацію для вибору оптимального часу придбання (продажу) активів. Авторами розроблені методичні рекомендації, які дозволяють визначити однозначно вибір часу придбання акцій для портфельного та стратегічного інвестиційних циклів. В узагальненому вигляді ці рекомендації за окремими циклами подані відповідно в табл. 1 та 2.

Таблиця 1

Вибір моменту придбання цінних паперів у рамках портфельного циклу

1. Циклічні зміни темпів інфляції. 2. Циклічні зміни доходності до погашення ОВДП на первинному та вторинному ринках. 3. Циклічні зміни ставки рефінансування НБУ. 4. Циклічні зміни індексу ДКЦПФР			
Зростання темпів: інфляції; доходності до погашення ОВДП; ставки рефінансування НБУ; індексу ДКЦПФР		Зниження темпів: інфляції; доходності до погашення ОВДП; ставки рефінансування НБУ; індексу ДКЦПФР	
Очікується подальше		Очікується подальше	
зростання темпів індикаторів	зниження темпів індикаторів	зниження темпів індикаторів	зростання темпів індикаторів
Невдалий час для формування портфеля акцій	Найбільш вдалий час для придбання акцій	Не слід відкладувати придбання акцій	Не рекомендується придбання акцій. Слід очікувати зниження їх вартості

Таблиця 2

Вибір моменту придбання цінних паперів у рамках стратегічного циклу

1. Циклічні зміни темпів інфляції. 2. Циклічні зміни доходності до погашення ОВДП на первинному та вторинному ринках. 3. Циклічні зміни ставки рефінансування НБУ. 4. Циклічні зміни індексу ДКЦПФР			
Зростання темпів: інфляції; доходності до погашення ОВДП; ставки рефінансування НБУ; індексу ДКЦПФР		Зниження темпів: інфляції; доходності до погашення ОВДП; ставки рефінансування НБУ; індексу ДКЦПФР	
Очікується подальше		Очікується подальше	
зростання темпів індикаторів	зниження темпів індикаторів	зниження темпів індикаторів	зростання темпів індикаторів
Не рекомендується купувати акції. Слід очікувати зниження цін на них	Найбільш вдалий час для придбання акцій	Не слід відкладувати придбання акцій	Не рекомендується придбання акцій. Слід очікувати зниження цін на них

На другому кроці аналізуються підприємства обраної галузі за наступною схемою: збір даних про перспективні підприємства галузі; експрес-аналіз їхнього фінансового стану; вибір 2 – 3 найбільш придатних підприємств; повна оцінка їхнього фінансового стану та привабливості як об'єкта інвестицій. Основою такого аналізу є баланси підприємств. Результатом цього етапу аналізу — остаточне ухвалення інвестиційного рішення.

Після проведення галузевого аналізу для прийняття оптимального інвестиційного рішення необхідно провести дослідження всіх потенційно можливих підприємств галузі як об'єктів інвестицій. Такий фундаментальний аналіз на рівні підприємства поділяється на кількісний та якісний: перший — це вивчення оприлюдненої фінансової звітності; другий — вивчення таких невідчутних факторів, як менеджмент. У практиці прийняття інвестиційних рішень, як правило, доступною є інформація тільки для фінансового аналізу.

Насамперед, необхідно вивчити тенденцію коливання доходів. Здатність підприємства розширювати продаж (загальний доход) — важливий індикатор його успішності. Аналіз тенденції продажів потрібний для виявлення основних причин сформованого фінансового стану. Наприклад, тенденція до підвищення може відображати дію таких факторів, як: зростання цін на продукцію; зростання обсягів виробництва; впровадження нової продукції; проникнення на новий ринок; консолідація компанії, придбані в ході поглинання; введення нових потужностей чи реалізація програми диверсифікації; збільшення частки ринку за рахунок конкурентів; тимчасове розширення продажів унаслідок страйку на конкуруючій фірмі; агресивне рекламування продукції; позитивний вплив нового закону чи урядової постанови; вхід у фазу підйому ділового циклу. Маючи в розпорядженні такі відомості, інвестор має можли-

вість виділити основні причини зміни продажів та оцінити вплив подій на діяльність компанії в майбутньому.

Таким чином, розглянута технологія фундаментального аналізу об'єктів інвестицій дозволяє визначити майбутню вартість вкладених у цінні папери засобів. Різноманітність існуючого в Україні ринку цінних паперів вимагає від інвестора значної попередньої підготовки при ухваленні інвестиційного рішення. Знайти оптимальне співвідношення між ринковим ризиком та доходом можливо, тільки застосовуючи сучасні техніки фундаментального аналізу. Напрямок попередніх досліджень у цій сфері є розробка методичного підходу до проведення технічного аналізу, який застосовується при прийнятті короткострокових інвестиційних рішень.

Література: 1. Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера. — К.: Альфа Капитал; Логос, 1997. — 236 с. 2. Тьюлз Р. Фондовый рынок: Пер. с англ. / Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 648 с. 3. Шарп У. Инвестиции: Пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 1024 с. 4. Мендрул О. Г. Фондовый рынок: операции с ценными бумагами: Навальный посібник / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко. — К.: КНЕУ, 2000. — 156 с. 5. Лепейко Т. И. Методология управления инвестиционными ресурсами финансового рынка. — Харьков: ХГЭУ, 2002. — 296 с. 6. Томилин Н. А. Выбор направления и объекта иностранных инвестиций / Н. А. Томилин, Л. А. Киржнер, Т. И. Лепейко, Т. В. Меркулова. — Харьков: Основа, 1995. — 88 с. 7. Пискулов Д. Теория и практика валютного дилинга. — М.: ИНФРА-М, 1995. — 96 с.

Стаття надійшла до редакції
09.02.2006 р.