

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДНІПРОПЕТРОВСЬКИЙ  
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

І.Л. Сазонець  
О.А. Джусов  
О.М. Сазонець

# МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ

*Затверджено  
Міністерством освіти і науки України  
як підручник для студентів  
вищих навчальних закладів*



Київ – 2007

УДК 330.322(075.8)

ББК 65.268я73

С 11

*Гриф надано  
Міністерством освіти і науки України  
(Лист № 14/18.2–1099 від 28.04.2006 р.)*

**Рецензенти:**

***Крамаренко Г.О.***

***Макаренко П.М.***

**Сазонець І. Л., Джусов О.А., Сазонець О.М.**

Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник — К.:  
Центр учбової літератури, 2007 — 304 с.

ISBN 966-364-412-5

У книзі йдеться про сутність міжнародних фінансів, закономірності розвитку світової валютно-фінансової системи. Особливий наголос робиться на висвітленні питань щодо функціонування міжнародних фінансових ринків в умовах глобалізації, оподаткування в системі міжнародних відносин, особливостей міжнародного фінансового менеджменту.

Для викладачів і студентів економічних вузів, фахівців-практиків у галузі міжнародних фінансових відносин.

ISBN 966-364-412-5

© І. Л. Сазонець, О.А. Джусов,  
О.М. Сазонець, 2007.

© Центр учбової літератури, 2007.

## ПЕРЕДМОВА

Інвестиційна справа дуже давня. Її теоретичні засади мають підґрунтям процеси та явища, які впродовж тривалого історичного періоду сформували міжнародне інвестиційне середовище. У ній акумульовано багатовіковий досвід численних кредитних та фінансових установ, корпоративних структур.

Інвестиції (лат. "вкладаю") надають суспільству потужний стимул для розвитку, породжуючи систему особливих відносин. Вдаючись до інвестицій, людство стає багатшим. Сучасний етап розвитку виробничих сил у світі потребує інтенсифікації саме міжнародної інвестиційної діяльності. Для тих, хто володіє знаннями у сфері міжнародних інвестицій, відкриваються нові шляхи до економічного успіху, їхня виробнича, фінансова, інвестиційна діяльність набуває надзвичайної ефективності, а їхній продукт на ринку стає більш конкурентоспроможним. Відомо однак й інше: ігнорування інвестиційного середовища, нехтування правилами використання інвестиційних інструментів може призвести до регресу в економіці країни та спричинити негативні соціально-економічні явища.

Це видання є одним із перших вітчизняних підручників з питань міжнародного інвестиційного ринку.

Крім навчальних цілей, ця книга може використовуватися і як практичний посібник для фахівців, які планують поширити діяльність фірм, корпорацій, банків на міжнародні, фондові, фінансові та товарні ринки. Саме вони знайдуть у посібнику відповіді на численні запитання, що виникають в їх практичній діяльності.

Логіка побудови матеріалу посібника відповідає стандартам університетів країн Західної Європи.

Для глибшого засвоєння матеріалу та забезпечення його самостійного опрацювання до кожного розділу наведено контрольні запитання, а в кінці посібника тести, завдання і теми рефератів.

Теоретична галузь міжнародної інвестиційної діяльності постійно розвивається, тому в даному навчальному посібнику охарактеризовано не тільки усталені форми її організації, а й сучасні інструменти міжнародного інвестування.

У першому розділі посібника з назвою "Засади міжнародної інвестиційної діяльності" розкриваються особливості діяльності на міжнародному інвестиційному ринку, відображені форми та етапи розвитку міжнародної інвестиційної діяльності компаній.

Другий розділ "Міжнародна діяльність на ринку фінансових інвестицій" найбільший за обсягом. І це природно. В індустріально розвинутих країнах названий сектор інвестування є домінуючим, а обсяги інвестицій за цією ознакою найбільшими. Крім того, кількість видів акцій, облігацій, методи роботи з ними перевершують відомі широкому загалу переліки інвестиційних активів фондового та кредитного ринків України. У цьому розділі охарактеризовано окремі види цінних паперів, фінансових активів, які до цього часу відсутні, на жаль, у фінансово-економічному механізмі інвестиційного ринку України.

Знання з третього розділу, "Інструменти аналізу міжнародного інвестиційного ринку" допоможуть зорієнтуватися на іноземних інвестиційних ринках, зокрема раціонально застосувати індекси міжнародного фондового ринку з урахуванням їхніх особливостей. У цьому розділі вміщено інформацію про найвідоміші рейтингові агенції та системи їхніх рейтингів.

У четвертому розділі "Інвестори на міжнародному інвестиційному ринку" висвітлено організаційні засади діяльності міжнародних фондових інвесторів (перш за все, Міжнародного банку реконструкції і розвитку та Європейського банку реконструкції і розвитку), охарактеризовано структуру та механізм функціонування інвестиційних фондів, страхових компаній, пенсійних, донорських та благодійних фондів як інституціональних інвесторів.

У п'ятому розділі підручника викладено особливості застосування фундаментального та технічного методів аналізу міжнародних ринків.

Зрозуміло, що у вузькі рамки посібника з міжнародних інвестицій важко втиснути увесь обсяг спеціальних знань з технічного аналізу, тому автори за основну мету розділу обрали завдання навчити визначати тенденції у розвитку ринків та розробляти відповідну стратегію.

Шостий розділ "Інвестиційна діяльність міжнародних корпорацій" стосується перспектив української економіки. Сучасна

економічна ситуація в Україні, рівень розвитку виробничих сил, запаси сировини, наявність кваліфікованої робочої сили, природно-кліматичні умови є важливими факторами залучення реальних інвестицій іноземних інвесторів. Такими інвесторами можуть бути, перш за все, міжнародні корпорації, поява яких, у свою чергу, є одним із етапів розвитку міжнародної торгівлі, кооперації, інвестиційної діяльності.

У цьому розділі підручника автори розглядають матеріальні та нематеріальні інвестиційні активи ринок яких ще недостатньо розвинут в Україні. Серед них інвестування у колекції, альтернативні інвестиції, інвестування у нерухомість, інвестування в золото. В підручнику подано основні напрями розвитку цих ринків в провідних економіках світу та перспективи їхнього розвитку в Україні.

У восьмому розділі "Україна на міжнародному інвестиційному ринку" окреслюється роль іноземних інвестицій, ступінь розвитку інфраструктури залучення іноземних інвестицій та необхідні умови для входження України у світову економічну систему.

Обсяг підручника не дає можливості торкнутися усіх особливостей багатогранних аспектів сучасної інвестиційної діяльності. На нашу думку, у процесі удосконалення посібника слід зосередити увагу на теоретичних підходах до розвитку міжнародних інвестиційних процесів, питаннях діяльності на міжнародному інвестиційному ринку страхових компаній, банків, а особливо пенсійних фондів як інституціональних інвесторів, структурованій класифікації міжнародних інвестиційних активів та міжнародного інвестиційного ринку, на розгляді діяльності держав та впливу державних інтересів на міжнародний інвестиційний ринок, висвітленні нових тенденцій та перспектив участі України у світових інвестиційних процесах.

Сподіваємось, що підручник стане у пригоді економістами-міжнародниками, насамперед, спеціалістам, які здійснюють перші кроки на ниві міжнародної інвестиційної діяльності, зокрема маючи на меті поширити діяльність своїх фірм, корпорацій банків на міжнародні фондові, фінансові, товарні та інвестиційні ринки.

## Розділ 1. Засади міжнародної інвестиційної діяльності

Міжнародні інвестиції дають можливість отримати від вкладення капіталу більш високий прибуток порівняно з національним інвестуванням. Прибуток при цьому забезпечується більш високим цін активів на національних ринках, росту курсу валют відносно валюти інвестора завдяки ефекту транснаціоналізації діяльності корпорацій. Міжнародні інвестиції здійснюють спеціалізовані інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії, банки, корпорації і приватні інвестори.

На ринку міжнародних інвестиційних активів розрізняють два головні сегменти:

міжнародний ринок: а) міжнародний ринок фінансових та б) міжнародний ринок реальних інвестицій.

Реальними (real investments) вважаються інвестиції в будь-який тип матеріальних активів (земля, устаткування, підприємства). Фінансовими ж інвестиціями (financial investments) є контракти, записані на папері або в електронному вигляді. На думку У. Ф. Шарпа, *у примітивних економіках основну частину інвестиційних активів утворюють реальні інвестиції, тоді як у сучасній економіці перевага надається їхньому фінансовому сегменту* [ 93 ]. Хоча, слід зазначити, що потужний розвиток інститутів фінансового інвестування значною мірою сприяє зростанню і реальних інвестицій.

### 1.1. Розвиток теорій міжнародного інвестування

Міжнародна інвестиційна діяльність сьогодні є провідним чинником становлення світової економічної системи. Участь України як рівноправного учасника цієї діяльності зможе забезпечити сталий розвиток держави.. Сьогодні вже очевидно, що проблему залучення інвестицій в економіку України слід розглядати в контексті особливостей трансформаційних процесів, які відбуваються в країні. Формування економічної політики України, що стимулюватиме інвестиційні процеси, вимагає глибокого знання історії, теорії та практики інвестиційної діяльності. Тому далі

необхідно зупинитися на основних історичних етапах розвитку інвестиційних теорій, світової практики їх застосування в контексті реалізації економічної політики держав, дослідження важелів державного впливу на інвестиційні процеси та впливу міжнародної інвестиційної діяльності на розвиток національних економік. Таке дослідження допоможе проаналізувати недоліки та переваги, наслідки й перспективи, мотивацію застосування державою тієї чи іншої інвестиційної моделі.

Історичні приклади самого раннього введення інвестиційної діяльності можна знайти ще у стародавніх жерців. Знайдено глиняні таблички на яких жерці Шумера ретельно занотовували історичні, юридичні та ділові записи. Окремі з них відносяться і до проблем управління коштами. Жерці ретельно вели ділову документацію, бухгалтерські рахунки, здійснювали постачальницьку, збутову діяльність, виконували контрольні, планові та інші функції. Їх не можна було назвати класом власників. Тому що пожертвування для храмів та результати господарської діяльності храмів були результатом релігійної та державної діяльності. Гроші для жерців не були головною метою, але окрім виконання ритуальних функцій вони завідували збором податків, управляли державною казною, розподіляли державний бюджет, проводили майнові операції.

Старовинна Грецька культура, якщо висловлюватися сучасною термінологією – цивілізація венчурних фірм. В архаїчному полісі домінують малі (майстер, кілька учнів, від 5 до 30 рабів) ремісницькі майстерні – ергастерії. Великих майстерень (100 – 120 рабів) було небагато. В сільському господарстві домінують невеликі сімейні фірми. Населення самих полісів було в межах від тисячі до кількох десятків тисяч осіб. Політично активна частина поліса, що складалася з вільних та повноправних громадян, які досягли тридцяти років, була ще меншою. Всі вони розділялись на партії, родові та культурні об'єднання, клуби, ділові товариства, неформальні товариства, професійні корпорації.

Цивілізацією венчурних фірм стародавню Грецію можна назвати й по іншим ознакам. Це ініціативність і ризик, підприємництво і новаторство, науково-практичний, винахідницький підхід до любой діяльності, інноваційний стиль управління, вміння швидко

переорієнтуватися та добитися успіху в новій справі. Греки були практичними і грамотними. Всі ці якості зумовили характер Грецьких походів та судноплавства, які були не завойовницькими, а торговими, соціальними і значною мірою збагачували економіку нових територій за рахунок інвестицій, будівництва, розвитку торгівлі, грошових відносин та безперечно культури.

Сучасна інвестиційна теорія формується одночасно зі світовим ринком, який отримав свій початок завдяки великим географічним відкриттям XV-XVI ст. Ця обставина вплинула на утворення інвестиційної теорії епохи меркантилізму. В основу цієї політики було покладено принципи, сформульовані Томасом Маном, Девідом Юмом та Джоном Ло.

Розвиток капіталістичних відносин в Англії став початком нової ери в науці об інвестиціях. Центром промислової революції в Англії є її північна частина. Це Манчестер та Ньюкасл, Ланкшир і Йоркшир – індустріальне серце держави, регіон, який в XIX віці називали «промисловою майстернею світу». Її колыскою без сумніву був Манчестер – світовий центр текстильного виробництва. Саме це місто стало осередком великого промислового виробництва, флагманом науково-технічного прогресу

Розвиток капіталістичних відносин призвів до занепаду меркантилізму. На мануфактурній стадії капіталізму меркантилізм перестає відігравати провідну роль. На перший план висуваються проблеми виробництва. Меркантилізм на пізній стадії розвитку сам, власне, підготував перехід від жорсткого управління державою економічними процесами до саморегулювання останніх, адже економічно зміцніла буржуазія намагалася позбутися державного контролю, повністю реалізувати приватні інтереси. Одночасно з процесами лібералізації економічних відносин змінювались інвестиційна теорія та інвестиційна політика держав.

Заслуга в формуванні нового методу пізнання, що докорінно змінив уявлення про роль держави в суспільній господарській системі, належить англійським економістам. Саме представники англійської класичної школи політичної економії першими розглянули об'єктивні умови розвитку процесів інвестування. На відміну від меркантилістів, які аналізували й узагальнювали процеси,



що відбувалися в обігу, представники класичної школи переносять дослідження в сферу виробництва.

**Адам Сміт (1723-1790)** вбачав економічну умову збагачення суспільства в наявності не просто грошей, а капіталів. Сприяння економічному розвитку А. Сміт розуміє як часткове втручання держави в економічні процеси, зокрема з метою обмеження непродуктивного споживання, яке гальмує інвестування.

**Давід Рікардо (1772-1823)** в роботі «Начала політичної економії і оподаткування» поряд з вирішенням теоретичних проблем розвитку виробництва дає власне тлумачення проблеми інвестування капіталів. Його висновки майже такі ж самі, як і висновки А. Сміта. Давід Рікардо активніше, ніж Адам Сміт, відстоював принцип лібералізації міжнародних відносин. На його думку, вільний рух товарів і капіталів, що підлягає дії об'єктивних законів, автоматично забезпечує зростання багатства й стабільності економіки. Держава має обмежуватися лише створенням сприятливих умов і підтримкою стратегічних галузей.

Класичні доктрини отримували свій розвиток у працях «економістів нової хвилі»: **Ж.Б. Сея, Т.Р. Мальтуса, Н.У. Сеніора, Ф. Бастіа, Д.С. Мілля** та ін. Особистий внесок **Джеймса Мілля (1723-1836)** в теорію інвестицій полягає у визначенні ролі держави в регулюванні інвестицій та інвестиційних процесів. Він наголошує на тому, що державні витрати, наприклад інвестиції у сферу виробництва засобів виробництва, можуть також забезпечувати формування бажаної суспільно-економічної структури, поживляти процеси інвестування.

У той же час США натрапляють на абсолютно інші, ніж у Європі, проблеми: по-перше, брак найманої робочої сили; по-друге, ускладнення ввозу машин та обладнання як через протекціонізм європейських держав, так і через віддаленість ринків, що робило інвестиційні товари надто дорогими.

**Чарлз Кері (1793-1879)**, представник американської інвестиційної теорії другої половини ХІХ ст., вважав, що політику держави треба будувати на засаді формування національних інтересів, її складові – це цілеспрямоване законодавство, підпорядковане ідеї залучення інвестицій у промисловість, створення інфраструктури, що потребувала б постійного розвитку й давала належні дохо-

ди, запобігання імпорту промислових товарів, формування суспільної підприємницької ідеології.

У другій половині XIX століття відбулася трансформація класичної інвестиційної концепції. Завдяки новим маржинальним підходам було розширено межі аналізу інвестиційних процесів, уточнено економічну інвестиційну модель. Уперше постає проблема свідомого регулювання розподілу інвестицій між матеріальними факторами виробництва та працею, проблема доцільності інвестування виробництва, що базується на використанні обмежених ресурсів.

Особливості інвестиційної теорії початку XX століття у Швеції були зумовлені тим, що ця країна не брала участь у Першій світовій війні, але експортувала воєнну продукцію, в результаті чого опинилась в економічній блокаді. Водночас відбулася структурна перебудова суспільної економіки, яка зумовила зростання попиту на капітали, джерела яких були обмежені. Розбалансовані ринкові механізми неспроможні були вирішити проблему відновлення інвестиційної рівноваги. Тому шведські економісти розглядали ідею втручання держави в економіку дуже серйозно.

Засновником стокгольмської школи був **Кнут Віксель (1851-1926)**. Він передбачав необхідність втручання держави в механізм рівноваги, хоча на той час держава ще не була готова взяти на себе функції макрорегулювання. Цю його ідею, як і теорію цін, процентів та інвестицій, згодом було втілено в працях Дж. Кейнса та інших авторів. К. Віксель вважав, що розуміння інвестиційної природи економічного циклу дає ключ до регулювання його за допомогою банківської системи.

Неокласичну теорію інвестицій розвинув **Артур Пігу (1817-1859)** – автор концепції «економіки добробуту». Він розглядав соціальний добробут (рівень національного доходу) як суму добробуту окремих індивідів (індивідуальних доходів) і зростання обсягів доходів від інвестиційної активності в суспільстві. На думку А. Пігу, держава може регулювати інтенсивність інвестиційних процесів.

Проте, як прихильник неокласичної школи, він вважав за неможливе втручання держави в економіку на мікроекономічному рівні, сформулювавши теорію «зовнішніх ефектів». А.Пігу дово-

дять, що держава може впливати на ефекти, не гальмуючи вільної дії ринкових механізмів і стимулюючи економічний розвиток. У центрі уваги Артура Пігу знаходяться інвестиційні процеси, інтенсивність яких зумовлює відповідний рівень економічного зростання. Тому він розглядає саме проблему формування інвестиційного середовища в державі.

Весною 1916 року в Цюріху **В.І.Ленін (1870 – 1924)** написав книгу «Імперіалізм, як вища стадія капіталізму». В цій роботі він дав теоретичне тлумачення нового етапу розвитку капіталізму який за його думкою характеризувався наступними ознаками:

**1. Концентрація виробництва і монополії.** Різке зростання промислового виробництва та швидкий процес концентрації виробництва на все більш великих підприємствах є однією з найбільш важливих ознак капіталізму, яка створює передумови до розгортання діяльності на міжнародних ринках;

**2. Нова роль банків в економічних процесах.** З розвитком банківської справи і концентрації її в малій кількості фінансових установ банки переростають роль посередників на фінансових ринках і стають всесильними монополістами, які розпоряджаються практично всім грошовим капіталом капіталістів та дрібних хазяїв, а також більшою частиною засобів виробництва та джерел сировини в своїй країні та в цілому ряді інших країн;

**3. Фінансовий капітал та фінансова олігархія;** Цю економічну категорію на початку сторіччя В.І. Ленін характеризував як концентрація виробництва; монополії, що виростають з неї, злиття або зрощування банків з промисловістю;

**4. Вивіз капіталу.** В роботі зазначено, що для старого капіталізму, з повним домінуванням вільної конкуренції, був типовим **вивіз товарів**. Для нового капіталізму, з пануванням монополій, типовим є **вивіз капіталу**. Як характерні ознаки цього періоду було виділено: по-перше, створення монополістичних союзів капіталістів в усьому світі і по-друге, монополістичне положення кількох багатих країн, в яких накопичення капіталу достигло гігантських розмірів. Виник величезний «избыток капитала» в провідних країнах.

**5. Розподіл світу між союзами капіталістів.** На початку ХХ сторіччя В.І.Ленін бачив закономірність розвитку капіталізму у

тому, що монополістичні союзи, картелі, синдикати, трести ділять між собою перш за все внутрішній ринок захоплюючи виробництво окремих товарів в своїй країні. Але внутрішній ринок безпосередньо пов'язан з зовнішнім. Капіталізм вже тоді створив світовий ринок. Зі зростанням вивозу капіталу зростали іноземні та колоніальні зв'язки, формувались «сфери впливу» головних монополістичних союзів і справа істотно підходила до угоди між ними та розвитку міжнародних картелів (сьогодні – транснаціональних корпорацій);

**6. Розподіл світу між великими державами.** Ця ознака міжнародного інвестування тісно пов'язана з розподілом світу між союзами капіталістів. В.І.Ленін відзначав, що монополії є найбільш стійкими, коли вони захоплюють в свої руки всі джерела сировинних ресурсів (наприклад залізнорудні землі, або нафтові джерела). Володіння колоніями надає повну гарантію успіху в конкурентній боротьбі. Чим вище розвиток капіталізму, чим сильніше відчувається нестача сировини у сьому світі, тим відчайдушніше йде боротьба за придбання колоній. На той час політичний розподіл світу між основними колоніальними державами був основною формою глобального економічного поділу світу. Однак і в той час вже існували сучасні моделі поділу світу за «сферами впливу». Так В.І.Ленін відзначав, що Південна Америка і в особливості Аргентина знаходиться в такій фінансовій залежності від Лондона, що її слід вважати англійською торговою колонією. На теперішній час ми можемо відзначити значне зростання кількості методів впливу на економічний розвиток планети провідними країнами світу.

Інституціональний підхід до аналізу інвестиційних процесів започаткував у своїй теорії ефективної конкуренції **Йозеф Шумпетер (1883 – 1950)**. Особливість його підходу полягала в тому, що, аналізуючи причини динамічних змін, він концентрував увагу на інституціональних складових суспільного розвитку, а саме на інноваційній діяльності як на функції виробництва.

Інституціональна за своєю суттю теорія Шумпетера стала тим поворотним пунктом, завдяки якому в інвестиційних доктринах почали зважати на автономні чинники, що справляють великий

вплив на інтенсивність, територіальні й галузеві напрями інвестування.

На межі XIX та XX ст. основи вільної конкуренції, як регулятора капіталістичного господарства, було підірвано пануванням монополій. Вільне переливання капіталу та робочої сили, вирівнювання витрат виробництва, цін та норми прибутку все це стало неможливим. Найбільшою мірою нездатність капіталістичної економіки до саморегульованого розвитку виявилася в роки світової економічної кризи 1929 р. та «великої депресії» 30-х років. Ставало очевидним, що усупільнення та ускладнення господарського механізму постійно потребують регулювання економіки в загальнонаціональних масштабах. Усе це привело до зростання ролі держави, посилення її економічних функцій в тому числі і в регулюванні зовнішньоекономічної та інвестиційної діяльності.

Вагомого значення проблемі державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку надавав **Джон Мейнард Кейнс (1883-1946)**. Він виступив з низкою праць щодо питань циклічного розвитку. Головною з них є «Загальна теорія зайнятості, процента і грошей», у якій сформульовано основні принципи цієї системи поглядів, що згодом отримала назву «кейнсіанство».

Провідна ідея теорії Д. Кейнса – необхідність державного регулювання капіталістичної економіки, зокрема свідоме створення макроекономічних умов для економічного зростання через формування економічних механізмів залучення інвестицій у національне господарство. Теоретичне обґрунтування циклічності розвитку він здійснює, поклавши в основу концепції державного втручання в економіку категорії «інвестиції», «заощадження» та «ефективний попит».

Д. Кейнс першим указує на необхідність стимулювання інвестиційного процесу. На цьому принципі він будує свою економічну програму втручання держави в економіку через стимулювання ефективного попиту. Взявши за основну тезу те, що визначальною складовою ефективного попиту є інвестиційний попит (виробниче споживання), Кейнс пропонує впливати на інвестиційні процеси за допомогою грошово-кредитної та бюджетної політики.

Значну роль у макроекономічній моделі Кейнса відіграє механізм інвестиційного мультиплікатора. Мультиплікатор – це відношення обсягів доходів до обсягів інвестицій. Інвестиційний мультиплікатор саме і є показником темпів зростання доходів у порівнянні з інвестиціями.

Різде посилення процесу монополізації ринків, яке заблокувало дію ціни рівноваги та зумовило стрімке зростання інфляції, а також високе зростання безробіття в країнах Заходу в 70-х роках ХХ ст. не вмщувалося в рамки кейнсіанської теорії. Тому знадобився перегляд теоретичних підстав грошово-кредитної політики та пріоритетів регулювання економіки. Такий перегляд здійснювався на основі зростання значущості фінансових факторів господарських процесів.

Причиною зміни пріоритетів макроекономічного управління від стимулювання економічного зростання (інвестиційного попиту) до переважно антиінфляційних заходів виявилась інфляція на початку 70-х років. Вона була викликана монополізацією економіки та впливом на економіку структурних факторів.

Указані обставини зумовили теоретичне обґрунтування рекомендацій нової, монетаристської концепції грошей, інфляції та грошово-кредитної політики. Монетаристи виходили з того, що економіка країн з ринковими відносинами внутрішньо стійка і здатна до саморегулювання. Необхідною умовою для функціонування механізмів саморегулювання є стійкість грошового обігу та цін.

Об'єктом регулюючого впливу держави є фактори, що стимулюють пропозицію ресурсів, на відміну від кейнсіанської концепції попиту на них. Вплив же на динаміку попиту (інвестицій) шляхом зниження ставок на позиковий капітал призводить тільки до ослаблення механізму саморегулювання, вибухів інфляції. Враховуючи це, монетаристи пропонують відмовитись від впливу на попит як від методу антициклічного регулювання, що призводить до різких коливань обсягу грошової маси в обігу та порушень стійкості господарського сектора. Головним довгостроковим орієнтиром грошово-кредитної політики стає обсяг пропозиції грошей (грошова маса).

Монетаризм – це економічна концепція, що ставить у центр грошову політику держави, зайнятість ресурсів та стабілізацію господарської системи. Монетарне правило полягає в тому, що маса грошей в обігу повинна щорічно збільшуватися темпами, які дорівнюють потенційним темпам зростання валового національного продукту (ВНП).

Отже, об'єктом впливу згідно з монетаристською концепцією є пропозиція ресурсів (товарів). Держава намагається стимулювати пропозицію ресурсів такими шляхами: зниженням ставок оподаткування, що сприяє нагромадженню; скороченням бюджетних видатків (на управління та інші цілі); зниженням обсягу бюджетного фінансування державного сектора економіки; ліквідацією бюджетного дефіциту, що стабілізує грошовий обіг, та ін.

При зовнішніх розбіжностях та різних підходах (кейнсіанська й монетаристська моделі) до вибору об'єкта регулювання (платоспроможний попит або пропозиція ресурсів) розглядається єдиний об'єкт регулювання – інвестиційний ринок. За допомогою такого підходу, стимулюючи інвестиційну пропозицію, держава тим самим стимулює й попит на ресурси. Отже, обидві концепції з різних позицій розглядають одну проблему – збалансованість ринків та економіки країни в цілому. Проте необхідно визнати, що саморегулювання ринкового господарства досягається тільки під впливом держави, яка може сповільнити або прискорити розвиток економічних процесів.

Серед сучасних іноземних авторів, які переймаються проблемами міжнародного інвестування слід відзначити **У. Шарпа**, який на прикладі фондового ринку США ретельно проаналізував питання покупки та продажу цінних паперів, ринки цінних паперів, що існують, питання інвестиційної вартості об'єктів інвестування, оцінку ризикових та мало ризикових інвестиційних проектів, проблеми формування інвестиційного портфелю та портфельного аналізу, моделі оцінки фінансових активів, оподаткування та інфляцію в інвестиційних операціях, види цінних паперів, що існують в світі та засоби роботи з ними на ринках, в тому числі різні методи аналізу ринків. В сфері теорій міжнародного інвестування автором класифіковано загальний портфель фондового ринку, що є доступним для міжнародних інвесторів, проаналізовано викори-

стання міжнародних індексів звичайних акцій, питання ризику та доходності іноземних інвестицій, діяльність транснаціональних корпорацій на міжнародних товарних та інвестиційних ринках.

На сучасному етапі є відомі економісти, які досліджують теорію і практику сучасних інвестиційних процесів в світі і в Україні. Значний внесок в розробку методологічного інструментарію оцінки ефективності інвестиційних потоків, форм та методів залучення іноземних інвестицій зробив професор **Бланк І.А.**

В роботах професора **О. М. Ястремської** розглядаються питання аналізу та ретроспективи теорій інвестування, сучасне розуміння інвестиційної діяльності, розроблену структуру показників, що характеризують напрями реалізації мезорівневої інвестиційної політики, інвестиційна діяльність розглядається як соціальний інститут, що є новим підходом у оцінці інвестиційних процесів, PR – політика розглядається як стимул підвищення інвестиційної привабливості об'єктів реального інвестування, а також пророблено методи моделювання поведінки партнерів у процесі інвестування.

Широко відомим вітчизняним вченим і засновником нового напрямку в економічній науці – «інвестознавство» є професор **В. Г. Федоренко**. В його роботах приділяється значна увага інноваційній діяльності, яка в значній мірі залежить від інвестицій. На його думку, створення нової ефективної системи, спроможної стимулювати економічне зростання, неможливе без організації реального процесу поживлення економіки та інвестицій. В останніх дослідженнях проф. В.Г. Федоренка економічне піднесення та інвестиційна активність розглядаються під кутом зору функціонування діючого ринку капіталів. Короткостроковими і середньостроковими завданнями державної інвестиційної політики є, перш за все, відродження ринку фінансових інвестицій і капіталів, які передбачають підвищення ефективності функціонування банківської системи і розвиток ринку акціонерних капіталів і державних цінних паперів.

Фондові методи розвитку промислових корпорацій на основі аналізу світового досвіду та теорія капіталотворчої функції промислових корпорацій розвинені в працях проф. **С. В. Богачова**. Дослідником розглянуто теоретичні проблеми функціонування акціо-



нерного капіталу, виконано порівняння ефективності діяльності підприємств різних форм власності і організаційно-правового статусу, виявлено особливості розвитку і функціонування фондового ринку України, обґрунтовано шляхи вдосконалення дивідендної політики промислових корпорацій і подальшого розвитку фондового механізму їх фінансування. Розглянуто теоретичні проблеми нагромадження капіталу промисловими корпораціями та визначено можливості реалізації ними капіталотворчої функції на фондовому ринку шляхом удосконалення податкового законодавства, забезпечення публічної звітності. Ці дослідження проведено з урахуванням іноземного досвіду та аналізу національних моделей залучення інвестицій, що існують в світовій економічній системі.

### **1.3 Особливості міжнародного інвестування на ринку фінансових активів**

За сучасних умов, у зв'язку із широким розвитком міжнародних економічних зв'язків, інвестор, який бажає вигідно розмістити вільні власні кошти, може діяти різними методами.

**По-перше**, він має можливість сформувати портфель номінованих у національній валюті інвестицій з інструментарію національних емітентів. До них належать цінні папери держави, регіональних і місцевих органів влади, акціонерних товариств, а також депозити в національній валюті.

Перевагами такого підходу до формування портфеля інвестицій слід вважати:

- можливість мати досить повну інформацію про емітентів;
- ведення власної статистики фондового і грошового ринків;
- використання тільки національної валюти, що виключає ризик валютного обміну;
- відсутність додаткових витрат, пов'язаних з інвестуванням за кордоном;
- можливі податкові та інші пільги для інвесторів-резидентів порівняно з інвесторами-нерезидентами.

Водночас такий підхід не дозволяє диверсифікувати інвестиції для зменшення ризику в разі падіння прибутковості національних активів фондового і грошового ринків, а також одержати більш високий прибуток порівняно з прибутковістю національно-

го ринку. Крім того, за сучасних умов практично кожний національний ринок, унаслідок присутності на ньому іноземних інвесторів, неминуче стає частиною світового ринку інвестицій з усіма позитивними й негативними наслідками такого стану.

**По-друге**, у портфель інвестицій можна включити номіновані в національній валюті цінні папери іноземних емітентів, які торгуються (купуються і продаються) на національному ринку. Наприклад, японські або американські компанії, яким для фінансування своєї діяльності необхідні швейцарські франки, випускають на швейцарський ринок свої облігації, номіновані в швейцарських франках. Іншим прикладом є американські депозитарні розписки (American Depository Receipts (ADR) (див. розд. 2).

Перевагою залучення таких засобів до портфеля інвестора є можливість високої якості інвестицій за рахунок більш високої прибутковості чи більш низького ризику таких цінних паперів. Хиби їхнього придбання пов'язані з обмеженою можливістю отримати інформацію про емітента, а також із ризиком падіння курсу валюти емітента відносно валюти інвестора, оскільки ціна таких інструментів на національному ринку визначається з урахуванням курсу обміну валют.

**По-третє**, до портфелю інвестицій можна включити засоби, що торгуються на національних фондовому і грошовому ринках, але номінуються в іноземній валюті.

Перевагами залучення до портфеля інвестицій таких активів слід вважати: можливість отримати додатковий прибуток під час зростання курсу іноземної валюти; зменшення загального ризику портфеля в разі падіння ринку цінних паперів національних емітентів або падіння курсу національної валюти.

Однак подібні інвестиції пов'язані з додатковим ризиком унаслідок можливого введення адміністративних обмежень щодо операцій з іноземною валютою або внаслідок падіння курсу валюти інвестицій відносно як національної, так і інших (іноземних) валют.

**По-четверте**, інвестор може сформувати портфель міжнародних інвестицій, залучаючи до нього цінні папери як з національного ринку, так і ті, що торгуються на міжнародному ринку, який охоплює інші національні ринки та євроринок.

Здійснюючи **міжнародні інвестиції**, необхідно враховувати їхні **особливості**. Охарактеризуємо специфіку цієї фінансової сфери.

**Психологічні бар'єри.** Такі бар'єри на шляху здійснення міжнародних інвестицій, як правило, викликані незнанням економіки, політики й культури інших країн, зокрема національної мови, а також методів торгівлі на фінансових ринках, порядку звітності і т. ін. Інституціональні інвестори часто здійснюють свої міжнародні інвестиції через брокерів відповідних національних ринків. Слід зазначити, що багато приватних інвесторів поки що з упередженням ставляться до міжнародних інвестицій.

**Інформаційні труднощі.** Досить часто для інвестора буває дуже складно отримати інформацію про іноземні ринки та емітентів з таким же ступенем вірогідності, як і про учасників національного ринку. Проте в наш час багато іноземних брокерів володіють даними фінансового аналізу більшої частини іноземних акцій, що торгуються на міжнародних ринках. Американські, японські і деякі європейські брокери надають також інформацію про очікувані прибутки компаній і навіть рекомендують інвесторам комп'ютерні системи, які діють у реальному часі. Зокрема, дані про міжнародні інвестиції містять такі **міжнародні інформаційні системи**, як *Reuters, Telerate, Tenfore, Forex*, які повідомляють не тільки новини з ринків інвестицій, а й про ціни на окремих з них та про вартість цінних паперів.

**Юридичні складності.** У різних країнах для іноземних інвесторів часом виникають юридичні ускладнення, пов'язані з розміщенням їхнього капіталу та його поверненням разом з отриманим прибутком у свою країну, включаючи особливості оподаткування. Як правило, у випадку інвестування необхідно прогнозувати оподаткування: операцій, приросту капіталу, та прибутку (дивіденди і відсотки).

**Податок на операції** може бути пропорційним обсягу угоди. Наприклад, у Росії оподатковується операції з цінними паперами в розмірі 0,3 % обсягу угоди стосовно корпоративних цінних паперів і 0,1 % обсягу угоди з державними цінними паперами. У Швейцарії федеральний збір на операції з цінними паперами становить 0,09 % від їхнього обсягу. У країнах, де брокери нарахову-

ють собі комісійні, такий податок може бути пропорційним розміру комісійних. У деяких країнах узаконено фіксований податок на угоди. Звичайно, розмір податку на операції, порівняно з іншими податками, невеликий.

*Приріст капіталу* (різниця між цінами продажу і купівлі цінного паперу) оподатковується, як правило, у країні інвестора, незалежно від того, де були здійснені інвестиції.

*Прибуток на іноземні інвестиції* виплачується юридичною особою однієї країни резиденту іншої країни. Це часто створює конфлікт національних юрисдикцій, оскільки обидві країни можуть оподаткувати цей прибуток, що призводить до подвійного оподаткування. Для уникнення ситуації подвійного оподаткування укладають міжнародні договори, згідно з якими інвестор одержує в країні інвестицій податковий кредит, а також прибуток за вирахуванням утриманого податку. У країні інвестора оподатковується загальний розмір іноземних прибутків, але сума цього податку зменшується на суму податкового кредиту, тобто на суму податку, утриманого в країні інвестицій. Зазначимо, що утриманий податок у більшості країн враховується на ринку акцій, на прибутки від облігацій він не нараховується.

**Додаткові витрати.** Міжнародні інвестиції, як правило, супроводжуються додатковими транзакційними витратами, до яких належать:

- більш високі комісійні посередникам на іноземних ринках;
- більш висока плата за оформлення угод;
- більш висока зарплата керівникам портфельів міжнародних інвестицій.

Дилери фондових бірж можуть стягувати *комісійні* у різній формі – у договірному чи фіксованому розмірі за встановленою шкалою або у вигляді різниці між ціною (*spread* – спреда) купівлі й продажу (*bid/ask*). У США комісійні за угодами з акціями низькі – зазвичай 0,18 % для значних угод. В інших країнах вони вищі і можуть становити від 0,3 % до 1 %. Для угод з облігаціями середній розмір комісійних вказати важко, оскільки він визначається, як правило, у вигляді різниці між ціною купівлі і продажу, що залежить від обсягу угод за конкретними облігаціями. У цілому розмір комісійних під час укладання угод з облігаціями на всіх ринках невеликий.

*Плата за оформлення угод* стосовно міжнародних інвестицій вища, ніж у випадку укладання угод на національних ринках, що пов'язано з багатовалютною системою обліку і звітності та з можливим ускладненням структури розрахункової системи. У деяких країнах створені недорогі й ефективні централізовані розрахункові системи з єдиною кліринговою платою. У цілому витрати, пов'язані з оформленням угод про міжнародні інвестиції, можуть становити понад 0,1 % вартості активів.

Перевищення *плати за керування портфелем* міжнародних інвестицій порівняно з керуванням національним портфелем обумовлено такими чинниками:

- підпискою на міжнародні бази даних;
- дослідженнями міжнародного ринку;
- урахуванням розбіжностей;
- вартістю комунікацій (міжнародний телефон, комп'ютерні мережі, поїздки за кордон).

Звичайно, ці витрати перевищують аналогічні витрати на керування портфелем національних інвестицій на 0,1 – 0,3 % вартості активів.

**Переваги міжнародних фінансових інвестицій.** Незважаючи на вищезазначені труднощі та ризики, обсяг міжнародних інвестицій на світовому ринку досить високий і він постійно зростає. Так, акції всіх основних світових корпорацій котируються на біржах різних країн. Потужні корпорації, а також уряди й місцеві органи влади позичають кошти, випускаючи свої цінні папери в інших країнах або на європейському ринку. Відомі міжнародні фінансові групи, володіючи значними коштами, інвестують їх на тих сегментах міжнародного ринку, де можна одержати вищі прибутки.

Значний розвиток інституту міжнародних інвестицій пов'язаний з тим, що вони дають можливість одержувати **більш високу якість** – велику прибутковість – з меншим ризиком порівняно з чисто національними інвестиціями.

Цінні папери кожного національного ринку мають тенденцію до одночасного зростання чи падіння своїх курсів, оскільки на них однаково впливають національні економічні й політичні умови – обсяг і динаміка грошової маси, зміна процентних ста-

вок, дефіцит бюджету, грошова й податкова політика держави і т. ін.

*Додаткова прибутковість міжнародних інвестицій* пов'язана з можливим зростанням курсу іноземних валют відносно валюти інвестора. Зростання курсу валюти деякої країни дозволяє також одержати більш високу прибутковість вкладень в облігації її емітентів, навіть якщо їхня прибутковість буде дещо меншою від прибутковості облігацій у країні інвестора.

Міжнародні інвестиції можуть забезпечити і *менший ризик* їхнього *портфеля*. Це пов'язано з тим, що економіка різних країн розвивається нерівномірно, і якщо деякі національні ринки акцій будуть падати, інші зростатимуть. Досвідчений інвестор може купувати на ринках активи, які, на його думку, будуть зростати, і нехтувати тими, що можуть упасти. Звичайний інвестор може зменшити ризик міжнародних інвестицій шляхом диверсифікації портфеля, тобто придбання цінних паперів різноманітних національних ринків.

### **1.3. Форми міжнародного реального інвестування**

Головними учасниками міжнародного інвестування на ринку реальних інвестицій є фірми, корпорації, міжнародні компанії (держави). Учасниками міжнародних проектів реального інвестування можуть бути також держави.

***Міжнародна інвестиційна діяльність (корпорацій) пов'язана з експортом й імпортом капіталів, технологій, послуг, здійсненням разом з іншими державами проектів, зі створенням спільних підприємств, з інтеграційними процесами в різних сферах.***

Основні цілі компанії-інвестора:

- розширення виробництва, збільшення прибутку через освоєння нових ринків за кордоном;
- досягнення економії в масштабах виробництва;
- збільшення прибутку за рахунок використання порівняльних переваг інших країн;
- збільшення валютних ресурсів фірми.

Основні цілі компанії, яка *отримує інвестиції*:

- модернізація і розширення виробничої бази фірми;
- досягнення економії завдяки заміні устаткування, сировини;
- розширення виробництва, збільшення прибутку через освоєння нових внутрішніх ринків;
- розширення асортименту на національному споживчому ринку.

Цілі міжнародного інвестування на ринку реальних інвестицій можна сформулювати так:

- Обхід тарифних мит і низки нетарифних протекціоністських бар'єрів.
- Використання різниці щодо вартості ресурсів у різних країнах, у т. ч. використання різниці стосовно витрат виробництва.
- Підвищення конкурентоспроможності й більш активне, ніж у випадку зовнішньої торгівлі, входження на ринки; використання ефекту входження на ринок не ззовні (торгівля), а зсередини.
- Вивезення капіталу не лише в обхід митних бар'єрів, але й з метою одержання вигаду порівняно з національними фірмами у сфері оподаткування, що за інших рівних умов підвищує конкурентоспроможність підприємства як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку з переказом отриманого прибутку в країну базування.
- Отримання допомоги щодо налагодження випуску технічно складної продукції.
- Разове отримання нових технологій у розрахунок на їхнє постійне постачання.
- Вирішення проблеми навчання національних кадрів.
- Отримання фінансової вигоди порівняно з імпортом товарів та іноземних кредитів.

На стратегію фірми впливає зовнішньоекономічна політика держави.

Залежно від того, обмежує чи, навпаки, стимулює держава ввезення (вивезення) товарів, інвестицій, розрізняють такі чотири основні види зовнішньоекономічної стратегії держави:

**1) стратегія ізоляції** – стратегія вилучення держави зі світових господарчих зв'язків. Дана стратегія провадиться винятково з політичних та ідеологічних міркувань. Економічно ця стратегія не виправдана;

**2) стратегія протекціонізму** – стратегія захисту внутрішнього ринку від іноземної конкуренції. Як правило, захист внутрішнього ринку поєднується зі стимулюванням тією чи іншою мірою експортного виробництва своїх виробників. Стратегія протекціонізму приймається державою під тиском національних підприємців у тому випадку, якщо національне виробництво неконкурентоспроможне. Протекціонізм означає створення «теплих» умов для місцевих підприємців, що має різноманітні наслідки для економічної системи. Основним прийомом протекціонізму є збільшення мит на імпорт аналогічних товарів;

**3) стратегія вільної торгівлі (фритредерство)** – стратегія зменшення до мінімуму обмежень у зовнішній торгівлі. Як правило, ця стратегія здійснюється країнами, що лідирують на ринку і не побоюються підриву конкурентоспроможності своїх товарів;

**4) стратегія наповнення дефіцитного ринку** – «протекціонізм навпаки». Ефективна тільки у випадку великого дефіцитного національного ринку, на якому знайдеться місце усім, у т.ч. й іноземним інвесторам.

Умови перетворення тієї чи іншої стратегії можуть бути жорсткими (щодо всіх товарів і ринків) або м'якими (відносно окремих видів товарів і ринків).

#### **1.4. Етапи розвитку міжнародної інвестиційної діяльності компаній**

**Експорт** – найпоширеніша форма міжнародної інвестиційної діяльності компаній. Має місце у зв'язку з появою надлишку продукції; відновлюється регулярно, але без довгострокових зобов'язань. Відносини між іноземними партнерами чисто комерційні.

**У випадку інвестицій на контрактній основі** фірма вдається до тривалих зв'язків, щоб стабілізувати власний збут. Довгостроковий контракт може бути укладений з імпортером на основі франшизи або ліцензії. **Франшиза (франчайзінг)** – договірна мар-



кетингова система збуту споживчих товарів і послуг. Вона передбачає довгострокові стосунки, за яких одна фірма, яку називають франшизером, надає іншій фірмі право провадження певного бізнесу під певною маркою на обмеженій території з умовою дотримання обумовлених правил. Покупець франшизи сплачує франшизеру деяку суму плюс відрахування від продажу, одержуючи замість цього право на використання комерційної марки плюс постійну підтримку і передачу досвіду.

У випадку, коли фірма переходить до прямого інвестування і контролює партнера (*стадія участі*), створюється торгова фірма за рубежом або спільне підприємство (СП).

Через декілька років, за умови абсолютної пайової участі, тобто коли фірма володіє 100 % капіталу іноземної філії, настає стадія *прямого інвестування* в контрольовану філію.

Коли іноземні філії переходять на автономний розвиток, спираючись на національний капітал, національні кадри, власні НДОКР, настає етап *автономної філії* (дочірньої компанії).

Завершальна форма міжнародної інвестиційної діяльності характерна для нашого часу. Це стадія *глобальної фірми*, тобто *транснаціональної компанії*.

Однією із сучасних форм інвестування, яка широко застосовується в практиці міжнародної діяльності, є лізинг.

*Лізинг – це договір про оренду засобів виробництва, устаткування, інвентарю або нерухомого майна спеціального призначення, що були придбані з метою їх передачі в оренду підприємству.*

Лізинг розглядається як спосіб фінансування. Проте на відміну від інших способів, які не забезпечують фінансування специфічних активів, лізинг дозволяє фінансувати конкретне майно, рухоме або нерухоме, або купувати торгово-промислове підприємство як сукупність майнових і немайнових елементів.

Мета лізингу:

- гарантувати орендарю можливість використовувати майно на правах власника протягом мінімального періоду за ціною, обумовленою заздалегідь у договорі про оренду;

- забезпечити лізинговій компанії отримання обумовленої в договорі орендної плати протягом певного періоду, який названо як такий, що є «не підлягає скасуванню»;
- дати можливість орендарю наприкінці цього періоду в разі потреби отримати орендоване майно за досить низькою залишковою вартістю, подовжити термін дії договору про оренду на короткий період за нижчу орендну плату або повернути лізинговій компанії її матеріальні цінності.

У договорі може бути передбачена стаття про моральну зношеність устаткування, що дає орендарю право вимагати заміни застарілого обладнання новим.

У міжнародній лізинговій діяльності практикують такі типи лізингових контрактів:

1. **Класичний тип лізингу**; він описаний вище.

2. **Передача в оренду**. У випадку такої операції лізингова компанія купує у підприємства устаткування або нерухоме майно і здає його цьому ж підприємству в оренду на умовах орендного договору. Ця операція дозволяє підприємству, яке орендує майно, зберегти право на володіння ним та розміщувати при цьому готівкові кошти.

3. **Компенсаційний лізинг**. Підприємство продає лізинговій компанії устаткування, яке саме виготовляє, але при цьому лізингова компанія залишає за підприємством право користуватися цим устаткуванням.

4. **Лізинг на експортні поставки**. Щоб задовольнити потреби компаній, які здійснюють експорт, були створені нові кредитні процедури: наприклад, лізинг літаків.

Зростання кількості лізингових операцій свідчить про те, що такий спосіб інвестування вигідний підприємствам.

Відзначають **гнучкість лізингу як способу фінансування**. Різноманітність форм лізингового контракту дає можливість обрати саме такий, що відповідає потребам підприємства. Крім того, фінансування інвестицій у разі лізингових угод здійснюється швидко.

Лізинг забезпечує **повне фінансування капіталовкладення**. Він дає можливість фінансувати інвестиції у повному обсязі на

відміну від позик, що покривають лише певну частку від загального розміру витрат.

Вартість лізингового контракту, як способу фінансування, достатньо висока, але лізинг дозволяє ефективно вирішувати проблеми фінансування.

***Контрольні запитання***

- 1. У чому полягає сутність міжнародних інвестицій? Як їх класифікують?*
- 2. Які особливості оподаткування інвестиційних операцій на міжнародному ринку?*
- 3. Які особливості міжнародного інвестування на ринку фінансових активів?*
- 4. Які труднощі супроводжують інвестування на ринку міжнародних інвестицій?*
- 5. Які цілі міжнародних інвестуючих компаній?*
- 6. Якими є цілі міжнародного інвестування на ринку реальних інвестицій?*
- 7. Якою має бути зовнішньоекономічна стратегія держави?*
- 8. Які етапи розвитку проходить міжнародна інвестиційна діяльність компанії?*
- 9. У чому полягають сутність та мета лізингу?*
- 10. Яки типи лізингових контрактів Вам відомі?*

## **Розділ 2 Міжнародна діяльність на ринку фінансових інвестицій**

### **2.1. Інвестування у звичайні акції**

#### **2.1.1. Загальна характеристика інвестування у звичайні акції**

Мрія будь-якого інвестора – вкласти свої гроші так, щоб забезпечити максимальний прибуток. Як цього домогтися, кожен вирішує індивідуально, розглядаючи при цьому три основні варіанти розміщення коштів.

1. Можна довірити свої кошти інвестиційному фонду. Цей варіант найзручніший для інвесторів, які не мають можливості або просто не бажають регулярно затрачати час на аналітичну роботу. Діє велика кількість фондів, що спеціалізуються на різноманітних галузях економіки і стратегіях керування інвестиціями, тому інвестору залишається тільки обрати фонд, який відповідає його інвестиційним цілям та рівню фінансового зростання.
2. Доступним є варіант спрямованих інвестицій, який полягає в тому, що інвестор купує великий пакет акцій обраної компанії з метою її розвитку, можливого перепрофілювання або ж простого продажу. Цей шлях потребує наявності в інвестора значних матеріальних коштів.
3. Створення власного інвестиційного портфеля з тих фінансових інструментів, які інвестор вважає за доцільні (звичайні акції, облігації і т. ін.), і самостійне керування ним.

Розглянемо особливості інвестування у звичайні акції.

Купуючи звичайні акції, інвестор стає співвласником компанії і тим самим отримує права на частку прибутку компанії, що звичайно виплачується у вигляді дивідендів. Крім того, у випадку якщо бізнес компанії буде розвиватися успішно, акції компанії будуть зростати в ціні і відповідно буде зростати і вартість портфеля інвестора, до складу якого входять ці акції. Але, з іншого боку, стаючи співвласником компанії, інвестор, який купив звичайні акції, перебирає на себе й усі фінансові ризики, що супроводжують бізнес компанії. І у випадку якщо компанію спіткає невдача і

її акції на ринку подешевшають, інвестор, який має ці акції у своєму портфелі, відповідно несе «паперові» збитки. З «паперових» у реальні ці збитки перетворюються в тому випадку, якщо інвестор вирішить продати акції за поточною роздрібною ціною, що виявиться нижчою за ту, за якою акції були придбані. Якщо ж інвестор переконаний у надійності та перспективності обраної ним компанії й упевнений, що труднощі в бізнесі тимчасові, він швидше за все не буде продавати ці акції і у випадку, якщо його розрахунки виявляться вірними, раніше або пізніше акції компанії знову піднімуться в ціні і, можливо, у декілька разів перевищать ту ціну, яку заплатив за них інвестор!

Якщо ж розрахунки інвестора не виправдаються, він може втратити значну частину своїх коштів, аж до повної їхньої втрати (у випадку банкрутства компанії).

Таким чином, звичайні акції являють собою спекулятивний інвестиційний інструмент, з одного боку, неприйнятний для тих, чия інвестиційна мета полягає у збереженні капіталу, а з іншого – ідеальний для тих, чиею метою є зростання капіталу або накопичення багатства.

### **2.1.2. Класифікація звичайних акцій**

Звичайні акції прийнято розподіляти на кілька великих груп, що розрізняються між собою за ступенем схильності до різноманітних фінансових ризиків, несприятливих економічних умов, за рівнем прибутковості, характеру і стабільності прибутку компанії і т. ін. Причому кожна з таких груп, з одного боку, може об'єднувати в собі компанії, що представляють різноманітні сектори економіки, хоча, з іншого боку, дві компанії, що працюють в одній і тій же індустрії, можуть належати до різних груп акцій. Отже, усі звичайні акції підрозділяються на такі основні групи:

- першокласні акції (blue chips);
- дохідні акції;
- акції зростання;
- спекулятивні акції;
- оборонні акції.

Інвестору необхідно зрозуміти сутність цієї класифікації, щоб визначитися, з якою групою акцій він буде працювати. Економічні умови, що переважали на території колишнього Радянського Сою-

зу в 1992–1996 роках і дозволяли практично без ризику одержувати прибуток, у декілька разів (іноді в десятки разів) більший, ніж вкладені кошти, і до того ж за короткий час (від декількох тижнів до декількох місяців), явище унікальне. У жодній країні світу з розвинутою економікою нічого подібного не могло статися, і краще не розраховувати на те, що раптом десь з'явиться щось подібне. Ситуація на світових ринках однакова. Хочете швидко і багато заробити – доведеться ризикувати. Не бажаєте ризикувати – будьте готові до того, що ваш прибуток на вкладений капітал буде мінімальним.

Класифікація акцій допомагає інвестору зорієнтуватися, на який прибуток і відповідно фінансовий ризик він може розраховувати, працюючи з тієї або іншою групою акцій. Розглянемо ці групи докладніше.

### ***Першокласні акції***

У ряді підручників з інвестицій ці акції називають «вершками» фондового ринку. Насправді це так і є. Першокласні акції емітують найбільші, давно відомі корпорації з бездоганною фінансовою репутацією. Найвідоміші емітенти цієї групи акцій: Altria Group Inc. (у минулому – Philip Morris Companies) (MO)<sup>1</sup>; Procter & Gamble Co. (PG); Mc Donald's Corporation (MCD); General Electric Company (GE); Caterpillar Inc (CAT); American International Group Inc (AIG); Boeing Company (BA) та ін.

Ця група акцій становить інтерес для інвесторів, які мають на меті найбільш безпечно розміщення своїх коштів. У першу чергу для інституціональних інвесторів, таких як державні або недержавні пенсійні фонди, страхові компанії і т.п. Ці акції мають незначний потенціал зростання, але при цьому порівняно високий для акцій рівень дивидендної прибутковості (2–5 %).

Через низький ступінь ризику першокласні акції використовуються з метою довгострокового інвестування (часовий термін – 5–10 років і більше) як засіб помірнього зростання капіталу та одночасно одержання невисокого, але постійного прибутку на інвестовані кошти.

---

<sup>1</sup> Тут і далі в дужках указано біржовий символ акцій, під яким вони торгуються на фондовій біржі США.

### ***Дохідні акції***

Акції цієї групи характеризуються високим рівнем дивідендів прибутковості – у середньому 4–8 %. При цьому можливості зростання акцій практично відсутні. Тому ця група акцій підходить для інвесторів, налаштованих на безпечний і водночас відносно високий рівень поточного прибутку на інвестований капітал.

Класичним прикладом дохідних акцій є акції компанії комунального обслуговування населення, акції компаній електропостачання. До цієї ж групи вибірково відносять акції таких промислових і фінансових компаній, як «General Motors Corp» (GM) (за станом на 20.11.2005 р. мала річну дивідендну прибутковість 8,32 %); Altria Group Inc (MO) (прибутковість на 20.11.2005 р. – 4,49 %), «SBC Communications Inc» (SBC) (прибутковість на 20.11.2005 р. – 5,29 %), «Citigroup» (C) (прибутковість на 20.11.2005 р. – 3,64 %) та ін.

### ***Акції зростання***

Це, мабуть, найбільш приваблива група акцій для інвесторів, що прагнуть значного приросту капіталу за обмеженого ризику. У загальному вигляді можна дати таке визначення щодо акцій цієї групи: поперше, компанія, яка володіє цими акціями, повинна демонструвати регулярне й невинне зростання чистого прибутку в розрахунку на одну звичайну акцію, що перевищує зростання економіки в цілому, і по-друге, це зростання повинно бути передбачуваним. На думку багатьох авторитетних аналітиків, щоб належати до групи емітентів акцій зростання, компанія повинна демонструвати щорічний стабільний темп зростання прибутку на рівні 11–15 % і більше. За акціями зростання, як правило, дивіденди не виплачуються або їх розмір має символічний характер (тільки для того, щоб підтримувати престижність акцій). Тому, на відміну від двох попередніх розглянутих груп акцій, купуючи акції зростання, інвестор розраховує одержати приріст капіталу тільки за рахунок зростання курсу акцій у часі. Проте «нагорода» за інвестування в акції зростання може виявитися вражаючою. Так, кожна тисяча доларів США, інвестована в акції компанії «Microsoft», у 1990 році перетворилася на 94 000 доларів до 2000 року, кожна тисяча, інвестована в тому ж 1990 році в компанію «General Electric», – на 15 000 доларів до 2000 року (без урахування виплачених за цей час дивідендів). З найвідоміших компаній до групи акцій

зростання можна зарахувати такі: «Home Depot» (HD), «Int'l Business Machines» (IBM), «Pepsico» (PEP), «Pfizer Inc» (PFE), «Texas Instruments» (TXN), «Johnson & Johnson» (JNJ) та багато інших.

### ***Спекулятивні акції***

Ці акції схожі на акції зростання тому, що також мають значний потенціал зростання, але, на відміну від попередньої групи, визначення можливого зростання і часу, коли саме буде відбуватися зростання акцій, важко або неможливо передбачити на даний момент. У деяких підручниках цю групу акцій називають також акціями вартості, що, по суті, теж саме. Інвестор визначає акції, ринкова вартість яких, на його думку, значно нижче їхньої дійсної вартості, сподіваючись на те, що незабаром ринок оцінить ці акції, інвестує в них свої гроші. На нашу думку, назва «спекулятивні акції» більш точно відображає сутність цієї групи, тому що інвестиції в ці компанії відрізняються підвищеним ризиком. Адже, усупереч очікуванням інвестора, ринок може так ніколи й не оцінити «належним чином» обрані ним акції або навіть «опустити» їх ще нижче. Але, з іншого боку, саме ця група в 1999–2000 роках показувала таке зростання, якого фондовий ринок США ніколи до цього не знав. З уведенням у практику торгівлі на фондовому ринку засобів Інтернету, до світової «паутини» звернулися сотні тисяч дрібних інвесторів, багато з яких мали досить поверхове уявлення про аналіз акцій та інвестування взагалі. І ці люди внесли великі «поправки» в ринок, який завжди до цього був місцем роботи професіоналів. Мільярди «непрофесійних» дилерів так «розганяли» деякі технологічні акції, що ті за декілька місяців злетіли з 2–5 до 100–200 доларів, а потім за такий же короткий строк глибоко й обвалилися. Наведемо лише кілька прикладів запаморочливих злетів і падінь.

Акції компанії «Ventro Corp» (VNTR), що торгувалися в серпні 1999 року за ціною \$15–17 за акцію, за 6 місяців злетіли до рівня \$230–240 за акцію (тобто на 1400 % за півроку!). Після цього вони менше ніж за 3 місяці впали до колишнього рівня, а ще через 7 місяців, до грудня 2000 року, опустилися до рівня \$1–2 за акцію. Надалі інколи ціна цих акцій опускалася до 12 центів за 1 акцію.

Акції іншої компанії «Pumatech Inc» (PUMA) також за півроку злетіли від \$2–3 у серпні 1999 року \$90–100 за акцію на початку березня 2000 року, (більше ніж на 3000 %), і після цього впродовж року опустилися до рівня серпня 1999 року.



Акції компанії “Va Software Corp» (LINUX) (у минулому відома як “Va Linux System») у момент їхнього первинного оприлюдненого розміщення (IPO) у грудні 1999 року торгувалися за ціною \$280-300 за акцію, але менше ніж за 5 місяців, до середини квітня 2000-го, подешевшали майже в 10 разів і коштували на цей час \$30-35. Далі менше ніж за 1 рік акції опустилися до рівня \$1–2 і досі коливаються в цьому ціновому коридорі (за станом на 20.11.2005 р. їхня ціна становила \$1,55 за одну акцію).

Наведені приклади свідчать, що робота зі спекулятивними акціями ризикована, але у випадку правильного розрахунку або просто за сприятливих обставин прибуток може бути фантастично високим.

### ***Циклічні акції***

Емітентами цих акцій є компанії, прибутки яких тісно пов’язані із загальним станом економіки. Так, якщо економіка на підйомі, зростають витрати споживачів на продукцію тривалого користування, наприклад на житлові будинки й автомобілі. Відповідно представники будівельної індустрії та автомобілебудування є емітентами циклічних акцій. З очевидних причин акції цієї групи більше підходять для інвесторів, які спроможні відслідковувати економічні цикли й оперативно приймати інвестиційні рішення залежно від зміни загальноекономічних умов.

### ***Охоронні акції***

Це дуже популярна група у важкі для економіки часи. Їхня відмінна риса полягає в меншій сприйнятливості до наслідків спаду в економічному циклі порівняно з акціями інших груп. Емітенти охоронних акцій, як правило, є представниками секторів комунального обслуговування, фармацевтичної промисловості, продуктів харчування, товарів масового вжитку. Іншими словами, емітентами охоронних акцій є компанії, бізнес яких безпосередньо пов’язаний із життєзабезпеченням людей, з усім тим, що необхідно людині щодня.

Типовими емітентами охоронних акцій є: “Merck & Co, Inc» (MRK), “Altria Group Inc» (MO), “Waste Management « (WMI), “Kraft Foods» (KFT), “Eli Lilly & Co» (LLY), “Nestle» (NSRGY), “Groupe Danone ADS» (DA) і багато інших.

### **2.1.3. Основні показники оцінки акцій**

Будь-який інвестор повинен володіти знаннями і прийомами, щоб правильно оцінити акції, обрані ним для інвестування свого капіталу.

Існує багато думок з приводу того, які показники необхідно розглядати, оцінюючи акції. Одні дослідники (наприклад, С. Коттл, Р.Ф. Мюррей, Е.Ф. Блок) вважають, що для характеристики звичайних акцій достатньо трьох основних показників: прибуток на акцію, розмір дивідендів на акцію і ціна акції. В інших цей перелік настільки великий, що викликає серйозні труднощі під час збирання даних про компанію для проведення аналізу цінності її акцій.

Ми вважаємо, що аналізуючи акції, які торгуються на американських біржах, не варто заглиблюватися в дослідження діяльності компанії, її продукції, перспектив розвитку тощо. З цього приводу можна довіритися висновкам аналітиків, які «відслідковують» цю компанію й оцінюють її, як правило, за чотирирівневою шкалою:

- Strong Buy – активно купувати;
- Buy – купувати;
- Hold – утримувати;
- Sell – продавати.

При цьому не обов'язково, щоб усі аналітики одностайно виставляли компанії вищий рейтинг – «Strong buy». Важливо, щоб не було рейтингу «Sell». Усі інші, аж до 100 % «Hold», припускають можливість переходу до більш докладного дослідження акцій. Рейтинг «Sell» – це як червоний прапорець для інвестора. Якщо якийсь аналітик виставив акціям такий рейтинг, це означає, що, здійснивши детальне дослідження компанії, він виявив тривожні ознаки або якісь негативні тенденції, що можуть призвести до обвалу акцій. Тому ми рекомендуємо не розглядати такі акції як претендентів на інвестування.

З найістотніших показників для аналізу акцій рекомендуються такі:

- коефіцієнт ціна/прибуток;
- зростання коефіцієнта ціна/прибуток;
- коефіцієнт ціна/обсяг продажу;
- коефіцієнт ціна/балансова вартість;
- показники ефективності менеджменту;
- коефіцієнт «Beta» ( $\beta$ ).

Розглянемо докладну характеристику кожного із названих показників.

### ***Коефіцієнт ціна/прибуток (price/earnings, P/E)***

Це найпопулярніший серед інвесторів показник. Коефіцієнт P/E одержують, поділивши поточну ціну акції на розмір прибут-

ку компанії в розрахунку на одну акцію. Наприклад, якщо поточна ціна однієї акції компанії «Х» становить \$50, а річний прибуток цієї компанії в розрахунку на одну акцію – \$2, то коефіцієнт Р/Е дорівнює 25 ( $P/E = \$50/\$2 = 25$ ). Це означає, що інвестори сплачують \$25 за кожний долар прибутку компанії «Х».

Цей показник називають також «мультиплікатором» акцій. Таким чином, вираз «Акції компанії Procter & Gamble Co торгуються з мультиплікатором 38» означає, що на даний момент за кожний долар прибутку цієї компанії інвестори сплачують по 38 доларів.

Багато це чи мало? Відповідь на таке запитання можна дати, порівнявши коефіцієнт Р/Е досліджуваної компанії із середнім коефіцієнтом Р/Е для галузі, в якій працює компанія. Вважається, що Р/Е компанії, акції якої інвестор має намір придбати, повинен бути менше середнього Р/Е для галузі. Слід зазначити, що галузеві Р/Е дуже відрізняються за своїми значеннями. Так, для галузей традиційної економіки середнє значення коефіцієнта Р/Е – 8–18 (наприклад, за станом на 03.06.2005 р. Р/Е акцій «Caterpillar Inc» становив 15,34; акцій «Exxon Mobil Corp» – 13,38; акцій «Ford Motor Co» – 7,40). Для високотехнологічних галузей середнє значення Р/Е істотно вище, тому що інвестори готові сьогодні переплатити за прибуток компанії, оскільки вони упевнені в тому, що за такий самий проміжок часу прибутки цих компаній будуть зростати зі значно більшою швидкістю, ніж прибуток компаній традиційної економіки. Так, на 03.06.2005 р. коефіцієнт Р/Е компанії «Texas Instruments Inc» становив 25,84, «Apple Computer Inc» – 43,86, «Amgen Inc» – 32,08, «Dell Computer Corp.» – 31,87, «Charles Schwab Corp» – 58,55.

Але в ряді випадків у інвестора немає можливості оцінити компанію за цим коефіцієнтом. Зокрема, це трапляється тоді, коли йдеться про молоді компанії, які поки що не приносять прибутку. У цьому випадку достатньо скористатися іншими, не менш об'єктивними коефіцієнтами, такими як ціна/обсяг продажу. Цей та деякі інші коефіцієнти описані далі.

### ***Зростання коефіцієнта ціна/прибуток (P/E ratio growth, PEG)***

Бажання швидко й багато заробити природне для будь-якої працюючої людини. Інвестори – не виняток із загального правила. Тому вони намагаються знайти компанію з високими темпами зростання. Але в ряді випадків коефіцієнт Р/Е таких компаній ви-

ще за середній для галузі. Чи означає це, що дана компанія не заслуговує на увагу? Зовсім ні.

Розібратися в цьому допомагає показник PEG – зростання коефіцієнта P/E. PEG обчислюють, поділивши коефіцієнт P/E на зростання прибутку компанії. Так, якщо коефіцієнт P/E компанії дорівнює 15 і аналітики очікують, що в наступні кілька років прибутки цієї компанії будуть зростати щорічно на 20 %, то PEG даної компанії дорівнює 0,75. Це досить сприятливе співвідношення. Вважається, що значення PEG вище за 1, свідчить про те, що інвестори переплачують за акції даної компанії, тому що її справжній коефіцієнт P/E не виправданий очікуваними темпами зростання прибутку. Інвестори віддають перевагу акціям зі значенням PEG нижче 1. Слід також зазначити, що PEG конкретної акції так само, як і коефіцієнт P/E, варто розглядати одночасно із середнім значенням PEG для галузі, до якої належить аналізована компанія.

### ***Коефіцієнт ціна/обсяг продажу (price/sales ratio, PSR)***

PSR розглядається як відношення поточної ціни акцій до обсягу продажів компанії за рік у розрахунку на одну акцію. Цей показник особливо корисний у тому випадку, коли аналізована компанія ще молода і не вийшла на рівень прибутковості (про це йшлося в пункті з характеристикою коефіцієнта P/E).

В ідеальному випадку PSR повинен бути менше 1. У випадку виявлення такої компанії це буде означати, що за кожний долар продажу компанії ви сплачуєте ціну меншу, ніж 1 долар, і якщо співвідношення інших показників цієї компанії добре, то, можливо, це і є той випадок, коли ви знайшли унікальну можливість вдало інвестувати свої кошти.

Але значення PSR, менше 1, – рідкісне явище для перспективних компаній, що зростають, тому вважається, що значення PSR на рівні 2 і нижче цілком прийнятне під час пошуку недооцінених акцій.

### ***Коефіцієнт ціна/балансова вартість (price/book value ratio, PBR)***

Цей коефіцієнт являє собою відношення поточної ринкової вартості акції до балансової вартості акції відповідно з останнім кварталним звітом:

$$PBR = \frac{\text{Поточна ринкова вартість акції}}{\text{Балансова вартість акції}}$$

Можливо, варто пригадати, що балансова вартість акції – це відношення акціонерного капіталу до кількості акцій в обігу. А акціонерний капітал являє собою різницю між активами компанії та її зобов'язаннями, тобто по суті є «чистою вартістю» компанії – гроші, які б залишилися акціонерам, якби компанію продали, а борги віддали.

Отже, коефіцієнт PBR є мірою того, наскільки ринок сплачує балансову вартість акції. Зрозуміло, що чим менший цей коефіцієнт, тим краще, але й у цьому випадку, як і в решті раніше розглянутих, необхідно порівнювати PBR даної акції з PBR, середнім для галузі. Так, якщо для компаній важкої промисловості, які мають високу балансову вартість своїх основних фондів (будинки, споруди, машини і механізми, великі площі тощо), задовільним може бути значення PBR на рівні 1–3, а у випадку значення 5–6 акції цієї компанії можуть вважатися переоціненими, то для компаній, які працюють, наприклад, у сфері програмного забезпечення і успіх яких залежить у першу чергу від інтелектуальних активів, що не відображаються в балансовому звіті, цілком прийнятним може бути значення PBR на рівні 7–10 і вище. При цьому значення PBR для акцій таких компаній на рівні 0,4–0,6 може навіть насторожувати інвесторів, наводячи їх на думку, що це «занадто гарне» значення PBR для акцій компанії програмного забезпечення і, можливо, причина криється в тому, що компанія переживає не кращі часи, а тому слід тимчасово утриматися від інвестування грошей в акції такої компанії.

### ***Коефіцієнт поточної ліквідності (current ratio, CR)***

Поняття поточної ліквідності означає спроможність компанії покривати свої щоденні витрати і виконувати короткострокові зобов'язання в міру настання терміну їхньої сплати. Ця спроможність у першу чергу залежить від наявності у розпорядженні компанії достатньої кількості коштів та інших ліквідних активів для своєчасної сплати своїх боргів і забезпечення поточних виробничих потреб. Мірою поточної ліквідності компанії є коефіцієнт поточної ліквідності (CR), який розраховується так:

$$CR = \frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$$

де оборотні активи – це ті активи, які передбачається перетворити на гроші в наступні роки;

поточні зобов'язання – це зобов'язання, що підлягають сплаті в наступні роки.

Як і у всіх раніше розглянутих випадках, значення CR для кожної аналізованої акції слід порівнювати із середнім значенням для галузі. У загальному ж випадку вважається, що найкращий CR дорівнює 2 або дещо більше. Значення CR 4–6 може здатися, на перший погляд, дуже добрим показником того, що оборотні активи значно перевищують поточні зобов'язання. Таке високе значення CR свідчить про те, що активи компанії не використовуються з повною віддачею, а це, як правило, не влаштовує інвесторів, оскільки не сприяє зростанню прибутків.

### ***Показники ефективності менеджменту***

Ці показники допомагають інвестору порівнювати спроможність досліджуваних компаній керувати наявними в їхньому розпорядженні активами.

Зазвичай в літературі зустрічаються три показники ефективності менеджменту:

1. Показник рентабельності власного капіталу (Return on Equity, ROE). Іноді його називають також «норма прибутковості власного капіталу».

2. Показник рентабельності інвестицій (Return on Investment, ROI), або норма прибутковості інвестицій.

3. Показник рентабельності активів (Return on Assets, ROA), або норма прибутковості активів.

Показник ROE розраховується як виражене у відсотках відношення чистого прибутку компанії, тобто показник ROE відображає спроможність керівництва компанії керувати своїми активами або показує, який прибуток приносить компанії її акціонерний капітал.

Показник ROI відрізняється від попередніх тим, що визначає спроможність керівництва компанії отримувати прибуток від керування не тільки власними коштами, але й коштами, вкладеними в компанію інвесторами на значний термін.

Показник ROA характеризує спроможність компанії отримувати прибуток із сукупних активів, що знаходяться в її розпорядженні. Він обчислюється у такий спосіб:

$$ROA = \frac{\text{Чистий прибуток (після сплати податків)}}{\text{Сукупні активи}}$$

Сукупні активи являють собою суму власних коштів, довгострокових інвестицій та короткострокових (не менше року) позик.

Загальне правило для інвесторів полягає в тому, щоб знайти компанію з високими показниками ROE, ROI і ROA і не інвестувати в компанії, де ці показники мають тенденцію до зменшення.

### **Коефіцієнт «Beta» (*b*)**

На відміну від уже описаних показників, що є похідними від фундаментальних характеристик акцій, коефіцієнт *b* належить до категорій технічного аналізу. Він характеризує ступінь відносної мінливості ціни акції порівняно з коливаннями всього ринку і розраховується за підсумками п'яти останніх років. Коефіцієнт «Beta» обчислюється відносно індексу «Standard & Poor's – 500», тобто *b* цього індексу приймається за 1. Так, якщо *b* будь-якої акції дорівнює 0,8, це означає, що за останні 5 років щоразу, коли індекс S&P – 500 зростає на 10 %, ця акція зростала лише на 8 %, але щоразу, коли індекс опускався на 10 %, ця акція опускалася усього на 8 %. Якщо *b* дорівнює 2, це означає, що в разі зростання індексу S&P – 500 на 10 %, ця акція зростає на 20 %, а у випадку зниження індексу на 10 % – акція, відповідно, падає на 20 %.

Коефіцієнт *b* дає можливість інвестору підібрати акції відповідно до обраних інвестиційних цілей. Агресивні інвестори, що здатні на ризик заради отримання високого прибутку, будуть підбирати акції з високим значенням *b*. Інвестори, чия мета полягає у збереженні капіталу і забезпеченні його помірному зростанню, будуть підбирати акції зі значенням *b*, меншим або таким, що дорівнює 1.

Крім того, існує загальне правило, згідно з яким у випадку очікуваного зростання ринку інвестори купують акції з високим значенням *b*, а в разі очікуваного зниження ринку – акції з низьким значенням *b*.

## **2.1.4. Стратегії інвестування у звичайні акції**

У попередніх параграфах кілька разів наголошувалося, що інвестор вибирає акції відповідно до своєї інвестиційної мети. По суті, усі цілі інвесторів зводяться до трьох основних:

- 1) збереження капіталу;
- 2) накопичення капіталу;
- 3) одержання поточного прибутку;

Для досягнення цих цілей інвестори вдаються до різноманітних стратегій. Серед них виокремимо такі:

- стратегія довгострокового володіння;
- стратегія отримання високих прибутків на інвестований капітал;
- стратегія довгострокового зростання інвестицій;
- агресивне керування портфелем акцій;
- стратегія спекуляції.

### ***Стратегія довгострокового володіння***

Цю стратегію обирають інвестори, основною метою яких є збереження інвестованого капіталу. Кошти розміщуються тільки у високоякісні акції, що циркулюють на ринку не менше 15–20 років і мають бездоганну репутацію. Такі акції купуються на великий термін – понад 10 років. Значна частина прибутку, одержувана у вигляді дивідендних виплат, використовується для поповнення інвестиційного портфеля такими ж надійними або тими ж самими акціями. Така стратегія часто застосовується різними пенсійними фондами.

### ***Стратегія отримання високих прибутків на інвестований капітал***

Цю стратегію обирають інвестори, які використовують акції як джерело поточного прибутку. Для них істотне значення має саме надійне надходження дивідендів. Для цього вони купують надійні і високоприбуткові акції. Оскільки основною метою інвесторів, що діють у рамках даної стратегії, є одержання високого і стабільного прибутку на інвестований капітал, зовсім не обов'язково, щоб акції мали значні відсотки зростання. Головне – надійність акцій і високий дивідендний прибуток.

### ***Стратегія довгострокового зростання інвестицій***

Дана стратегія припускає більш високий рівень ризику порівняно з двома попередніми, а також достатньо високу торгівельну активність, що полягає в досить великій кількості угод.

Купуються акції великих, надійних та успішних компаній. Портфель акцій періодично переглядається, змінюється його склад – купуються нові багатообіцяльні акції і продаються ті, потенціал яких, на думку інвестора, значною мірою вичерпаний.

Дивіденди у цій стратегії розглядаються як додаткове джерело прибутку, тому що за багатьма акціями зростання вони взагалі не виплачуються.



### ***Агресивне керування портфелем акцій***

Агресивне керування портфелем акцій дуже подібне до стратегії довгострокового зростання інвестицій. Різниця полягає лише в часових межах. Якщо інвестиційний горизонт попередньої стратегії становить 2-3 роки, то за даної стратегії інвестор планує одержати такий же прибуток за 8-10 місяців. Відповідно це накладає великі вимоги на інвестора. Він повинен відводити багато часу для аналізу ринку й акцій, постійно стежити за станом економіки, розуміти розвиток інвестиційного процесу, мати відповідні індивідуальні навички.

Набір інвестиційних інструментів, що використовуються під час роботи як за цією стратегією, так і за стратегією довгострокового зростання інвестицій, аналогічний – прибуткові акції зростання, охоронні акції, але торгова активність на порядок вища.

### ***Стратегія спекуляції***

Найризикованіша стратегія, яка може принести як фантастичний прибуток, так і катастрофічні збитки, аж до повного розорення. Це, скоріше, гра, а не інвестування, тому що процес аналізу компаній і ринку відходить на другий план, а іноді й і зовсім відсутній. На перший план висувається знання ринкової психології, власна психологічна усталеність і холоднокровність, а також уміння застосовувати деякі методи технічного аналізу.

З розвитком Інтернету в останні роки (1999–2002 рр.) багато інвесторів отримали прямий доступ до торгівлі на американських біржах і в системі NASDAQ. У зв'язку з цим так званий «дейтрейдинг», тобто метод торгівлі, за яким інвестори «ловлять» зміну курсу акцій на 0,15-0,25 долара, набув великої популярності. Обравши таку стратегію, за один торговий день інвестор може провести кілька десятків операцій з купівлі-продажу акцій. Якщо в кого-небудь, хто читає ці рядки, виникло гостре бажання спробувати «дейтрейдинг», ми наполегливо рекомендуємо спочатку поторгувати «віртуально» (це дозволяють Інтернет-сайти) не менше півроку і вже потім ще раз запитати себе: «А чи варто мені це робити?».

## **2.2. Міжнародний ринок облігацій**

### **2.2.1. Сутність та види облігацій**

Аналізуючи інвестиційний процес, неможливо обминути поняття «облігації». У країнах з розвинутою економікою слово «інвестиції» сприймається майже як синонім слова «облігації». У

США, наприклад, ринок облігацій за своїм масштабом у кілька разів перевищує ринок акцій. Приблизно 80 % загального обсягу корпоративних фінансів за останні кілька років були отримані за допомогою облігацій.

Зниження процентних ставок і наявність негативних тенденцій на фінансовому ринку США у 2000–2002 роках стали одними з основних чинників, що забезпечили високу привабливість ринку облігацій.

За даними Bond Market Association, обсяг емісії нових облігацій тільки за один перший квартал 2001 року досяг 960,9 млрд доларів, значно перевищивши показник за аналогічний період 2000 р, що дорівнював 643, 2 млрд доларів. Загальна вартість боргових зобов'язань, що знаходилися в обігу в США за станом на 31 березня 2001 року, становила 17,9 трильйона доларів, і це є свідченням того, що ринок облігацій слід розглядати як одну із ключових складових американської економіки. Для порівняння нагадаємо що, в 1988 році ця цифра становила 4,03 трильйона доларів, а в 1970-му – усього 503 млрд доларів.

Незважаючи на велику різноманітність, усім відомим типам облігацій властива одна загальна ознака – формально вони являють собою боргові зобов'язання, або, простіше кажучи, боргові розписки, за якими емітент облігацій зобов'язується повернути позичену суму в заздалегідь визначений термін. Крім того, за користування цими грошима емітент облігацій сплачує їхньому утримувачу винагороду за фіксованою процентною ставкою за час усього терміну володіння облігаціями. Стосовно облігацій загальна сума, що підлягає поверненню, називається або «основною сумою позики», або «номінальною вартістю». Дату повернення позики називають ще «датою погашення», ставку відсотка щодо облігації – «купоном», а період, протягом якого облігація має ходіння, – «строком обігу».

Купуючи акції корпорації, інвестор стає частковим співвласником бізнесу цієї корпорації. Якщо корпорація процвітає, утримувач її звичайних акцій має дохід від зростання ринкових цін на ці акції, від можливого підвищення дивідендних виплат, що, з одного боку, безумовно, добре. Але з іншого боку, ставши співвласником бізнесу, утримувач простих акцій бере на себе ризик, пов'язаний із можливими невдачами в бізнесі даної компанії. У разі погіршення економічної ситуації ціни на акції компанії можуть знизитися, може бути припинена виплата дивідендів, і, урешті-решт, компанія може просто збанкрутувати (як це було

характерно для 2000 і 2002 років). У цьому випадку утримувачі звичайних акцій не одержують ні копійки, поки не буде здійснений повний розрахунок з утримувачами облігацій, привілейованих акцій.

Інвестор, купуючи облігації корпорації, фактично кредитує цю корпорацію коштами на визначений період часу за фіксованою процентною ставкою. Утримувач облігацій не бере участі у прибутку корпорації і може розраховувати тільки на повернення основної суми позики і щорічну сплату відсотків за фіксованою ставкою. Якщо інвестор купив облігації компанії, акції якої сьогодні торгуються, скажімо, по \$ 10 за штуку, а через рік ця компанія процвітатиме і її акції будуть торгуватися, наприклад, по \$ 200 за акцію, то утримувачі простих акцій стануть у 20 разів ( $\$ 200 : \$ 10 = 20$ ) багатшими, ніж рік тому, а утримувач облігацій не одержить жодного centa від такого приросту! Але з іншого боку, у випадку невдачі в бізнесі компанії, облігаціями якої володіє інвестор, з ним розрахуються в першу чергу.

Облігації належать до інвестиційних інструментів «із фіксованою прибутковістю», тому що прибуток, який буде приносити облігація, фіксується в момент продажу облігації. Для зручності ринок облігацій ділиться на чотири основні сегменти, кожен з яких відповідає емітенту, що випустив боргові зобов'язання. Наприклад, для США це будуть:

- |                       |                    |
|-----------------------|--------------------|
| 1) казначейство США;  | 3) муніципалітети; |
| 2) урядові відомства; | 4) корпорації.     |

У деяких підручниках можна зустріти ще п'ятий та шостий сегменти – це відповідно фінансові інститути і зобов'язання іноземних урядів.

### ***Облігації Казначейства США (урядові облігації)***

Це найбільш відомий вид облігацій випускається Казначейством США з термінами погашення від 3 місяців до 30 років. Усі облігації Казначейства США мають вищі рейтингові оцінки, тому що ґрунтуються на довірі до адміністрації США. У даний час випускається три основні види державних цінних паперів.

1. Казначейські векселі (treasury bills), які мають термін погашення від 3 місяців до 1 року і номінальну вартість від 1000 доларів і вище. Це безпроцентні папери, що продаються нижче їхньої номінальної вартості, а коли настає термін погашення, міністерство фінансів скуповує їх за повною номінальною вартістю.

2. Державні казначейські папери (treasury notes), що мають термін погашення від 2 до 10 років і випускаються вартістю від 1000 доларів і вище. Відсотки щодо них сплачуються кожні півроку за фіксованою заздалегідь визначеною ставкою.

3. Казначейські облігації (treasury bonds), які мають термін погашення від 10 до 30 років і мінімальну вартість 1000 доларів. Відсотки сплачуються раз у півріччя за заздалегідь визначеною фіксованою ставкою.

Казначейські зобов'язання всіх названих видів мають ряд податкових переваг. Прибутки від цих паперів обкладаються федеральним податком і не підлягають оподаткуванню на рівні штатів та муніципалітетів.

### ***Облігації урядових відомств***

Це боргові цінні папери, що випускаються різними відомствами й урядовими органами США. Ці облігації не є зобов'язаннями Казначейства США і чисто технічно не повинні розглядатися з тим же тлумаченням, що й казначейські зобов'язання (хоча фактично їхній рівень надійності практично такий самий).

Важливою особливістю цього виду облігацій є те, що вони зазвичай забезпечують більш високий рівень прибутковості, ніж казначейські облігації, і це дає можливість інвестору збільшувати прибутки практично без підвищення ступеня ризику.

Незважаючи на те, що облігації урядових відомств не є прямими зобов'язаннями Уряду США, усі вони розглядаються як «моральні» зобов'язання Уряду США. Кошти, які надходять від продажу цих паперів, ідуть на фінансування державної політики у сфері житлового будівництва, освіти, сільського господарства тощо. Можливість того, що Конгрес США допустить невиконання зобов'язань за такими облігаціями мізерно мала, вона практично дорівнює нулю.

До найактивніших емітентів зобов'язань федеральних агентів належать:

1. Federal National Mortgage Association, FNMA (Fannie Mae) – найбільший інвестор у сфері житлового іпотечного кредиту в США, основна мета асоціації полягає в забезпеченні ліквідності іпотечного ринку. Прибутки від цих паперів оподатковуються.

2. Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC (Freddie Mac) – метою компанії є забезпечення доступу до житлового іпотечного кредиту і стабілізація вторинного ринку іпотек. Прибутки від цих паперів також оподатковуються.

3. Federal Home Loan Bank System, FHLB (Home Loan) – метою банку є забезпечення фінансової підтримки житла, що йому належить. Папери FHLB не підлягають оподаткуванню з боку штатів і муніципальних органів.

4. Federal Farm Credit Bank, FFCB (Farm Credit) – метою банку є надання кредитів сільськогосподарської індустрії на умовах конкурентоспроможних відсоткових ставок. Прибутки від цих паперів не підлягають оподаткуванню з боку штатів і муніципальних органів.

5. Government National Mortgage Association, GNMA, (Ginnie Mae) – метою асоціації є іпотечне кредитування. Прибутки від цих паперів повністю оподатковуються.

6. Student Loan Marketing Association, SLMA (Sallie Mae) – федеральне агентство, яке знаходиться у повній власності держави і метою якого є забезпечення кредитів для одержання освіти. Його зобов'язання не підлягають оподаткуванню у більшості штатів, крім Пенсільванії, Массачусетса, Теннессі, Міссісіпі.

7. Tennessee Valley Authority, TVA – федеральне агентство, що знаходиться в повній власності держави. Метою його є розробка ресурсів регіону Теннессі. Прибутки від облігацій цього агенства не підлягають оподаткуванню з боку штатів і муніципальних органів.

### ***Муніципальні облігації***

Муніципальні зобов'язання (municipal bonds або muni's) емітуються штатами, округами, містами і, як правило, випускаються номіналом 5000 доларів. Надходження від продажу муніципальних зобов'язань використовуються для будівництва й експлуатації численних глобальних споруд, таких як школи, лікарні, дороги, стадіони та ін. Є два види муніципальних зобов'язань:

- загальні зобов'язання (General Obligation, GO);
- дохідні облігації (Revenue Bonds).

Перші гарантовані владою штату або муніципалітету, що володіють повноваженнями щодо збирання податків. Другі забезпечуються прибутком, який одержують від реалізації конкретних проєктів, профінансованих за рахунок розміщення облігацій.

Щоб викликати інтерес інвесторів до муніципальних облігацій, відсотки прибутку за якими невисокі, федеральний уряд дозволяє урядам штатів і місцевим органам управління продавати боргові зобов'язання, відсоток за якими звільняється від обкладання федеральними податками. Уряд штатів і місцеві органи управління можуть також звільнити свої боргові зобов'язання від

обкладення податками з боку штатів та від місцевих податків. Таким чином, хоч вони і виплачують за своїми облігаціями невисокі відсотки, для інвесторів такі облігації можуть принести значно вищий прибуток ніж інвестиційні інструменти із фіксованим прибутком.

### ***Корпоративні облігації***

Корпоративні зобов'язання, відомі як «corporates», випускаються як відкритими акціонерними, так і приватними компаніями. Розрізняють п'ять основних типів емітентів корпоративних зобов'язань, що діють в різних секторах економіки:

- 1) комунальні компанії;
- 2) транспортні компанії;
- 3) індустриальні компанії;
- 4) фінансові компанії;
- 5) багатопрофільні корпорації.

Відсотки за корпоративними облігаціями, як правило, виплачуються один раз на півріччя. Облігації випускаються номіналом 1000 доларів і мають термін погашення в діапазоні від 1 до 30 років. Емітентами корпоративних зобов'язань, що перебувають в обігу на ринку США, можуть бути не тільки компанії США, але й іноземні компанії. Надходження від продажу облігацій ідуть на фінансування коротко- і довгострокових проектів компаній-емітентів і можуть бути використані для виконання дуже широкого спектра завдань, разом з придбанням нового обладнання, покриттям загальних операційних витрат або фінансуванням угод злиття-поглинання.

За корпоративними облігаціями, як правило, виплачуються більш високі відсотки, ніж за всіма раніше розглянутими видами цінних паперів.

Однак щодо корпоративних облігацій існує певний ризик, оскільки компанія, збанкрутивши, оголосить дефолт за своїми борговими зобов'язаннями, на відміну, наприклад, від урядів країн, які в разі необхідності можуть просто збанкрутувавши більше грошей.

Велику групу корпоративних облігацій відносять до «високоприбуткових». Але в них є й інша, менш гучна назва – «сміттєві». Це облігації, кредитна якість яких нижче від інвестиційного рівня, тобто «BB» і нижче – за класифікацією агентства «Standard & Poor's» або «Ba» і нижче – за класифікацією агентства «Moody's» (більш докладно кредитні рейтинги боргових зобов'язань розглядаються у розд. 3.2 цього посібника). Висока прибутковість «сміттєвих» облігацій компенсує інвесторам більш високий рівень ризику інвестування в ці папери.

### **Єврооблігації**

Термін «єврооблігації (eurobond)» у широкому розумінні стосується облігацій, які розповсюджуються поза межами країни-емітента або країни, у валюті якої вказано номінал облігації. Отже, облігація, що емітується, американською корпорацією з номіналом в ієнах (або доларах США) і продається в Німеччині, вважається єврооблігацією. Україна – активний учасник процесу емісії єврооблігацій.

Єврооблігації можуть стати найістотнішим джерелом інвестування для великої міжнародної компанії, яка потребує:

- довгострокового кредитування з метою фінансування великої програми експансії капіталу;
- залучення позичкових капіталів, що не підлягають валютному регулюванню з боку уряду. Для емісії національних цінних паперів, що зазвичай регулюються урядом або Центральним банком, встановлена певна процедура. Зазначимо, що емісії єврооблігацій можуть бути здійснені будь-коли, що дуже зручно з фінансового погляду.

Особливість єврооблігацій як інвестиційного інструмента полягає в наявності міжнародного синдикату-керівника цієї емісії. Найчастіше облігації емітуються від імені урядових агенцій, фінансових організацій, транснаціональних корпорацій та великих національних компаній. Емісії зазвичай «розміщуються» (консорціум керує процесом обігу облігацій на ринку та розміщення акцій). Та є вторинний ринок єврооблігацій, на якому облігації перепродаються.

Емісія єврооблігацій організується нижчеописаним чином.

Емітент звертається до певного банку з пропозицією здійснювати керівництво емісією облігацій. Банк-керівник може бути або самостійним банком, або членом банківського консорціуму, або ж інвестиційним банком.

Банк-керівник запрошує один чи кілька банків або інші фінансові установи взяти участь у здійсненні запланованої емісії. Керуючий банк може розраховувати на комісійні (наприклад, 0,5 % від загального обсягу емісії) та компенсацію витрат.

Керуючі банки можуть гарантувати проведення емісії, запропонувавши групі банків або інших фінансових установ здійснити передплату на неї.

Після завершення передплати керуючі банки можуть розміщати облігації серед інших банків та фінансових установ. До групи

банків може увійти і частина передплатників, які будуть одержувати комісійні від своєї частки емісії.

Банки, які продають облігації, у свою чергу, розповсюджують усю або частину отриманої емісії серед своїх клієнтів. Саме право цих банків на розміщення облігацій серед клієнтів є головним позитивним фактором здійснюваної емісії. Для стимулювання зацікавленості клієнтів щодо цінних паперів керівний банк поширює інформацію про термін та умови випуску облігацій, найменування емітента та детальні відомості про його ділові та фінансові успіхи, про мету використання залучених коштів та умови продажу.

На міжнародному інвестиційному ринку інколи емісію єврооблігацій здійснюють за трастовою угодою. Тоді банк, що відповідає за виплату відсотків власникам облігацій, буде діяти як довірча особа.

Емітентом єврооблігацій може бути лише компанія з високим інвестиційним рейтингом.

З розвитком практики емісії єврооблігацій керівники фінансів великих компаній невдовзі зрозуміли, що вони можуть заощаджувати час та витрати на формальні процедури, перейшовши на «викуплені угоди». Це означає, що замість того, щоб формувати групи передплати та синдикувати нову емісію банк пропонує покупку нових облігацій, особливо якщо це облігації компанії, що має високий інвестиційний рейтинг. Банк, якому корпорація-емітент віддає перевагу, приймає всю емісію на свої облікові рахунки, щоб у майбутньому перепродати цінні папери.

### **2.2.2. Ключові показники для оцінки облігацій**

Є ряд ключових показників, що характерні для усіх видів облігацій. Їх необхідно старанно вивчити будь-якому інвестору перш ніж вкладати свої кошти в конкретні боргові зобов'язання. Це – номінальна вартість облігації, її ринкова ціна, купонна ставка і прибутковість, дата погашення, умови дострокового викупу і кредитна якість. У сукупності усі ці характеристики дають змогу інвестору оцінити реальну вартість конкретної облігації і на підставі цих даних вирішити, якою мірою обране капіталовкладення відповідає його інвестиційним цілям.

Почнемо з розгляду таких трьох базових показників:

- номінальна вартість;
- ставка купона (купонна ставка);
- дата погашення.



Взаємодія України з міжнародними облігаційними ринками

Дата	Подія
Серпень 1997 року	Перший випуск українських єврооблігацій. Сума випуску – 450 млн дол. США. Строк дії – 1 рік. Облігації з нульовим купоном, дохідність – близько 9 %. Лідер-менеджер – “Номура Інтернешнл”
Лютий 1998 року	Випуск єврооблігацій на суму 750 млн німецьких марок. Строк дії – 3 роки. Купонна ставка – 16 %. Лідер-менеджери – “Мерілл Лінч” та “Комерцбанк”
Березень 1998 року	Випуск єврооблігацій на суму 500 млн єкю. Строк дії – 2 роки. Купонна ставка – 14,75 %. Лід-менеджер – “ЕсБіСі Ворбург Ділон Рід”
Квітень- травень 1998 року	Додатковий транш облігації, деномінованої в німецьких марках, на суму 250 млн марок (загальна сума випуску відповідно збільшилася до 1 млрд німецьких марок). Купонна ставка – 16 %. Лід-менеджери – “Мерілл Лінч” та “Комерцбанк”
Серпень 1998 року	Приватне розміщення облігацій на суму 155 млн дол. Строк дії – 10 місяців. Купонна ставка – 17,5 %. Лід-менеджер – “АйЕндЖіБарінгз”
Серпень 1998 року	Уряд України повністю розраховується за першу єврооблігацію, випущену в серпні 1997 року
Серпень- жовтень 1998 року	Частковий дефолт за ОВДП і переоформлення внутрішніх облігацій, якими володіли нерезиденти і валютний хедж за якими був у прямій чи непрякій формі гарантований НБУ, у середньострокові єврооблігації зі строком дії два роки та з дохідністю на 20 % річних. Форма конверсійних облігацій – облігації з нульовим купоном. Загальна сума – близько 500 млн дол. США.
Жовтень 1998 року	Переоформлення 75 % кредиту, виданого банком “Чейз Манхеттен” у жовтні 1997 року, у середньострокові єврооблігації (строком дії на 2 роки) з купонною ставкою 16,75 %. Загальна сума конверт акційних облігацій – 82 млн дол. США.
Травень- липень 1999 року	Досягнення домовленості з “АйЕндЖіБарінгз” про реструктуризацію приватного розміщення, здійсненого в серпні 1998 року, і переоформлення його в облігації, деноміновані в німецьких марках з купонною ставкою 16 %. Загальна сума – близько 500 млн німецьких марок.
Лютий- квітень 2000 року	Реструктуризація всіх українських єврооблігацій, а також 8,5-процентних облігаційних зобов'язань перед РАТ “Газпром” на суму 1 млрд дол. США у довгострокові боргові зобов'язання, деноміновані в євро та доларах США. Загальна сума реструктуризованих інструментів – близько 2,7 млрд дол. США. Нові облігації мають купонні ставки 11 % (доларові облігації) та 10% (облігації, деноміновані в євро). Нові облігації виплачуватимуться поетапно до 2007 року включно

Номинальна вартість – це сума грошей, яку одержить інвестор після того, як облігація буде погашена. Це означає, що суб'єкт після продажу боргового зобов'язання поверне початкову суму позики, яка називається основною сумою позики. Як зазначалося вище, номінальна вартість корпоративних облігацій зазвичай становить \$1000, у той час як номінал урядових зобов'язань може бути значно вищим.

Ставка купона, або номінальний прибуток, – це та сума грошей, яку власник облігацій буде одержувати регулярно. Ставку купона вказують у відсотках від номінальної вартості. Так, якщо номінальна вартість облігації \$1000, а ставка купона що до неї становить 10 %, то власник цієї облігації одержуватиме \$100 щорічно. В облігації також зазначається, коли виплачується купонний прибуток: щомісяця, щокварталу, один раз на півроку чи один раз на рік.

Дата погашення – це день, коли емітент повинен повернути позикодавцю основну суму боргу. Після того як позичальник виплатить основну суму боргу, він більше не зобов'язаний здійснювати процентні виплати. Іноді компанія вирішує «відізнати» свої боргові зобов'язання. Це означає, що вона повертає своїм позикодавцям їхні гроші до дати погашення облігації. На всіх корпоративних облігаціях зазначається, чи є можливість дострокового відкликання і коли може відбутися це дострокове відкликання. У США облігації федерального уряду не можуть бути відкликані, тоді як облігації урядів штатів або місцевих органів влади дозволяється відкликати раніше офіційної дати погашення.

Крім трьох основних показників, для оцінки облігацій застосовують й інші критерії. Охарактеризуємо їх.

Прибутковість і ціна облігації. Прибутковість облігації обчислюється діленням річного відсоткового прибутку на поточну ринкову ціну облігації. Наприклад, якщо поточна ціна облігації \$1000 і вона приносить \$50 відсоткового прибутку за рік, то її поточна прибутковість становитиме 5 %:

$$\mathbf{\$50 / \$1000 \times 100\% = 5 \% .}$$

Нові облігації випускаються з відсотковими ставками, рівень яких диктує поточна прогнозована економічна ситуація. Прибутковість, на яку інвестор очікує від облігацій, що вже перебувають в обігу на відкритому ринку, повинна бути перерахована відповідно до зміни відсоткових ставок з метою збереження конкурентоспроможності та привабливості облігацій для інвесторів (ідеться про процентну ставку з довгострокових кредитів). Оскільки виплата

відсотка протягом усього періоду обігу облігації здійснюється за фіксованою ставкою, для «приведення у відповідність» змінюють ринкову ціну облігації. Ціни на облігації коливаються відповідно до змін відсоткової ставки за довгостроковими кредитами, тому облігація може продаватися за ціною, вищою або нижчою від її номінальної вартості, залежно від того, яка зараз відсоткова ставка. Якщо інвестор планує утримувати облігацію до дати її погашення, то його не буде цікавити поточна зміна ринкової ціни на облігацію, тому що йому гарантована виплата номіналу цієї облігації в день її погашення. Вирішивши продати облігацію до дати її погашення, інвестор буде змушений реалізувати її за поточною розрахунковою ціною, що може значно відрізнитися від номінальної вартості цінного паперу як у більший, так і в менший бік.

Наведемо приклад. Припустимо, що наприкінці 1980-х років Ви придбали в компанії X облігації номіналом \$1000 зі ставкою купона 10 % і датою погашення 31 грудня 2006 року. Ця облігація буде приносити Вам \$100 щороку аж до кінця грудня 2006 року, тобто до дати одержання Вами основної суми 1000 \$. Тепер припустимо, що у 2004 році. Ви усе ще утримуєте цю облігацію, хоча відсоткова ставка за довгостроковими кредитами досягла 1 %. Якби ця облігація випускалася сьогодні, вона б приносила не більше 20 – 30 \$ на рік, тобто зовсім не \$100. Підтвердженням факту падіння відсоткових ставок, у той час коли ставка за облігацією залишається стабільною, є те, що фактично ви зможете продати Вашу облігацію за ціною, що значно перевищує її номінал \$1000. Це пов'язано з тим, що у 2004 роки інвестори будуть очікувати тільки 2 – 3 % річної прибутковості і тому будуть готові заплатити премію за облігацію, що приносить 10 % на рік.

Отже, будь-які зміни рівня відсоткових ставок негайно і передбачувано впливають на ціни облігацій. Коли ринкові відсоткові ставки падають, ціни на облігації, що знаходяться в обігу, підвищуються таким чином, щоб прибутковість цих паперів відповідала прибутковості нових випусків з більш низьким річним відсотком прибутку. І навпаки, у випадку підвищення ринкових ставок відбувається зниження цін раніше випущених облігацій, через те, що їхня прибутковість підвищується до рівня, що відповідає прибутковості нових облігацій з більш високими ставками відсотка. Це відбувається з однієї причини: за інших рівних умов інвестор ніколи не купує облігації іншого інвестора, якщо можна купити облігації нових випусків з подібними характеристиками від ко-

лишнього емітента, оскільки це гарантовано забезпечить йому більш високий прибуток.

Прибутковість до погашення. Це один із найважливіших показників, який необхідно враховувати, приймаючи рішення щодо купівлі облігацій, тому що він дає уявлення про реальну цінність паперів для інвестиційного портфеля.

Прибутковість облігації, купленої за номінальною вартістю, до погашення дорівнює її поточній прибутковості плюс купонній відсотковій ставці, але якщо облігацію придбано з премією або дисконтом, її прибутковість до погашення буде меншою або більшою від її поточної прибутковості.

Під час обчислення прибутковості до погашення враховується сума всіх відсоткових платежів, які отримує інвестор з моменту купівлі паперу до терміну його погашення, а також можливий збиток чи приріст капіталу, який інвестор отримає в момент погашення облігації, якщо ціна її купівлі та номінальна вартість не збігаються.

Отже, прибутковість до погашення є показником інвестиційної привабливості облігацій, але при цьому не слід забувати одного досить істотного моменту – про право емітента на дострокове погашення облігацій.

Дострокове погашення. Дострокове погашення, або відкликання облігацій означає, що емітент використовує своє право на їх вилучення з обігу раніше встановленого строку. Це право обумовлюється завжди в момент випуску облігацій, тому під час купівлі цінного паперу інвестору варто поцікавитися наявністю даної умови.

На сьогодні можливість дострокового погашення передбачена у більшості випусків облігацій. Таке право дозволяє емітенту більш гнучко реагувати на зміни загального рівня відсоткових ставок на ринку. Наприклад, якщо компанія випустила облігації з 8-відсотковим купоном у період високих відсоткових ставок, але згодом відсоткова ставка знизилася до рівня, за якого ті ж облігації могли б бути випущені з 5-відсотковим купоном, компанії вигідно реалізувати право дострокового погашення, відізвавши з обігу 8-відсоткові облігації і випустивши їх як нові 5-відсоткові папери. Економія на щорічних відсотках може вимірюватися мільйонами доларів, тому в подібних випадках емітенти, як правило, викупають облігації, виплачуючи їхнім власникам додаткову премію, тобто з перевищенням номінальної вартості. Розмір премії зазвичай дорівнює сумі річного від-

сотка. Таким чином, 8-відсоткова облігація номінальною вартістю \$1000 може бути відкликана за \$1080. Після отримання грошей за відкликані облігації інвесторам надається менш приваблива можливість реінвестувати у більш дорогі інструменти з більш низькою прибутковістю. Подібний ризик називається ризиком реінвестування. Інвестори, які бажають знизити цей ризик, можуть отримувати безвідзивні облігації з фіксованою датою погашення, за якими не передбачена можливість дострокового вилучення з обігу. Прибутковість цього виду паперів, як правило, буває нижчою ніж в облігацій з правом відкликання, зате емітент не може змусити утримувача облігацій погасити їх до встановленого терміну незалежно від зміни рівнів відсоткових ставок.

Отже, як бачимо, перш ніж купувати облігації, інвестор повинен з'ясувати, чи передбачена в умовах їхнього продажу можливість дострокового погашення і, якщо таке обумовлено, переконалися в тому, що йому гарантовано прибуток, розрахований на першу можливу дату дострокового погашення.

Кредитна якість облігацій. Облігації можуть мати різну кредитну якість (від казначейських зобов'язань, повністю гарантованих урядом, до облігацій з рейтингом, нижчим від інвестиційного рівня, які розглядаються як спекулятивні («сміттєві» облігації)).

Випускаючи облігації в обіг, емітент зобов'язаний надати докладну інформацію про свій фінансовий стан та платоспроможність. Цю інформацію вміщують у проспекті емісії, проте на її підставі важко дійти висновку про те, чи будуть компанії або державні емітенти спроможні виплачувати регулярні відсоткові платежі через 5, 10, 20 або 30 років після емісії. На допомогу приходять рейтингові агенції, які визначають кредитні рейтинги облігацій під час емісії та їх «життєвого циклу». Рейтинг вказує на можливість повернення позичальником основної суми позики і своєчасної виплати відсотків. Найвищими рейтингами є «AAA» (Standard & Poor's) і «Aaa» (Moody's Investors Service). Облігації з рейтингом категорії «BBB» (S & P) або Baa (Moody's) і вище вважаються облігаціями інвестиційного рівня; облігації з рейтингом категорії «BB» (S & P) або «Ba» (Moody's) і нижче вважаються облігаціями нижче інвестиційного рівня або високоприбутковими облігаціями. Якщо з тієї чи іншої причини агенція приймає рішення про перегляд рейтингу облігації, цей папір потрапляє до спеціального списку.

## 2.3. Депозитарні розписки-інструменти міжнародного інвестування

### 2.3.1. Основні поняття і переваги програм депозитарних розписок

Іноземний емітент, який має намір продати свої цінні папери у Сполучених Штатах Америки, повинен обрати спосіб здійснення такого проекту. Право США дозволяє:

- випустити свої цінні папери у Сполучених Штатах Америки у формі американських акцій (American shares);
- брати участь у проекті випуску американських депозитарних розписок. Цінні папери іноземного емітента, випущені в іншій формі, не допускаються в обіг на фондовому ринку США.

Випуск американських акцій – найбільш складний і дорогий для іноземних компаній спосіб виходу на ринок США. Такий емітент повинен повністю відповідати вимогам американського права до реєстрації емісії, розкриття інформації про компанію, а також статутному капіталу і фінансовій звітності. Бум інтересу учасників американського фондового ринку до ADR припав на початок 1990-х років, коли падіння відсоткових ставок в Америці змусило американських інвесторів почати пошуки більш ефективних способів вкладання своїх коштів, зокрема, у компанії країн, що розвиваються. Загальна кількість ADR, зареєстрованих американською Комісією з цінних паперів і фондових бірж, за період з 1990 по 1994 рік зростає приблизно на 30 %, що дозволяє дійти висновку про значні перспективи цього виду цінних паперів і про високий інтерес інвесторів до акцій іноземних компаній (рис.2.1).

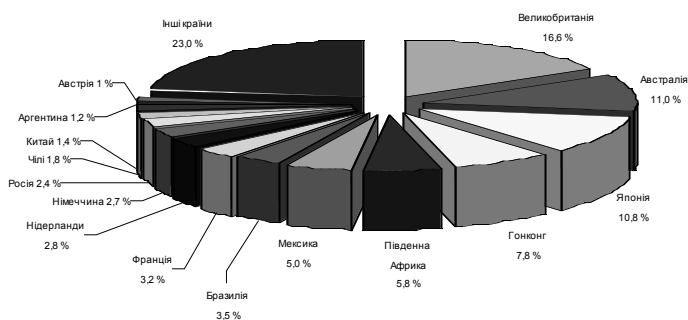


Рис. 2.1. Відсоткове співвідношення участі країн у всіх програмах депозитарних розписок за станом на першу половину 1998 року

Практика застосування цінних паперів цього виду з кожним роком розширюється. Вони активно використовуються закордонними емітентами під час злиття, придбання одними компаніями інших, у випадках зміни структури капіталів компаній і навіть для реструктуризації боргових зобов'язань держав.

Під депозитарною розпискою право США розуміє випущений американським депозитарієм сертифікат, який підтверджує право власності на визначену кількість депозитарних акцій (американських депозитарних чи глобальних депозитарних розписок), які у свою чергу надають право власності на визначену кількість цінних паперів іноземного приватного емітента.

Депозитарні розписки випускаються американським комерційним банком-депозитарієм («Depository») під цінні папери іноземного (для США) емітента. Останні відповідно депонуються в банку-кореспонденті депозитарію (як правило, це «банк-утримувач»). Кожен проєкт депозитарних розписок вимагає участі в ньому одного чи більше банків, що зберігають цінні папери емітента, на які американський депозитарій випускає депозитарні розписки.

Окремі депозитарії використовують як утримувачів свої підрозділи за межами США, інші реалізують проєкти депозитарних розписок із залученням кваліфікованих банків-утримувачів, які знаходяться в країні емітента. Так, в Україні це – голландський банк ING Barings і його основний партнер Bank of New York.

До функцій банку-утримувача належить: отримання цінних паперів емітента на зберігання; зберігання цінних паперів; доставка банком цінних паперів, які визначаються депозитарієм. Банк-утримувач діє на підставі угоди з депозитарієм (Custodian Operating Letter for American Depositary Receipt) і несе відповідальність перед ним. На ринку України, як і Росії, депозитарієм є Bank of New York, який поки що займає монопольне положення щодо надання цих послуг чи «custodian», що знаходиться в країні емітента.

Банк-депозитарій діє відповідно до депозитарного договору, сторонами якого, як правило, є депозитарій, емітент і всі особи, які в той чи інший час є власниками депозитарних розписок. Утримувач здійснює свої функції на підставі договорів з депозитарієм («Custodian Operating Letter for American Depositary Receipts»). Власник депозитарних розписок може в будь-який час обміняти їх на депоновані цінні папери іноземного емітента.

Якщо тип проєкту не обмежує обігу депозитарних розписок, перехід права власності на них за згодою здійснюється в книгах депозитарія («books of depository») відповідно до порядку, анало-

гічному для угод з американськими цінними паперами. Депозитарні розписки зручні для інвесторів не тільки через спрощеність укладання угод за ними, а й тому, що вони також забезпечують отримання у визначений термін дивідендів та інших платежів у доларах США. Власники депозитарних розписок добре поінформовані про емітента та його фінансовий стан, тому можуть голосувати цінними паперами іноземної компанії, не залишаючи меж США. Крім того, володіння депозитарними розписками забезпечує для інвестора зниження рівня податків.

Для українських емітентів програми депозитарних розписок дозволяють:

1) залучити іноземний капітал для вирішення стратегічних завдань компанії;

2) залежно від умов проекту одержати можливість продати свої цінні папери не тільки в США, але й на фондових ринках інших країн («global offering»), включаючи (якщо тип проекту це дозволяє) допуск до лістингу на фондових біржах інших країн;

3) залежно від типу проекту мати можливість:

а) лістингу своїх цінних паперів на Нью-Йоркській фондовій біржі (New-York Stock Exchange – NYSE), Американській фондовій біржі (American Stock Exchange – AMEX) та інших фондових біржах США, в Автоматичній системі котирування національної асоціації дилерів цінних паперів (NASDAQ);

б) включати свої цінні папери до Дисплейної служби NASDAQ або в «рожеві сторінки» («pink sheets») Національного бюро котирування Комерційного клірингового будинку;

4) якщо емітент планує продавати свою продукцію на ринку США чи на іншому ринку, де здійснюється продаж його депозитарних розписок, підвищити інтерес до товарів компанії за кордоном;

5) підняти ціну своїх цінних паперів на українському фондовому ринку;

6) диверсифікувати ризики інвестування.

«Порядком продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках», затвердженим Постановою Кабінета Міністрів України від 21.07.99 р. № 1320, визначений перелік відкритих акціонерних товариств і розмір державних пакетів акцій, що підлягають продажу у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках, який узгоджується з Кабінетом Міністрів України. Пакет акцій не повинен перевищувати 10 відсотків статутного фонду відкритого акціонер-



ного товариства. Фонд державного майна України в десятиденний термін від дня узгодження зазначеного переліку направляє в Анти-монополийний комітет інформацію про розмір пакетів акцій, що пропонуються на продаж, а також про іноземного депозитарія установи, що здійснює випуск депозитарних розписок на акції товариства.

На той час цілий ряд вітчизняних підприємств провели емісію депозитарних розписок, що відображено в табл. 2.2.

Таблиця 2.2  
Депозитарні розписки українських компаній

Емітент	Дата випуску депозитарних розписок (ДР)	Співвідношення ДР та акцій
АТ “Центрэнерго”	Травень 1998 року	1:10
АТ “Азот”, м. Черкаси	Липень 1998 року	1:30
АТ “Металургійний комбінат ім. Ілліча”	--/--	1:100
АТ “НВО ім. Фрунзе”	--/--	1:20
АТ “Запоріжтрансформатор”	--/--	1:100
АТ “Запоріжсталь”	Вересень 1998 року	1:50
АТ “Жидачівський картонно-паперовий комбінат”	--/--	1:400
АТ “Полтавський ГЗК”	--/--	1:50
АТ “Азовсталь”	Квітень 1999 року	1:10
АТ “Дніпроенерго”	--/--	1:4
АТ “Нижньодніпровський трубопрокатний завод”	--/--	1:6
АТ “Стирол”	--/--	1:5
АТ “Укрнафта”	--/--	1:6
АТ “Хмельницькобленерго”	Січень 2000 року	1:40
АТ “Запоріжтрансформатор”	--/--	1:100

***Здійснення проекту випуску депозитарних розписок українським емітентом***

Проведення бізнес-аналізу. До початку реалізації проекту випуску депозитарних розписок емітенту необхідно провести аналіз його перспективності. Для цього він може звернутися до послуг міжнародного інвестиційного банку. Якщо ж результати попереднього дослідження були позитивними, емітент звертається до іноземної юридичної фірми за послугою про проведення консультацій у процесі здійснення проекту (в Україні такою юридичною особою є Baker McKenzie). Одночасно відбувається вибір банку-депозитарію та аудиторської фірми.

Початок підготовки документації для емісії депозитарних розписок. Після того як закінчено формування робочої групи і прийнято рішення про проведення програми, розпочинається підготовка документації для проектів емісії депозитарних розписок. Ця документація повинна містити результати й узагальнення фінансових і виробничих даних про емітента. Одночасно розробляються документи за формами Комісії з цінних паперів.

Узгодження з інвесторами структури й обсягу емісії. На цій стадії проекту емітент і учасники робочої групи здійснюють підготовку зустрічей з інвесторами. Крім того, продовжується впровадження бізнес-плану та готується документація за програмою депозитарних розписок, передбачається обговорення сторонами попередніх умов депозитної угоди і вибір утримувача. Узгоджуються структура й обсяг емісії.

Вибір андеррайтерів. У разі вдалої взаємодії всіх учасників робочої групи ця стадія проведення проекту депозитарних розписок припадає на п'ятий–шостий місяці від початку здійснення проекту. На цій стадії вносяться останні зміни в документи й форми Комісії з цінних паперів, а також завершується підготовка бізнес-аналізу. Після цього остаточні версії документів направляються в Комісію.

Завершення проекту. На цій стадії відбувається реєстрація документів Комісією з цінних паперів, проводяться остаточні зустрічі з інвесторами, укладається депозитарний договір. Також визначається ціна емісії і розпочинається первинне розміщення депозитарних розписок.

### **2.3.2. Схема випуску депозитарних розписок**

Схема, яку запроваджено в Україні, суттєво не відрізняється від схем випуску депозитарних розписок в інших країнах.

У даний час в Україні діє така схема випуску розписок на цінні папери (ЦП) українських емітентів (див. рис.2.2):

1. Іноземний інвестор дає доручення своєму брокеру на придбання депозитарних розписок.

2. Брокер інвестора дає розпорядження українському брокеру на придбання еквівалентної кількості акцій на внутрішньому ринку (між ними укладається договір купівлі-продажу).

3. Український брокер купує акції компанії на внутрішньому ринку і реєструє їх у реєстрі акціонерів на своє ім'я.

4. Український брокер укладає з утримувачем договір про відкриття йому рахунку ЦП. Утримувач відкриває йому у своїй системі рахунок ЦП.



- Типи проектів випуску депозитарних розписок розрізняють:
- за можливістю торгівлі на біржовому і позабіржовому ринках США;
  - правами і обов'язками емітента, депозитарію й інвестора, які купили депозитарні розписки;
  - вимогами до реєстрації депозитарних розписок.

### ***Негарантовані проекти випуску американських депозитарних розписок***

Негарантовані АДР не ініціюються і не контролюються емітентом. Як правило, вони здійснюються брокером у відповідь на вимоги інвесторів, проте можуть також ініціюватися інвестиційним банком. Брокер виконує роль маркет-мейкера щодо емісії і працює разом з американським банком, який у ролі депозитарію здійснює випуск депозитарних розписок. Депозитарій і емітент спільно подають заявку відповідно до Правила 12g 3-2 (b) у Комісію з цінних паперів США з проханням про звільнення від вимог повної звітності (відповідно до Закону «Про цінні папери і біржі» 1934 р.).

Оскільки АДР негарантовані, проекти звільняються від повної звітності. У США ними можна торгувати тільки на позабіржовому ринку, а котуватися вони можуть тільки на «рожевих сторінках» (у списку акцій та їхніх цін на позабіржовому ринку). Єдина вимога Комісії з цінних паперів США – це надання в Комісію інформації, опублікованої емітентом на батьківщині. Це обумовлено ситуацією, коли інвестор вимагає якнайбільше інформації про іноземну компанію, акції якої він збирається придбати на підставі депозитарних розписок, адже він дійсно ризикує, вкладаючи власні кошти.

### ***Гарантовані проекти депозитарних розписок***

Відомі кілька типів гарантованих АДР-проектів, що відрізняються за ступенем залучення до них емітента та повідомлення ним інформації про себе.

Гарантовані проекти депозитарних розписок першого рівня. Даний тип проектів на сьогодні найпопулярніший серед українських емітентів. Це обумовлено, по-перше, тим що він найдешевший порівняно з іншими проектами, і по-друге, у процесі виконання такого проекту до емітента висуваються найменші вимоги щодо повідомлення інформації про себе. Багато емітентів починають саме з цих програм, перш ніж перейти до програм більш складного рівня.

Першим кроком компанії на шляху проведення проекту депозитарних розписок першого рівня є реєстрація проекту за Законом США 1933 року «Про цінні папери» за формою Ф-6. Також у Комісію з цінних паперів США подається заява емітента з проханням звільнити його від реєстрації і звітності за Законом США від 1934 року «Про цінні папери і біржі» відповідно до Правила 12g 3-2 (b).

Депозитарій і емітент підписують депозитну угоду, як правило, після отримання такого звільнення і реєстрації проекту депозитарних розписок відповідно до Закону 1933 р. за формою Ф-6. Після того, як ця форма буде зареєстрована Комісією, депозитарій отримує право випустити депозитарні розписки під депозит цінних паперів іноземного емітента, які були придбані на вторинному ринку.

Гарантовані (лістингові) депозитарні розписки другого рівня. Депозитарні розписки цього типу залучаються до лістингу на одній чи декількох американських фондових біржах або до системи позабіржової торгівлі NASDAQ.

Для реєстрації проекту за Законом 1933 року використовується форма Ф-6. Частина таких даних повинна відповідати американським принципам фінансової звітності (GAAP) та Інструкції S – X.

Гарантовані депозитарні розписки третього рівня. Іноземний емітент з метою збільшення капіталу компанії може здійснити:

а) приватне розміщення депозитарних розписок за Правилком 144-A з пропозицією цінних паперів кваліфікованим інституційним покупцем (кваліфікованим інституційним покупцем вважається юридична особа, що володіє цінними паперами на суму 100 млн доларів);

б) публічне розміщення депозитарних розписок;

в) міжнародне (глобальне) розміщення депозитарних розписок з приватною чи публічною пропозицією цінних паперів, заново випущених у США.

Оприлюднені депозитарні розписки можуть бути в лістингу Нью-Йоркської фондової біржі, Американської фондової біржі та на інших фондових бірж США. Можливий їх обіг і в NASDAQ.

У програмах депозитарних розписок третього рівня, як і в інших гарантованих проектах, депозитний договір укладається після їх реєстрації в Комісії.

Необхідність дослідження компанії. Українські емітенти повинні бути готові до того, що їхні закордонні партнери по проекту американських розписок будуть проводити дослідження їхнього

статуту та інших документів, не виключаючи фінансових звітів та рішень за судовими позовами. Зазвичай підготовка і вивчення таких документів тривають кілька місяців. Банк-депозитарій, фінансові консультанти й андеррайтери проводять це дослідження для того, щоб уникнути відповідальності згідно з американським законодавством про цінні папери.

Щодо всіх типів проектів депозитарних розписок емітент повинен пройти стандартні процедури, які забезпечують вірогідність даних про нього. До таких процедур належить:

- надання емітентом всебічної інформації про себе (включаючи фактори можливого ризику, опис та аналіз структури управління, що зокрема передбачає звіт про господарську діяльність, фінансову звітність за стандартами GAAP і т. ін.);
- проведення зустрічей з керівництвом компанії і незалежними аудиторами;
- перевірка документації компанії (включаючи ліцензії, патенти тощо);
- одержання гарантії незалежного аудитора про те, що інформація, вміщена у проспекті емісії, підготовлена вірно і немає підстав вважати її недійсною.

Як показує практика, чітке виконання цих вимог підвищує авторитет іноземних емітентів на закордонних фінансових ринках і значно знижує ризик виникнення відповідальності інвесторів у випадку будь-яких порушень відповідно до американського законодавства.

### **2.3.3. Державне регулювання і контроль за забезпеченням обліку акцій українських емітентів, на які випущені депозитарні розписки**

Державне регулювання і контроль за забезпеченням Національним депозитарієм України та іншими депозитарними установами України обліку акцій українських емітентів, на які випускаються депозитарні розписки, відповідно до вимог національного законодавства здійснюється Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) згідно із Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Для організації моніторингу з продажу пакетів акцій, створених у процесі приватизації відкритих акціонерних товариств, що належать державі у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках, Фонду державного майна України після укладання договору про продаж акцій відповідного товариства у

вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках необхідно забезпечити подання в ДКЦПФР нижчевказаної інформації про відповідне товариство:

відомості про емітента, відносно якого прийнято рішення щодо продажу йому пакета акцій, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках:

- повне найменування емітента;
- код за Єдиним державним реєстром підприємств і організацій;
- місцезнаходження згідно зі свідоцтвом про державну реєстрацію;
- відомості про випуск акцій, на державну частку якого іноземною депозитарною установою випускаються депозитарні розписки;
- дані свідоцтва про реєстрацію випуску (номер свідоцтва, дата видачі, орган, що видав свідоцтво);
- номінальна вартість акцій;
- кількість випущених акцій даного випуску;
- розмір пакета акцій, що належить державі і підлягає продажу у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках;
- інформація про агента з розміщення акцій, з яким Фондом державного майна України укладений договір про продаж акцій товариства у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках;
- повна назва;
- місцезнаходження згідно зі свідоцтвом про державну реєстрацію;
- інформація про дозвіл на здійснення діяльності з випуску і обігу цінних паперів (номер дозволу, дата видачі, орган, що видав дозвіл, термін дії дозволу) (для юридичних осіб – нерезидентів вказується інформація про ліцензію (дозвіл), яка видана за межами України).

З метою організації контролю за дотриманням вимог щодо здійснення обліку акцій (створених у процесі приватизації), відкритих акціонерних товариств, які належать державі і продаж яких здійснюється у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках, Національному депозитарію України у випадку здійснення обліку таких акцій на спеціальному депозитар-

ному рахунку іноземної депозитарної установи слід забезпечити подання у Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку такої інформації:

відомості про іноземну депозитарну установу, з якою Національним депозитарієм України встановлено кореспондентські відносини щодо обліку акцій, які належать державі і на які іноземною депозитарною установою випускаються депозитарні розписки:

- повне найменування,
- країна реєстрації установи,
- місцезнаходження у відповідності з реєстраційними документами;

відомості про акції, які належать державі і враховуються в Національному депозитарії України на спеціальному депозитарному рахунку іноземної депозитарної установи і на які іноземною депозитарною установою випущені депозитарні розписки:

- дані свідоцтва про реєстрацію випуску (номер свідоцтва, дата видачі, орган, що видав свідоцтво),
- кількість акцій.

Інші державні органи мають право здійснювати контроль за здійсненням обліку акцій українських емітентів, на які випущені депозитарні розписки, лише в межах повноважень, наданих їм чинним законодавством.

## **2.4. Ринок цінних паперів і його структура на прикладі фондового ринку США**

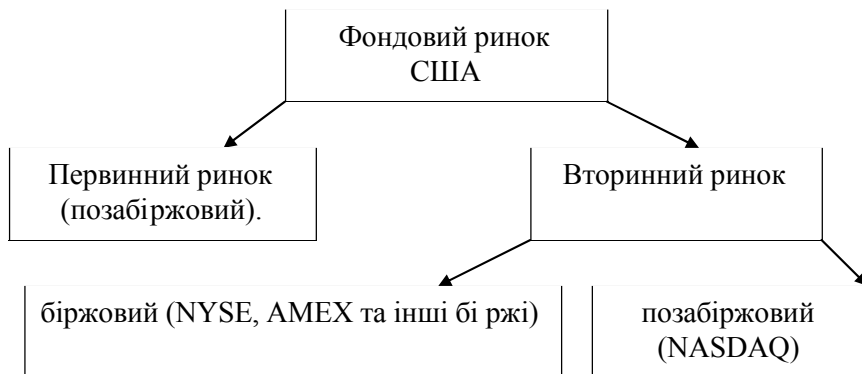
Ринок цінних паперів являє собою механізм, який надає можливість укладати угоди між постачальниками і споживачами коштів. Він відіграє ключову роль у купівлі-продажу фондових інструментів (цінних паперів). Далі у цьому підрозділі охарактеризована структура фондового ринку США, що склалася за такою схемою:

### ***Первинний ринок***

Первинний ринок – це ринок розміщення, де корпорації продають свої акції й облигації всім інвесторам, які бажають їх придбати, залучаючи у такий спосіб кошти для свого розвитку. Відомо кілька варіантів взаємодії учасників первинного фондового ринку, але найбільш поширеним є оприлюднений метод, або IPO (Initial Public Offering (первинна оприлюднена пропозиція).

Ключову роль у такому механізмі розміщення цінних паперів виконує інвестиційний банк, який, як правило, є першим покуп-





*Рис. 2.3.* Структура фондового ринку США

цем цінних паперів компанії–емітента. (Інвестиційний банк – це інститут, що спеціалізується на розміщенні нових випусків цінних паперів.)

Припустимо, що компанія X після кількох років успішної роботи вирішила, що для неї є сенс розширити виробництво. Але для цього необхідна значна сума: скажімо, кілька мільйонів доларів. У цьому випадку керівництво компанії звертається до інвестиційного банку, який докладно вивчає фінансовий стан компанії, її продукцію, місце цієї продукції і самої компанії на ринку, прибутковість компанії та її перспективи, економічні та багато інших чинників і тільки після цього рекомендує конкретний варіант фінансування, зазвичай це випуск акцій або боргових зобов'язань. Якщо банк і компанія вирішать, що доцільнішим є випуск простих акцій, то відразу буде розрахована й продажна ціна цих акцій.

Послуги інвестиційного банку, як правило, передбачають андеррайтинг, або гарантоване розміщення, тобто інвестиційний банк гарантує, що емітент одержить за свій випуск нових цінних паперів оговорену в контракті суму. Наприклад, якщо це прості акції, то вони будуть продані за оговореною раніше ціною. У випадку випуску великої кількості акцій ризик, пов'язаний із розміщенням, може бути розподілений між кількома залученими для цієї мети інвестиційними банками, які разом утворюють синдикат передплатників. До цього продажу синдикат зазвичай залучає інших дилерів цінних паперів, які разом утворюють групу продажу (рис.2.4).

Кожний член цієї групи бере на себе зобов'язання продати певну частину випуску акцій за твердою ціною. Мабуть, це єди-

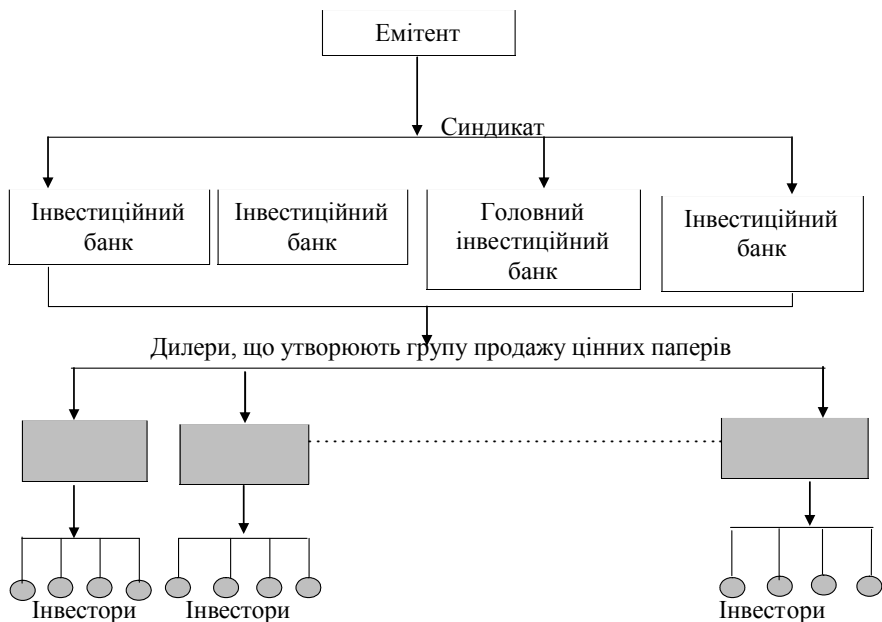


Рис. 2.4. Схема процесу розміщення нового випуску цінних паперів  
ний випадок, коли акції компанії продаються за фіксованою ціною, яку тимчасово підтримує інвестиційний банк.

### **Вторинний ринок**

Про будь-який договір купівлі цінних паперів після їхнього первинного розміщення можна говорити, що це угода про вторинне розміщення. Іншими словами, вторинним називається ринок, на якому цінні папери перепродають після того, як вони були випущені. Цей ринок утворився тому, що після того як цінний папір був випущений і увійшов в обіг, одні інвестори можуть захотіти його продати, а інші – купити. Нині вторинний ринок цінних паперів США ділиться на дві великі групи (фондові біржі і позабіржовий ринок).

Необхідно звернути увагу читача на один досить істотний момент, що часто є предметом різного роду помилок в інвесторів-початківців. Коли інвестор купує, скажімо, 100 акцій «General Electric» (GE) на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) або 100 акцій Intel corp (INTC) у системі NASDAQ, надходження від продажу йдуть не цим двом корпораціям, а інвестору, який продав ці акції.

### **Фондові біржі**

На фондових біржах продаються цінні папери, які пройшли спеціальну процедуру реєстрації – лістинг; на них близько двох третин обігу акцій американських компаній. Уся торгівля кожної біржі зосереджена в одному місці і підпорядкована детальним правилам, установленим тими особами, що є членами біржи. Найбільші американські фондові біржі, які торгують акціями й облигаціями, це Нью-Йоркська (NYSE) і Американська (AMEX). Обидві біржі знаходяться в Нью-Йорку і на них припадає приблизно 85 % і 5 % вартості акцій, що знаходяться в обігу на фондових біржах США, відповідно. Серед інших американських фондових бірж відомі біржі Середнього Заходу, Тихоокеанська, Філадельфійська і Бостонська. Вони належать до категорії регіональних бірж і в сукупності обслуговують до 10 % обігу акцій фондових бірж США.

Слід указати на такі основні розбіжності між фондовою біржею і позабіржовим ринком:

- на позабіржовому ринку відсутній єдиний фінансовий центр і немає чітко визначених меж. Угоди укладаються розосередженими по всій території країни інвестиційно-фінансовими фірмами і фінансовими посередниками по телефонній і комп'ютерній мережі;
- позабіржовий ринок, на відміну від біржового, не встановлює жорсткого набору вимог до осіб, що торгують, та об'єктів торгівлі, він не вводить єдиних правил щодо угод;
- на позабіржовому ринку вартість цінних паперів визначається в результаті переговорів продавця з покупцем один на один, у той час як на фондовій біржі курсова вартість цінного паперу формується в результаті аукціону;
- найважливішим елементом біржової фондової торгівлі є механізм допуску цінних паперів на фондову біржу-лістинг, що являє собою процедуру реєстрації цінного паперу або внесення його до котирувального листа для торгівлі на конкретній біржі.

Кожна біржа застосовує свої правила і критерії якості цінних паперів. На Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) діють найбільш жорсткі умови лістингу. Так, щоб мати право бути представленою на NYSE, компанія повинна задовольняти таким вимогам:

1. Оподатковуваний прибуток за останній рік повинен становити не менше ніж \$2,5 млн.

2. Оподаткований прибуток протягом двох попередніх років повинен бути не менше ніж \$2 млн.

3. Ринкова ціна акцій (добуток кількості випущених акцій на їхню вартість) має бути не менше ніж \$100 млн.

4. Кількість акцій, випущених за відкритою підпискою і тих, що знаходяться у власності зовнішніх акціонерів, має бути не менше 1,1 млн штук.

5. Більше 2000 акціонерів повинні мати не менше ніж по 100 акцій кожний.

6. Компанія повинна внести плату за лістинг.

У даному тексті перераховані вимоги викладені в загальному вигляді. Більш докладної вимоги лістингу, а також відповіді на будь-які інші питання, що стосуються діяльності NYSE, можна знайти на Інтернет-сайті цієї біржі за адресою: [www.NYSE.com](http://www.NYSE.com).

### ***Вторинний позабіржовий ринок***

Цінні папери, що не пройшли лістингу, знаходяться в обігу на позабіржовому ринку.

Цей ринок за сукупним обсягом і вартістю в доларах перевершує сукупну торгівлю на всіх фондових біржах США. На відміну від торгівлі на біржах США, основний обсяг на позабіржовому ринку припадає на облігації. При цьому обіг акцій становить приблизно одну третину від усього вартісного обсягу обігу акцій на ринках США. Традиційний шлях зростання компанії такий: спочатку стадія позабіржового ринку, потім переміщення на AMEX. Коли зростання фінансового потенціалу фірми і її привабливості в національному масштабі будуть відповідати певним вимогам, відбувається перехід на NYSE. Так було з акціями майже всіх сучасних корпорацій.

Упродовж багатьох років позабіржовий ринок акцій був практично ніким не керованим ринком цінних паперів, на якому дилери працювали із сумнівними цінними паперами. Пошук кращої ціни був найчастіше обтяжливим і не завжди доцільним. У лютому 1971 року Національна асоціація дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers – NASD) – саморегульований орган позабіржового ринку – круто змінила це становище, увівши систему автоматизованих котирувань – NASDAQ.

## **NASDAQ**

Відразу зазначимо, що широко відома назва «ринок NASDAQ» – це узвичаєний жаргон. NASDAQ – це не ринок, а автоматизована система (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System), що зв'язала комп'ютерною мережею в одне ціле всі частини раніше роз'єданого позабіржового ринку. Ця система забезпечує торгівлю акціями понад 5400 компаній США та інших країн і надає учасникам ринку оперативну інформацію про поточні ціни акцій.

Щоб бути представленою в NASDAQ, компанія повинна відповідати певним вимогам. (Компанія, яка перестає задовольняти цим вимогам, може бути виключена із системи.) Зокрема, для компаній США основні вимоги такі:

1. Вартість активів компанії (наявний капітал, цінні папери, нерухомість, устаткування тощо) повинна становити не менше \$4 млн.

2. Власний капітал компанії (активи мінус борги) повинен бути не менше ніж \$2 млн.

3. Повинно бути випущено більше ніж 300.000 акцій, розподілених, як мінімум, серед 300 утримувачів.

4. Повинно бути не менше двох дилерів, що забезпечують торгівлю цими акціями.

5. Ринкова вартість акції компанії повинна бути не менше як \$1.

Десятки тисяч акцій компаній, що не відповідають цим вимогам і не торгуються у NASDAQ, концентруються на позабіржовому ринку (OTC – «Over the counter»).

Невисокі вимоги до компаній для введення їх до системи OTC є причиною того, що в NASDAQ представлені, як правило, небагато корпорацій. Цей «ринок» називають ринком майбутнього, маючи на увазі не тільки передову систему комп'ютерної торгівлі, але й молоді компанії, що успішно розвиваються, і можуть стати в майбутньому гігантами промисловості.

Проте ряд найбільших корпорацій, таких як Microsoft Corp (MSFT), Cisco Systems Inc (CSCO), Intel Corp (INTC), Oracle Corp (ORCL), Dell Computer Corp (DELL), та деякі інші котируються в NASDAQ і не докладають ніяких зусиль до того, щоб їхні акції котирувалися на NYSE, хоча значно переважають вимоги лістингу Нью-Йоркської біржі. З часом NASDAQ склала серйозну конкуренцію NYSE, хоча 15-20 років не мало сенсу їх навіть порівнювати за будь-якими показниками. На сьогодні «ринок»

NASDAQ є найбільшим у США за числом акцій, що змінюють власників щодня.

У 2000 р. денний обсяг торгівлі в середньому становив 1,75 млрд акцій, а 3 січня 2001 року, коли Федеральна резервна система США на своєму позачерговому засіданні раптом знизила відсоткову ставку щодо федеральних фондів на 0,5 %, на NASDAQ торгувалося рекордне число акцій – 3,1 млрд за один день.

Будучи першим електронним «фондовим ринком», NASDAQ також є найбільш спекулятивним і характеризується найбільш потужними і непередбачуваними коливаннями курсів акцій. Прикладом можуть послужити акції Qualcomm (QCOM), що вирости майже на 3000 % у 1999 році, або цінні папери Інтернет-компанії Toys (ETYS), яка у 2000 році втратила понад 99 % своєї вартості. Пізніше, у березні 2001 року компанія розпочала процедуру банкруства.

У зв'язку з цим варто пригадати гучний скандал з акціями компанії Emulex (EMLX), яка в серпні 2000 року виявилася жертвою афери 24-річного студента з Каліфорнії Марка Джейкоба, який зумів розмістити в Інтернеті електронний документ із фальшивою інформацією про цю компанію. Акції миттєво обвалилися і відновилися у своїй вартості тільки через кілька днів, коли компанія опротестувала фальшиву інформацію. Заради справедливості слід зазначити, що Джейкоба дуже швидко знайшли експерти ФБР і після довготривалого слідства в липні 2001 року він отримав 3 роки і 8 місяців тюремного ув'язнення, а також штраф у розмірі 455,6 тисяч доларів (на своїй афері у вересні 2000 р. він заробив 241 тис. доларів).

Отже, після всього вищесказаного сутність і механізм функціонування NASDAQ можна визначити так:

NASDAQ – це електронна система, що охоплює частину компаній із вторинного позабіржового ринку, які відповідають певним вимогам. Ця система забезпечує прямі контакти між продавцями і покупцями (які можуть знаходитися в різних кінцях світу) цінних паперів цих компаній, постачає їх оперативною інформацією про курси попиту й пропозиції, інші параметри, тим самим стимулюючи безупинну торгівлю паперами компаній, що входять до системи NASDAQ.

### ***Контрольні запитання***

- 1. Якими є загальні особливості інвестування у звичайні акції?*
- 2. Як класифікують звичайні акції?*

### *Міжнародна діяльність на ринку фінансових інвестицій*

---

3. *Які Ви знаєте основні показники для оцінки акцій?*
4. *Якими є основні стратегії інвестування у звичайні акції?*
5. *У чому полягає сутність основних видів облігацій?*
6. *Що Ви знаєте про державні та муніципальні облігації?*
7. *Що таке корпоративна облігація?*
8. *У чому полягає сутність розписки як інструмента міжнародного інвестування.*
9. *Поясніть структуру ринку цінних паперів (на прикладі ринку США).*
10. *Яким вимогам повинні відповідати компанії, щоб бути представленими на біржі NYSE та в системі NASDAQ.*

## **Розділ 3. Засоби (інструментарій) аналізу міжнародного інвестиційного ринку**

### **3.1. Індекси фондового ринку**

#### **3.1.1 Загальна характеристика індексів та методика їх розрахунку.**

##### **Загальні індекси світових фондових ринків**

Важливою фінансовою характеристикою фондового ринку є його індекс. Індексом фондового ринку називається деяке число, що відображає якісний стан цього ринку і є приблизною оцінкою його динаміки. Саме по собі таке число не містить цінної інформації. Важливо не саме значення індексу, а результат його порівняння з попередніми значеннями.

Наприклад, за станом на 17.09.2001 р. значення індексу Доу Джонса становило 8920,7 пункта. Саме по собі це число ні про що не говорить. Таке ж або близьке до цього значення мав індекс Доу Джонса у березні-квітні 1998 року, листопаді-грудні цього ж року та у квітні 2000 року, тобто тоді, коли економіка США була на підйомі. Уся ж інтрига полягає в тому, що в переддень 17 вересня 2001 року цей індекс був на 684,81 пункта вищий! І саме цей порівняльний ефект вказує на те, що в економічній ситуації країни сталося щось жахливе. 684,81 – це найбільше в історії існування цього індексу (уперше індекс Доу Джонса був опублікований 28 травня 1896 р.) падіння у пунктах, 14-те за величиною падіння у відсотках (найбільше було зафіксоване 19 жовтня 1987 року в день знаменитого краху фондового ринку і становило воно 22,61 %). Зазначимо, що 17.09.2001 р. – це дата першого дня торгів після 4-добової перерви роботи Нью-Йоркської фондової біржі, пов'язаної з трагічними подіями в Нью-Йорку та Вашингтоні 11 вересня 2001 року.

День торгів 17.09.2001 р. відобразив глибину нанесеного американській економіці удару, основна сила якого прийшлася на авіаційні, страхові, туристичні компанії та рекламні агенції.

Тоді, за неділю торгів, з 17 по 21 вересня 2001 року індекс Доу Джонса знизився на 1369,7 пункта, або на 14,26 %, що було найбільшим тижневим падінням у пунктах і другою за величиною втратою у відсотках з часів Другої світової війни. Нагадаємо, що найбільше відсоткове падіння індексу за тиждень було зафіксоване в липні 1933 року, у період Великої депресії, і становило воно



тоді 15,5 %. Третє за величиною зниження індексу за всю історію його застосування (-14,2 %) сталося в 1940 році після того як на ринку дізналися про розгром гітлерівцями французької армії. Навіть за часів згаданого вище краху 1987 році, коли індекс упав на 22,6 %, він відновився частково до кінця тижня й закінчив його із втратами 13,2 %.

Індекс фондового ринку зазвичай розраховують за двома методиками.

Згідно з першою відбирається репрезентативна група акцій (як правило, це акції найбільших компаній) і залежно від ринкових цін на ці акції в день розрахунку та кількості випущених акцій знаходять значення індексу: згідно з формулою

$$I = c(A_1X_1 + A_2X_2 + \dots + A_nX_n), \quad (3.1)$$

де  $c$  – коефіцієнт (у літературі його називають девізор), що корегує індекс у разі зміни кількості компаній, вибраних для розрахунку індексу, а також у разі заміни компаній та перерозподілу акцій або в разі проведення сплітів акцій;

$n$  – кількість компаній, які входять до розрахунку індексу;

$A_n$  та  $X_n$  – відповідно кількість та ціни акцій компаній у розрахунковій базі індексу.

Згідно з другою методикою визначається сума цін репрезентативної групи акцій на даний момент часу. У результаті одержують деякий середній індикатор:

$$\text{Ind} = c(X_1 + X_2 + \dots + X_n). \quad (3.2)$$

Умовні позначення у формулі (3.2) тотожні позначенням у формулі (3.1).

Саме за другою методикою розраховується промисловий індекс Доу Джонса. Більш справедливо отриману величину назвати не „індексом», а середнім показником або середнім індикатором. З погляду математичних розрахунків індекс Доу Джонса – це середня величина. Dow Jones Industrial Average (DJIA) – саме під такою назвою зазначається цей індекс в американських фінансових виданнях (від англ. – average – середній). У подальшому його як найважливіший показник фондового ринку ми також будемо називати середня Доу Джонса або скорочено DJIA (Dow Jones Industrial Average).

Крім цього показника, для характеристики фондового ринку дуже широко в США користуються також такими величинами, як S&P 500 (Standard & Poor's 500 Composite Stock Price Index), зведений індекс ринку акцій NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation Index) та деякими іншими.

В Японії основною характеристикою фондового ринку є індекс Ніккей, назву якого утворено від Японського словосполучення *nihon keizai*, (“*nihon*» – Японія, “*keizai*» – фінанси, економіка). Розрахункову базу показника *Nikkei 225 index* утворюють 225 провідних японських компаній, які ведуть торги на Японській фондовій біржі. Цей показник було запроваджено в Японії в 1950 році Ніккей 225 обчислюється за тією же схемою, що й DJIA, тобто береться до уваги сума цін акцій без урахування їх кількості.

Інший показник фондового ринку в Японії Ніккей 300 (*Nikkei 300 index*) для 300 великих японських компаній обчислюється з урахуванням кількості акцій, випущених кожною компанією. Крім зазначених вище двох індексів, в Японії користуються популярністю показник *Torix* (розраховується з 1968 року за всіма акціями, що торгуються на першій секції Токійської фондової біржі) та *JPN*.

У Великій Британії на Лондонській фондовій біржі обчислюється індекс *FTSE-100* (*Financial Times Stock Exchange 100 – Share Index*), широко відомий як *Footsie* (Футсі 100). Розраховується за ринковою капіталізацією 100 найбільших компаній. На компоненти “футсі» припадає до 70 % всієї капіталізації фондового ринку країни.

На Лондонській фондовій біржі також популярні такі індекси, як *FTSE 30 Share Index* (розраховується на основі показників 30 промислових та торгових компаній) та *FTSE Mid 250*, обчислення якого стосується 250 компаній, які за рейтингом значаться після перших 100 компаній, що входять до *FTSE 100*.

У Німеччині основним показником фондового ринку є індекс *DAX 30*, який охоплює 30 найбільш привабливих акцій на Франкфуртській фондовій біржі. Популярними в цій країні також є індекси *Xetra DAX*, *DAX100* і *CDAX*.

У Гонконзі (Сян Ган) найвідомішим є індекс фондового ринку *Hang Seng Index*. Цей показник розраховується за акціями 33 компаній, обсяг капіталу яких становить близько 70 % від усієї капіталізації ринку.

На сьогодні у світі найпотужнішою є економіка США, тому будь-яка помітна зміна в макроекономічних показниках цієї краї-

ни або добра чи погана новина на її фондовому ринку миттєво позначається на стані провідних світових фондових ринків. Саме тому є сенс розглянути основні фондові індекси США більш детально.

### **3.1.2. Dow Jones Industrial Average (DJIA)**

Як уже зазначалося (див. 3.1.1), найпопулярнішим показником фондового ринку США є індекс Доу Джонса.

Цей показник був розроблений Чарльзом Доу, засновником «Dow Jones Company» і видавцем газети «The Wall Street Journal». Уперше цей індекс був розрахований у 1884 році на базі даних 11 компаній. Фактично це був середній показник курсів акцій залізничних компаній (індекс охоплював дев'ять залізничних та дві промислові компанії), які на той час були основними цінними паперами на біржах.

Перше значення «залізничного» середнього Доу Джонса (Dow Jones Rail Road Average), а саме так вперше назвали цей показник, дорівнювало 69,93 пункта. Цей результат отримали як відношення сукупної вартості всіх акцій (769,23 \$) на кількість компаній (11).

У 1897 році перелік залізничних компаній, за акціями яких калькулювався середній показник, розширився до 20.

У 1896 році було складено репрезентативний перелік промислових компаній для розрахунку середнього курсу акцій. 26 травня 1896 році вперше саме на основі даних цих компаній опублікували Dow Jones Industrial Average (DJIA). Список включав 12 найбільших компаній того часу, а саме:

- |                                 |                            |
|---------------------------------|----------------------------|
| 1. American Cotton Oil.         | 7. Laclede Gas.            |
| 2. American Sugar .             | 8. National Lead           |
| 3. American Tobacco.            | 9. North American.         |
| 4. Chicago Gas.                 | 10. Tennessee Coal & Iron. |
| 5. Distilling & Cattle Feeding. | 11. U.S. Leather.          |
| 6. General Electric.            | 12. U.S. Rubber.           |

Розраховувався DJIA так само, як і залізничний показник, звичайним додаванням курсів 12 акцій і діленням отриманої суми на 12.

Аби не виникло плутанини, давайте підсумуємо все написане в цьому розділі стосовно індексу Доу Джонса.

Уперше показник Доу Джонса був розрахований у 1884 році за акціями 11 компаній: 9 залізничних і 2 промислових. Надалі цей індекс змінювався, але за основу його розрахунку завжди обиралися акції транспортних компаній. Цей індекс існує й сьогодні, і з

1970 року він називається Транспортний індекс Доу Джонса (Dow Jones Transportation Average). Зараз транспортний індекс розраховується за акціями 20 найбільших транспортних компаній США.

Промисловий індекс Доу Джонса (або, як ми визначилися, середня Доу Джонса) уперше був розрахований у 1896 році за акціями 12 промислових компаній, і саме цей індекс еволюціонував сьогодні у широко відомий Dow Jones Industrial Average (DJIA). З 1928 року й донині цей показник охоплює 30 висококласних промислових компаній США, поведінка акцій яких вважається репрезентативною для загальної динаміки ринку цінних паперів. Акції цих компаній називають «блакитними фішками» (blue chips). (Цей термін прийшов з ігрового бізнесу. Фішки блакитного кольору вважалися найціннішими у таких іграх, як покер або рулетка.)

Час від часу список компаній для визначення DJIA переглядається. Ті чи інші акції вибувають із фондового ринку у зв'язку зі злиттям компаній, або втратою окремими з них активності на ринку чи у зв'язку з їх банкрутством. У таких випадках до розрахунку включаються акції інших компаній, тобто індекс у цілому коригується так, щоб його можна було порівняти з попереднім показником. Для цього використовується спеціальний коефіцієнт.

Так, у березні 1997 року в розрахунковій базі DJIA сталися суттєві зміни. Натомість компаній Bethlehem Steel, Texaco, Westinghouse та Woolworth були введені Hewlett-Packard, Johnson & Johnson, Travelers Group та Wal-Mart Stores. А наприкінці 1999 року агенція фінансової інформації Dow Jones & Company здійснила ще дві заміни, додавши до розрахункової бази DJIA акції двох компаній – Microsoft та Intel Corp.

Остання, найбільш суттєва зміна в індексі відбулася 8 квітня 2004 року. З індексу вилучили три компанії: AT&T Corporation, International Paper Co та Eastman Kodak Company, а замість них ввели інші три: American International Group Inc.(AIG), Pfizer Inc.(PFE), та Verizon Communication Inc.(VZ). Пізніше, восени 2005 року компанія AT&T Corporation була придбана корпорацією SBC Communication Inc. При цьому вирішили для назви нової, об'єднаної компанії використати всім відомий бренд „AT&T». Новий телекомунікаційний гігант увійшов до складу індексу під назвою AT&T Inc. і з 1 грудня 2005 року його акції торгуються на Нью-Йоркській фондовій біржі під символом „T».

Повний перелік промислових компаній, дані про акції яких використовувалися для розрахунку DJIA за станом на початок грудня 2005 року наведено в табл. 3.1

Компанії фондового ринку США, для яких розраховують  
DJIA та їхні біржові символи

Біржовий символ	Назва компанії
AA	Alcoa, Inc.
AIG	American International Group Inc.
AXP	American Express Company
BA	Boeing Company
CAT	Caterpillar Inc .
C	Citigroup Inc .
DD	E.I. DuPont de Nemours & Co.
DIS	Walt Disney Company
GE	General Electric Company
GM	General Motors Corp .
HPQ	Hewlett-Packard Company
HD	Home Depot Inc.
HON	Honeywell International Inc.
IBM	Int'l Business Machines Corp.
INTC	Intel Corporation
JPM	J.P. Morgan Chase & Co .
JNJ	Johnson & Johnson
KO	Coca-Cola Company
MCD	McDonald's Corporation
MRK	Merck & Co. Inc.
MSFT	Microsoft Corporation
MMM	3M Company
MO	Altria Group Inc.
PFE	Pfizer Inc.
PG	Procter & Gamble Co .
T	AT&T Inc.
UTX	United Technologies Corp.
VZ	Verizon Communication Inc.
WMT	Wal-Mart Stores Inc.
XOM	Exxon Mobil Corporation

Дані щодо DJIA публікуються в багатьох газетах, їх також можна знайти в Інтернеті.

Крім середньої Доу Джонса, яка належить до найпопулярніших індексів фондового ринку, у фінансових відомостях публікуються три інші середні Доу Джонса:

1. Транспортний індекс курсів акцій Доу Джонса – DJTA (Dow Jones Transportation Average), до розрахункової бази якого входять акції 20 транспортних компаній.

2. Комунальний індикатор курсів акцій Доу Джонса – DJUA (Dow Jones Utilities Average), що охоплює 15 електроенергетичних компаній комунального господарства.

3. Зведена середня Доу Джонса (Dow Jones Composite Average), що обчислюється на основі даних 65 перелічених вище компаній (DJIA – 30, DJTA – 20, DJUA – 15).

Усі три індекси, як і DJIA, обчислюють без урахування кількості акцій окремих компаній, тобто простим складанням курсів акцій, які до них входять, з наступним використанням коригуючого коефіцієнта. Коригуючий коефіцієнт необхідний для того, щоб у показнику Доу Джонса не було стрибків, викликаних заміною однієї компанії на іншу, дробленням акцій (stock split) чи виплатою компаніями дивідендів.

На рис. 3.1 відтворена динаміка індексу Доу Джонса за період з 20 листопада 1995 року по 20 листопада 2005 року.

За більш детальною інформацією стосовно всіх фондових індексів агентства Dow Jones, включаючи DJIA, ми радимо звертатися на його сайт в Інтернеті [WWW.DOWJONES.COM](http://WWW.DOWJONES.COM).

### **3.1.3. Фондовий індекс S&P 500 (Standard and Poor's 500 Composite Stock Price Index)**

Цей індекс, що був розроблений відомою агенцією фінансових новин – корпорацією Standard and Poor's – у 20-х роках минулого століття, спочатку розраховувався лише для акцій 90 компаній (число 500 у назві індексу з'явилося пізніше). У сучасному вигляді фондовий ринок S&P 500 сформувався в 1957 році. На відміну від середніх фондових індексів Доу Джонса, обчислюючи S&P 500, враховують як ціни акцій компаній, що входять до розрахункової бази, так і кількість акцій кожної компанії, що знаходяться в обігу на ринку. Отримане значення співвідносять з базовим значенням індексу (воно дорівнює 10), розрахованим для періоду 1941-1943 років. Іншими словами, якщо сьогодні індекс дорівнює, наприклад, 1500, то це означає, що середній курс акцій компаній, включених до розрахункової бази індексу, зріс у 150 разів (1500 : 10) порівняно з періодом 1941-1943 років.

На сьогодні S&P 500 віддзеркалює динаміку майже 70 % капіталу, інвестованого в ринок акцій США. За станом на 31 липня 2004 року акції 421 компанії цього індексу торгувалися на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE), 77 компаній – на ринку NASDAQ та 2 компаній – на Американській фондовій біржі (AMEX).

Зважаючи на той факт, що індекс S&P розраховується на основі даних про курси акцій багатьох провідних компаній, що котируються як на біржовому, так і на позабіржовому ринках цінних паперів, багато професійних, а особливо інституційних інвесторів віддають перевагу саме цьому індексу. Вони вважають, що S&P 500 точніше відображає загальну динаміку фондового ринку, ніж середні Доу Джонса.

Склад індексу S&P 500 регулярно переглядається. Один раз на місяць на 44-му поверсі хмарочоса на Уол-Стріт у Нью-Йорку в умовах повної конфіденційності проводиться засідання комітету Standard & Poor's у складі 7 осіб. За словами голови комітету Девіда Блітцера (David Blitzer), ідея індексу завжди полягала в тому, що він повинен віддзеркалювати американський фондовий ринок, а через ринок – американську економіку в цілому. Тому представники комітету уважно слідкують за ситуацією в економіці країни. Вони систематично виводять зі складу розрахункової бази індексу акції компаній «старої» економіки, що зростають повільно, замінюючи їх «гарячими» акціями компаній новітніх секторів економіки, таких як Інтернет-сектор, сектор виробників засобів телекомунікацій, виробників комп'ютерної техніки та програмного забезпечення, виробників напівпровідникових матеріалів, біотехнологічний сектор та ін.

Зазначимо, що за період з 1990-го по 1994 рік. Комітет провів заміну лише 10 компаній, а починаючи з 1995 року темпи змін в індексі значно зросли. Наприклад, тільки за один 2000 р. у розрахункову базу індексу S&P 500 було внесено 58 змін, що є рекордним за всю більш ніж 75-річну історію його існування.

Остання найістотніша зміна в складі індексу (в межах періоду до написання цієї книги) сталося 19 липня 2002 року після закриття бірж. Зі складу індексу були виведені 7 іноземних компаній: Royal Dutch Petroleum (RD), Unilever (UN), Nortel Networks (NT), Alcan (AL), Barrick Gold (ABX), Placer Dome (PDG) та Inco (N). Їхнє місце в розрахунковій базі індексу зайняли 7 американських корпорацій: компанія фінансового сектора Goldman Sachs (GS), провайдер послуг кур'єрської доставки пошти United Parcel Service (UPS), дві страхові компанії Principal Financial (PFG) і Prudential Financial (PRU), оператор аукційного сайту eBay (EBAY), виробник комп'ютерних ігор Electronic Arts (ERTS) та провайдер послуг для фінансового сектора SunGard Data Systems (SDS). Після цього індекс зазнав ще чимало змін, остання з яких у 2005 році була зроблена 15 листопада: зі складу

індексу була вилучена компанія AT&T Corp. (T), а її місце посіла компанія Amazon.com (AMZN).

На рис. 3.1 можна простежити динаміку індексу S&P 500 за останні 10 років. Повний склад індексу ми не наводимо з двох причин. По-перше, перелік 500 компаній займе дуже багато місця, а по-друге, і це, мабуть, головне, склад індексу так часто змінюється, що на момент виходу посібника друком він, скоріш за все, буде вже інший. Тому тим, хто бажає мати достовірну й останню інформацію щодо індексу S&P 500 та інші індекси корпорації Standard & Poor's, ми рекомендуємо звертатися за Інтернет-адресою WWW.SPGLOBAL.COM.

### **3.1.4. Зведений індекс ринку акцій NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation Index)**

Це наймолодший із розглянутих вище індексів. Він був розроблений у лютому 1971 року. Методика розрахунку ідентична до розрахунку S&P 500. За базу, що дорівнює 100, приймається вартість акцій за станом на 5 лютого 1971 року.

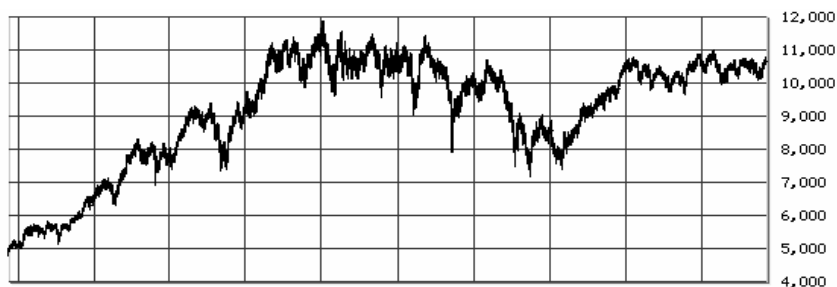
Індекс NASDAQ віддзеркалює обіг цінних паперів на позабіржовому ринку. Сьогодні до його розрахункової бази входять понад 5000 компаній – в основному відносно невеликих та зростаючих. Великий відсоток складають компанії «нової» економіки: комп'ютерні, телекомунікаційні, біотехнологічні Інтернет-компанії та ін.

І якщо за перші 15 років свого існування індекс NASDAQ був мало кому відомий, то нині жоден інвестор, який бажає залучити до свого інвестиційного портфеля папери крупних технологічних компаній, не зможе обійти своєю увагою індекс, компонентами якого є акції провідних компаній технологічного сектора, таких як: Microsoft Corp., Cisco Systems Inc., Intel Corp., Oracle Corp., Dell Computer Corp., Sun Microsystems Inc. та ін.

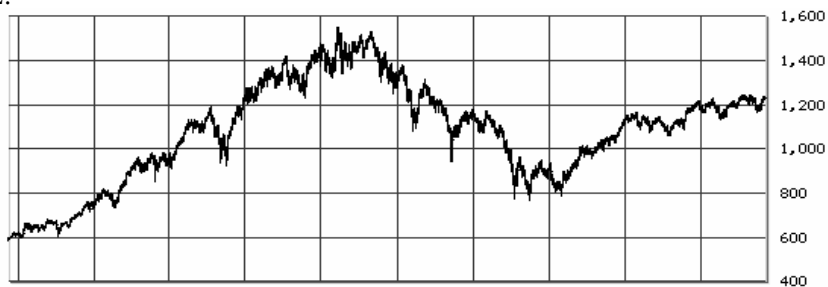
Наприкінці 1990-х років зростання акцій цих компаній стимулював загальний підйом фондового ринку, тоді як втрати, яких вони зазнали з березня 2000 р., стали одним із важливіших факторів, спричинивши спад NASDAQ до кінця 2000 р. на 39,28 % впродовж року. То було найбільше річне відсоткове падіння індексу, зафіксоване за період його існування (попередній рекорд падіння (– 35,1 %) стався у 1974 р.) і так не схоже на завершення попереднього, 1999 р., який надав індексу рекордного зростання 85 %.



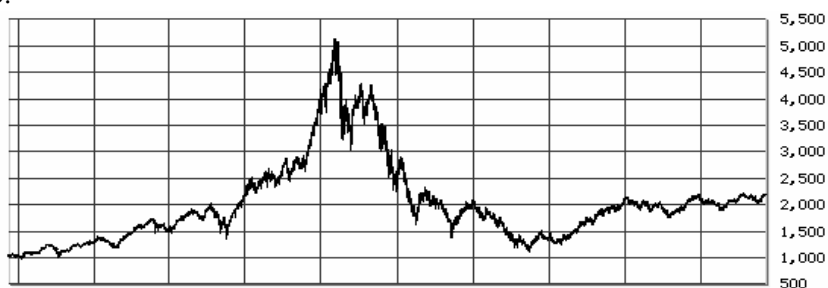
1.



2.



3.



*Рис.3.1* Динаміка індексів фондового ринку за період з 20 листопада 1995 року по 20 листопада 2005 року: а – середня Доу Джонса; б – індекс Standard & Poor's 500; в – Індекс NASDAQ

Динаміка індексу NASDAQ за останні 10 років відображена на рис. 3.1

Інформацію про індекс NASDAQ та компанії, які входять до розрахункової бази індексу, можна знайти на сайтах: [WWW.NASDAQ.COM](http://WWW.NASDAQ.COM)., [WWW.INVESTERTECH.COM](http://WWW.INVESTERTECH.COM). та багатьох інших.

### 3.1.5. Інші відомі й авторитетні світові індекси фондового ринку

Зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі NYSE (New York Stock Exchange). Публікується з 14 липня 1966 року. Його розрахункова база охоплює всі компанії, акції яких котируються на цій біржі. На відміну від раніше розглянутих індексів, цей показник вимірюється в доларах. Обчислюється з урахуванням вартості акцій. За базове значення, що дорівнює 50, прийнята вартість акцій, які котирувалися на Нью-Йоркській фондовій біржі 31 грудня 1965 року.

Зведений індекс американської біржі акцій AMEX (American Stock Exchange Index). До його розрахункової бази входять акції більш ніж 800 компаній та інші цінні папери, що циркулюють на цій біржі. Обчислюється з урахуванням вартості акцій, їх кількості та, що є особливістю цього індексу, виплачених за акціями дивідендів. Дивіденди розглядаються як реінвестовані суми, що дає змогу показати в індексі сумарний прибуток на акції. Базове значення індексу AMEX, 100 встановлене за станом на 31 серпня 1973 р.

Расселл 3000 (Russell 3000 index). Розраховується для 3000 компаній з найбільшою вартістю пакету акцій (ціни акцій помножені на їхню кількість). Цей індекс, розроблений у 1984 році компанією Frank Russell, стосується 98 % усього капіталу, інвестованого в ринок акцій США.

Індекс Расселл-3000 містить два важливі індекси: Расселл-1000 та Расселл-2000. Расселл-1000 розраховується для 1000 компаній з найбільшою вартістю пакета акцій, на які припадає близько 92 % сукупного капіталу компаній, які входять до Расселл-3000. Расселл-2000 охоплює решту 2000 компаній. Расселл-2000 – це також дуже важливий індекс для інвесторів. Він використовується для аналізу поведінки акцій порівняно невеликих компаній. Цей індекс розраховується для компаній 11 найважливіших галузей, з яких найбільшу вагу мають технологічні, споживчі, фінансові та медичинські.

Ціна акцій, що входять до Расселл, повинна перевищувати 1 долар, тому щорічно здійснюється перегляд та заміна компаній. Інформацію щодо індексів компанії Расселл можна знайти в Інтернет-сайті WWW.RUSSELL.COM.

Індекс Уїлшир-5000 (Wilshire-5000). Цей індекс, уперше обчислений у 1974 році, став досить відомим завдяки регулярній появі на сторінках багатьох авторитетних фінансових періодичних видань. Серед них “The Forbes», “The Barren’s», “The Wall Street

Journal» та ін. Індекс являє собою сукупну вартість 5.000 випусків акцій (у млрд дол.) з найбільшим обсягом продажу на фондових ринках, включаючи усі акції, що котируються на Нью-Йоркській та Американській фондових біржах, а також найбільш активні акції позабіржової торгівлі.

Окрім згаданих вище основних індексів, що стосуються компаній, які репрезентують усі сектори економіки США, відомо багато комплексних та галузевих індексів, що відображають стан у кожній галузі економіки країни. Нижче наведено неповний перелік індексів, що стосуються лише Інтернет-сектора – наймолодшої галузі – економіки США:

1. Internet Sector Index (INX).
2. Dow Jones Internet Commerce Index (ECM).
3. Goldman Sachs Internet Index (GIN).
4. Internet Architecture (IAH).
5. B2B Internet (BHN).
6. Internet Infrastructure.
7. Interactive Week Internet Index.
8. Chase H&Q Internet Index.
9. «ISDEX» – Internet Stock Index.
10. The Streetcom Internet Sector Index (DOT).
11. The Streetcom E-commerce Index (ICX).
12. WHIR Index.

Велика кількість індексів, що характеризують як обраний за приклад, так і будь-який інший сектор економіки, пояснюється конкуренцією між розробниками індексів. Зауважимо, що конкуренція на ринку індексів дуже жорстка, оскільки дає можливість власнику патенту на індекс продавати ліцензії на його використання та певною мірою впливати на ринок. Вплив того чи іншого індексу на ринок вимірюється ступенем його популярності серед інвесторів. Якщо, наприклад, індекс, за яким слідкують більшість інвесторів, почне рости, то це може призвести до скуповування акцій компаній відповідного сектора, навіть незважаючи на те, що інший, але менш популярний індекс цього ж сектору може показувати зниження.

Ще один механізм, за допомогою якого індекс може впливати на ринок, – це перекомпонування. Як зазначалося вище, розрахункова база індексів (таких як DJIA, S&P-500, Russell-3000 та ін.) час від часу змінюється. У цьому випадку вилучення якоїсь акції зі списку, скоріше за все, призведе до різкого падіння ціни на

неї, тому що фонди, які супроводжують даний індекс, продають акції, щоб змінити свої інвестиційні портфелі відповідно до з нового складу індексу. І, навпаки, акції, які входять до його розрахункової бази, зростають у ціні. (Наприклад, під час зміни індексу S&P-500, що відбулася 15 листопада 2005 року, одне лише оголошення про те, що компанія Amazon.com буде включена до розрахункової бази індексу, стало причиною зростання акцій цієї компанії на 6 % (!) у перші декілька хвилин біржових торгів.

На сьогодні, поряд з великою кількістю уже відомих, виникають нові індекси, субіндекси, середні показники тощо. Але їхня сутність залишається незмінною – усі вони призначені для відображення ситуації на ринку, для кращого відтворення того, що вже здійснилося. Жоден з цих показників не має переваг щодо прогнозування фондового ринку, тому переважна більшість великих та малих інвесторів у США користується в основному трьома індексами: середніми показниками курсів Dow Jones, S&P 500 та NASDAQ.

### **3.2. Інвестиційні рейтингові агенції та інвестиційні рейтинги**

У загальному розумінні інвестиційний рейтинг – це інструмент, який дає можливість інвестору кількісно оцінити ступінь інвестиційного ризику. Інвестиційні рейтинги присвоюються бухгалтерно всьому, що пов'язано з поняттям інвестиція. Це і різного роду цінні папери, емітенти цих цінних паперів; це можуть бути державні банки, страхові компанії, спільні фонди та інші фінансові інститути та їхні похідні.

Система рейтингів дуже важлива для інституційних і приватних інвесторів. Дрібні інституційні інвестори враховують рейтинги під час формування своїх портфельних інвестицій. Великі інституційні інвестори (великі банки, страхові компанії та ін.), що мають свій штат аналітиків, також звертаються до рейтингів головних рейтингових агенцій, порівнюючи їх із результатами власних досліджень. Для серйозних приватних інвесторів система рейтингів особливо важлива, тому що одній людині знадобилось би дуже багато часу для вивчення річних, квартальних звітів однієї тільки компанії, усіх зведень і новин, переданих цією компанією в Комісію з цінних паперів і бірж, для з'ясування рівня якості менеджменту компанії, її перспектив, стану ринку, на якому працює компанія, її місця на цьому ринку та багато іншого, що враховується аналітиками рейтингових агенцій і після аналізу видається у викристалізованій формі, тобто у вигляді рейтингового коду.

Присвоєнням рейтингів займається багато компаній і статистичних агенцій. Найбільш відомі з них «Moody's Investors Service», «Standard & Poor's», «Fitch Publishing Company», «Duff & Phelps», «Value Line Investment Survey». На сьогодні з перерахованих агенцій перші дві є найбільш авторитетними у всьому світі. Для відображення інвестиційного рівня аналізованого об'єкта (цінного паперу, емітента, що його випустив) ці агенції користуються буквеною символікою від А до D, у якій букві А відповідають об'єкти з мінімальним інвестиційним ризиком, а букві D – відповідно із максимальним. Застосовуються також цифрові модифікатори (від 1 до 3), а також знаки «+» і «-». Докладніше про цю систему символіки йтиметься далі.

### **3.2.1. Moody's Investors Service**

Історія цієї рейтингової агенції веде початок від 1900 року, коли Джон Муді (1868 – 1958), засновник компанії John Moody & Company, опублікував інформаційно-статистичний довідник, що містив відомості про акції та облігації фінансових інститутів, державних агенцій, промислових, гірничодобувних, комунальних і продовольчих компаній. Упродовж двох місяців довідник був розпроданий, а до 1903 року ім'я John Moody стало відомим усій Америці. Проте в 1907 році, під час біржового краху, Дж. Муді змушений був продати свій бізнес. У діловий світ він повернувся в 1909 році з новою ідеєю. Замість звичайного збірника інформації Дж. Муді цього разу запропонував інвесторам аналіз інвестиційного рівня цінних паперів аналізованих компаній, тобто по суті те, чим і сьогодні займається «Moody's Investors Service».

Компанія Дж. Муді спочатку аналізувала акції та облігації залізничних компаній, тобто домінуючої на той час галузі промисловості. Дж. Муді першим став присвоювати рейтинги цінним паперам, що циркулювали на ринку. У 1913 році спектр аналізованих компаній охоплював уже, крім залізничних, промислові й комунальні. Компанія «Moody's Investors Service» була зареєстрована 1 липня 1914 року Цього ж року Дж. Муді збільшив своє «рейтингове покриття», поширивши його на облігації, що випускалися муніципальними органами США. До 1924 року рейтинги агенції Дж. Муді охоплювали практично 100 % ринку облігацій США.

Нині компанія «Moody's Investors Service» покриває своїми рейтингами боргові зобов'язання різноманітних видів на суму понад 30 трильйонів доларів США в 100 країнах світу. У складі компанії працюють 700 аналітиків і понад 1500 співробітників в усьому світі. Компанія має свої офіси у 16 країнах світу. Останнім часом вона розширила

свою присутність на міжнародному ринку, створивши філії, спільні підприємства у Кореї, Індії, Чилі, Китаї, Бразилії, Аргентині, Чехії.

Таблиця 3.2

Характеристика рейтингів довгострокових зобов'язань

Рейтинг	Характеристика
Aaa	Папери найвищої якості. Ступінь їхнього інвестиційного ризику наймінімальніший, їх називають «золотовідрізними» («gilt edged»). Своєчасність виплати відсотків забезпечена великим і стабільним прибутком. Зміни в економіці не впливають на фундаментальні показники цих паперів
Aa	Папери високої якості. Разом з паперами групи Aaa утворюють групу, відому під назвою «висок класні облигації» (high-grade bonds). Оцінені нижче Aaa групи через те, що у довгостроковій перспективі можуть більшою мірою реагувати на зміни в економіці, порівняно з групою Aaa
A	Папери мають багато привабливих характеристик і вважаються вищими за середню якість (upper-medium-grade obligations). Основна сума боргу і відсотки забезпечені, проте папери можуть бути чутливими до погіршення економічної ситуації у довгостроковій перспективі
Baa	Папери середнього рівня (medium-grade obligations); вони ані сильно захищені, ані слабо забезпечені. Основна сума боргу і відсотки в даний час захищені, але є деяка хиткість щодо перспективі. Такі папери не мають основних інвестиційних властивостей (їхні характеристики до певної міри є спекулятивними)
Ba	Папери мають спекулятивні характеристики. У даний час основна сума боргу і відсотки помірковано захищені, проте майбутнє непередбачуване
B	Папери цієї групи не мають ознак привабливих інвестицій. Основна сума і відсотки у довгостроковій перспективі захищені слабо
Saa	Слабо забезпечені папери. Їм властиві елементи небезпеки щодо повернення не тільки відсотків, але й основної суми боргу
Ca	Високоспекулятивні папери, що часто залишаються несплаченими
C	Найнижчий рейтинг облигацій або привілейованих акцій. Ці папери мають дуже слабкі перспективи досягти реального інвестиційного рівня якості (неспекулятивного рейтингу)

### **Рейтинги «Moody's Investors Service» для довгострокових боргових зобов'язань**

Систему рейтингових кодів агенції «Moody's Investors Service» для довгострокових боргових зобов'язань (облігацій і привілейованих акцій) можна зрозуміти, розглянувши табл. 3.2

Для складання рейтингових груп від Аа до Саа агенція Moody's застосовує цифрові модифікатори 1, 2, 3, що уточнюють відносне місце цінних паперів усередині однієї рейтингової категорії:

цифра 1 означає, що даний випуск знаходиться у верхньому діапазоні даної рейтингової категорії;

2 – у середині рейтингової категорії;

3 – у нижньому діапазоні даної рейтингової категорії.

### **Рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань**

Короткостроковими вважаються боргові зобов'язання з терміном погашення 12 місяців і менше. Moody's присвоює рейтинги для зобов'язань тільки інвестиційного рівня (довгостроковий рейтинг від Ааа до Ваа). Тому рейтингова система Moody's для короткострокових боргових зобов'язань відображає спроможність емітента повністю і в строк сплачувати свої борги. Цю систему наведено в табл. 3.3

Таблиця 3.3

### **Рейтинги «Moody's Investors Service» для короткострокових боргових зобов'язань**

Рейтинг	Характеристика
Prime-1 (P-1)	Чудова спроможність сплачувати свої короткострокові борги. Емітенти, відзначені цим рейтингом, зазвичай є лідерами галузі, що працює стабільно; вони мають високі прибутки на інвестований капітал та стабільне надходження коштів
Prime-2 (P-2)	Висока спроможність сплачувати свої короткострокові борги. Для емітентів цієї категорії характерне все перелічене для групи P-1, але дещо меншою мірою. Крім того, темпи зростання прибутку і надходження коштів більше залежать від економічної ситуації
Prime-3 (P-3)	Прийнятна спроможність сплачувати короткострокові борги. Емітенти цієї категорії більшою мірою залежать від кон'юнктури ринку. Нестабільність зростання прибутків може призвести до потреби у відносно високих кредитних ліній та зростання співвідношення позичкового і власного капіталу
Not prime (NP)	Емітенти, що не підпадають ні під одну з перелічених вище категорій і мають невисокий або слабкий кредитний рівень та сумнівність щодо своєчасної сплати своїх короткострокових боргів

### *Інші рейтинги агентства Moody's*

Крім рейтингів довгострокових боргових зобов'язань, Moody's визначає рейтингові характеристики самих емітентів цінних паперів, банківських депозитаріїв, а також страхових компаній, об'єднаних фондів, суверенних держав (визначається оцінка спроможності держави пунктуально виконувати свої боргові зобов'язання) та ін. При цьому для довгострокової оцінки перерахованих фінансових інститутів і цінних паперів, що емітуються ними, використовується така ж рейтингова шкала, як і для облігацій. Її досить докладно охарактеризовано вище. Зазначимо лише, що ця шкала пристосована для роз'яснення інвестиційних ризиків будь-якого з вищеназваних об'єктів. Якщо депозитарний рейтинг банку (спроможність банку регулярно й у строк сплачувати свої боргові зобов'язання) оцінений як А, то, згідно з таблицею 3.1.1, це означає, що банк має високий кредитний рівень, а основна сума його боргу та відсотки забезпечені активами. Проте на довгострокову перспективу банк може бути чутливим до погіршення економічної ситуації та ін.

Слід підкреслити одну особливість депозитарних рейтингів, визначених агентством Moody's для банків. У разі випуску облігацій філією або дочірнім підприємством банку в іншій країні, борговий рейтинг цих паперів буде нижчий рейтингу самого банку і не перевищуватиме державного рейтингу цієї країни. Наприклад, якщо Національний Банк Чехії (Czech National Bank) з рейтингом Ваа 1 побажає випустити облігації через своє дочірнє підприємство в Україні, державний рейтинг якої (за станом на 20.11.2005 р.) становив В 1, то рейтинг облігацій відділення банку буде відповідати державному, тобто В 1.

У рейтинговій системі агенції «Moody's Investors Service» відомі й інші символи. Так, наприклад, для оцінки фінансової стабільності банків Moody's використовує літери А, В, С, D і Е з модифікаторами «+» і «-». Для рейтингових груп В, С і D якість менеджменту відображають символами MQ1, MQ2, MQ3, MQ4 і MQ5 (Management Quality) і т.д. Але ми не будемо докладно на цьому зупинятися, тому що вважаємо, що подібна інформація становить інтерес для вузького кола спеціалістів, а для них та бажаючих глибше пізнати рейтингову систему агенції «Moody's Investors Service», а також щоб бути в курсі останніх новин цієї агенції, наводимо її Інтернет-адресу: [www.moody.com](http://www.moody.com).



### **3.2.2. Standard & Poor's**

Історія цієї компанії бере початок від 1860 року У компанії вважають, що її започаткував Генрі Пур (Henry Varnum Poor), опублікувавши «Історію залізниць і каналів Сполучених Штатів». Для забезпечення інвесторів фінансовою інформацією про американські компанії агенція «Standard Statistic Bureau», яка була створена в 1906 році, з 1916 року (через кілька років після Дж. Муді) почало визначати рейтинги корпоративних облігацій, а з 1940 року – муніципальних. Після об'єднання в 1941 році компанії Poor's Publishing (Henry V. Poor) і Standard Statistic утворилася Standard & Poor's Corporation, яка з 1966 року, внаслідок придбання її компанією McGraw-Hill, нині є її підрозділом.

Сьогодні в Standard & Poor's, яка має 21 офіс та філії в усьому світі, працюють 1200 аналітиків та економістів. Вона забезпечує інвесторів найдетальнішою інформацією про ринок цінних паперів, про перспективи економіки, ведучи розрахунок сімейства своїх індексів (S&P-500 та ін.) Це відома компанія з цінних паперів та бірж. Її вважають загальнонаціональною рейтинговою компанією.

Рейтинги для довгострокових боргових зобов'язань

Для визначення рейтингу облігацій конкретної компанії Standard & Poor's насамперед вивчає її прибутки. Оцінюються попередні й поточні прибутки компанії, коротко– і довгострокові перспективи її прибутковості; вивчається репутація продукції компанії, характер галузі, у якій вона працює, положення на ринку та якість її менеджменту. Найбільш старанно вивчаються й аналізуються забезпечення облігацій і відсотків основним капіталом, чистими оборотними активами, готівковими коштами, а також достатність власного обігового капіталу. За результатами такої копіткої праці формується рейтинг облігацій, виражений у вигляді буквеного коду, зміст якого пояснюється в табл. 3.4

Рейтинги від AA до CCC можуть уточнюватися за допомогою знаків «+» і «-», які вказують на відносне місце цінних паперів усередині рейтингової категорії. Наприклад, облігації з рейтингом A- займають останнє місце в категорії A, а рейтинг BB+ вказує на їхнє положення у верхній частині категорії BB.

#### ***Рейтинги Standard & Poor's для короткострокових боргових зобов'язань***

На відміну від рейтингові агенції Moody's, яка визначає рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань тільки інвестиційного рівня (Aaa-Baa), Standard & Poor's рейтингує також і спе-

Рейтинги Standard & Poor's для довгострокових боргових зобов'язань

Рейтинг	Характеристика
AAA	Найвищий рейтинг. Найвища якість облігацій. Повернення основної суми і своєчасність сплати відсотків гарантовані
AA	Облігації даної групи мало відрізняються від AAA. Дуже висока якість облігацій
A	Облігації високої якості. Основна сума боргу і відсотки цілком захищені активами боржника. Від попередніх двох груп відрізняється більшою залежністю від зміни економічної ситуації
BBB	Компанія спроможна повернути борги і сплатити відсотки, але кон'юнктура і загальна економічна ситуація можуть істотно вплинути на стан її фінансів
BB	У даний час компанія регулярно повертає борги й у строк сплачує відсотки, але негативні зміни в економіці можуть унеможливити своєчасну виплату відсотків та повернення основної суми боргу
B	У даний час за всіма облігаціями вчасно сплачуються відсотки, але мало ймовірно, що в довгостроковій перспективі фінансові зобов'язання будуть сплачуватися з такою ж пунктуальністю
CCC	Папери цієї категорії мають певний ризик щодо їх сплати. Лише сприятливі економічні умови дозволяють боржнику виконати свої зобов'язання. Будь-які, навіть найменші, несприятливі зміни в економіці призведуть до неплатежів
CC	Облігації цієї групи позначені високим ризиком несплати
C	Найвищий ризик неплатежів. Цей рейтинг може бути використаний у ситуації, коли боржник подав заяву про банкрутство, але платежі за облігаціями ще здійснюються
D	Боржник не повертає ніяких боргів і не виплачує ніяких відсотків. Рейтинг D може бути також присвоєний компанії, котра оголосила про банкрутство і платежі з її боку з високою вірогідністю будуть призупинені
NR (not rated)	Рейтинг відсутній. Агенство не присвоєло рейтинг з двох основних причин: 1) недостатньо інформації для присвоєння рейтингу; 2) не рейтингуються дані боргові зобов'язання внаслідок специфічних, політичних чи інших обставин стосовно цього боржника.

Короткострокові рейтинги агенції

Рейтинг	Характеристика
A-1	Найвища категорія. Фінансові можливості боржника дозволяють у повній мірі сплатити свої борги. Деякі зобов'язання цієї категорії можуть бути позначені індексом «+», що означає надзвичайно високі фінансові можливості боржника
A-2	Фінансові можливості боржника дозволяють сплатити свої борги, проте на відміну від A -1 ця категорія зобов'язань більш чутлива до змін економічної ситуації
A-3	Короткострокові зобов'язання цієї групи адекватно захищені, але погіршення економічної ситуації, швидше за все, призведе до послаблення боржника і поставить під погрозу своєчасність платежів
B	У даний час боржник у змозі нести відповідальність за всіма своїми борговими зобов'язаннями. Але будь-яка зміна економічних умов в гірший бік призведе до втрати здатності повністю і в строк сплачувати борги
C	Велика можливість, що борги будуть несплачені. У випадку поліпшення економічної ситуації є надія, що боржник за своїми зобов'язаннями розрахується
D	Платіж прострочений. Цей рейтинг Standard & Poor's може присвоїти у випадку, якщо є надія, що боржник хоч і з відстрочкою, але зможе розплатитися. Цим рейтингом можуть бути також позначені зобов'язання боржника, який подав заяву про банкрутство або почав якісь інші подібні дії, що ставлять під погрозу платежі за його зобов'язаннями

кулятивні папери, тобто ті, за якими можливості емітента боргового зобов'язання щодо забезпечення виплати відсотків та повернення основної суми боргу не можуть бути передбачені з певністю.

***Інші рейтинги агенції Standard & Poor's***

Досить часто у фінансових новинах повідомляється про так звану рейтингову перспективу (Rating Outlook). З неї можна дізнатися про очікувану зміну довгострокового кредитного рейтингу аналізованого об'єкта фінансової діяльності на недалеку перспективу. Зазначимо, що рейтингова перспектива не завжди є провісником зміни рейтингу, та й взагалі перегляд може не відбутися. Рейтингова перспектива – це лише своєрідний індикатор ставлення агенції Standard & Poor's до певного об'єкта фінансової діяльності, що свідчить про те, що якщо буде переглядатися рей-

тинг даного об'єкта фінансової діяльності, то, швидше за все, він буде переглянтий у напрямку рейтингової перспективи.

Standard & Poor's призначає такі оцінки рейтингової перспективи:

- Positive – рейтинг може бути підвищений.
- Negative – рейтинг може бути знижений.
- Stable – швидше за все, рейтинг змінюватися не буде.
- Developing – рейтинг може бути як підвищений, так і знижений.
- N. M. (not miningful) – перспектива не визначена.

Таким чином, якби ви тепер прочитали новину, таку, як наприклад: «У понеділок рейтингова агенція Standard & Poor's знизила прогнози по довгостроковому кредитному рейтингу корпорації SONY зі «stable» до «negative»», вам би стало зрозуміло, що, в разі перегляду довгострокового рейтингу SONY Corporation, скоріше за все, він буде знижений.

Оскільки неможливо у даній главі охопити всі аспекти рейтингової діяльності агенції Standard & Poor's, тому ми адресуємо усіх бажаючих більш докладно ознайомитися з діяльністю Standard & Poor's на Інтернет-сайті агенції: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).

Агенція Standard & Poor's почала рейтингувати нашу країну 21 грудня 2001 року. Тоді Україні був наданий рейтинг В (як довгостроковий, так і короткостроковий) зі стабільною перспективою. Пізніше рейтинг декілька разів змінювався (12.11.2002, 20.05.2003, 28.10.2003, 20.07.2004 та 11.05.2005). За результатами останнього перегляду, датованого 11.05.2005 р., агенція Standard & Poor's надала Україні рейтинг „BB – , перспектива – стабільна».

За станом на ту ж дату, агенція Moody's оцінювала довгостроковий рейтинг України як „B1».

Подальше зростання рейтингу України обмежене сьогоднішніми проблемами в її економіці: зокрема таким, як недостатній рівень охорони прав власності, недоліки в податковій сфері, неплатежі, корупція, порівняно низка капіталізація банків, неефективна енергетика і залежність від експорту металів.

Кожна країна повинна мати власні рейтингові агенції. Вони необхідні насамперед для нормального функціонування фондового ринку. Саме національні рейтингові агенції, але ніяк не Moody's та не Standard & Poor's, повинні надавати своїм громадянам інформацію про фінансову стабільність того чи іншого потенційного об'єкта інвестування.

На сьогодні в Росії, наприклад, порівняно з Україною ситуація з рейтинговими агенціями краща. У 1995 році співробітники журналу «Експерт» розробили методику рейтингу російських підприємств під назвою «Експерт-200», яку згодом почало використовувати російське рейтингове агентство «Експерт РА». Восени 1995 року в журналі «Експерт» був опублікований перший у Росії рейтинг найбільших російських компаній «Експерт-200». Мета цього рейтингового агентства – донести до учасників російського ринку достовірну й об'єктивну інформацію про діяльність найбільших вітчизняних підприємств.

«Експерт РА» надає інформацію про 200 найбільших компаній за обсягом реалізації на кінець попереднього року і за обсягом капіталізації (ринкової вартості компанії) на 1 вересня поточного року. Публікуються списки 20 найприбутковіших, найрентабельніших та найбільш динамічних підприємств, компаній, що мають найвищу продуктивність, найбільше недооцінених та переоцінених інвесторами. Наводяться дані про галузеві рейтинги вугільної, нафтової і нафтопереробної промисловості, залізничного транспорту, електроенергетичної галузі з переліком найбільших підприємств кожної з них.

На сьогодні рейтинг «Експерт 200» рейтингової агенції «Експерт РА» не має аналогів на російському ринку інформаційно-аналітичних послуг за якістю інформації та методики впорядкування, адаптованої для російської промисловості.

Необхідну для визначення рейтингів інформацію експерти агенції одержують безпосередньо з першоджерел через опитування компаній.

Збір даних здійснюється в три етапи:

- Перший – підготовчий. На основі аналізу минулорічних рейтингів даних, статистичної звітності за рік, що минув, оперативної статистичної звітності, повідомлень ЗМІ, зведень із регіонів складається перелік підприємств – потенційних учасників рейтингу. Після попереднього відбору в ньому залишається близько 500 компаній.
- На другому етапі проводиться опитування компаній – кандидатів у рейтинг, і на його основі формуються основні показники їхньої діяльності.
- На третьому етапі відсутню інформацію отримують із зведень Держкомстату, міністерств і відомств, корпоративних сайтів в Інтернеті, а також користуючись даними, зібраними аналітиками інвестиційних компаній і ЗМІ.

**Контрольні запитання**

1. *Які індекси світових фондових ринків Ви знаєте?*
2. *Що таке розрахункова база індексів?*
3. *Що характеризує індекс Доу-Джонса?*
4. *Які особливості фондового індексу S&P 500?*
5. *Коли застосовують зведений індекс ринку акцій NASDAQ?*
6. *Що характеризують такі індекси, як: Nik kei 225 index, FTSE – 100, DAX – 30, Russel 3000 index, Wilshire – 5000?*
7. *З якою метою складаються міжнародні інвестиційні рейтинги?*
8. *Що характеризує агенцію «Moody's Investors Service» та її рейтинги?*
9. *Що характеризує агенцію Standard & Poor's та її рейтинги?*
10. *Чим відрізняються короткострокові рейтинги від довгострокових?*

## **Розділ 4. Інвестори на міжнародному інвестиційному ринку**

### **4.1. Міжнародні фондові інвестори та особливості їхньої діяльності**

Інституційна структура міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин об'єднує міжнародні організації. Одні з них, маючи великі повноваження та ресурс, здійснюють регулювання міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин. Інші являють собою форуми для міжурядового обговорення, досягнення консенсусу щодо рекомендацій з валютної і кредитно-фінансової політики. Треті забезпечують збирання інформації, підготовку статистичних і науково-дослідних видань з актуальних валютно-кредитних і фінансових проблем та економіки в цілому. Деякі з них виконують одночасно всі перелічені вище функції.

Міжнародні фінансові організації (МФО) створюються шляхом об'єднання фінансових ресурсів країн-учасниць з метою вирішення певних завдань у галузі розвитку світової економіки. Цими завданнями можуть бути:

- операції на міжнародному валютному і фондовому ринках з метою стабілізації й регулювання світової економіки, підтримки й стимулювання міжнародної торгівлі;
- міждержавні кредити на здійснення державних проектів і фінансування бюджетного дефіциту;
- інвестиційна діяльність/кредитування у сфері міжнародних проектів, що стосуються інтересів декількох країн, які беруть участь у проекті як безпосередньо, так і через комерційні структури;
- інвестиційна діяльність/кредитування у сфері «внутрішніх» проектів, які безпосередньо торкаються інтересів однієї країни чи комерційної організації-резидента; їх здійснення може вплинути на міжнародний бізнес (наприклад, інфраструктурні проекти, проекти у сфері інформаційних технологій, розвитку транспортних і комунікаційних мереж і т. ін.);
- добродійна діяльність (фінансування програм міжнародної допомоги) і фінансування фундаментальних досліджень.

Після другої світової війни розлад міжнародної й національних валютно-кредитних систем та вкрай тяжкий стан народного господарства країн, що брали участь у воєнних діях, обумовили необхідність мобілізації національних фінансових ресурсів цих держав та вжиття колективних заходів для ліквідації наслідків війни. З цією метою на міжнародній валютно-фінансовій конференції ООН, що відбулася в 1944 році в місті Бреттон-Вудс (США), було ухвалено рішення про створення двох організацій: спеціалізованого органу ООН – Міжнародного валютного фонду (МВФ) – для відновлення й стабілізації міжнародної та національних валютно-фінансових систем, та Міжнародного банку реконструкції і розвитку (МБРР) – для сприяння приватному капіталу в розширенні інвестиційного кредитування.

З подальшою стабілізацією національних господарств європейських країн, розширенням міжнародних економічних зв'язків та інтернаціоналізацією господарського життя у світі МВФ і МБРР стали приділяти більше уваги організації допомоги країнам для подолання кризових явищ і здійснення структурної перебудови їхніх економік, а також значно розширили фінансове сприяння країнам, що одержали державну незалежність, з метою прискорення темпів їхнього економічного розвитку. Розширення спектра завдань у валютно-кредитній сфері як на міжнародній арені, так і в окремих регіонах, які необхідно було вирішувати світовому співтовариству, також викликало потребу у створенні регіональних банків довгострокового кредитування.

Якщо в довоєнні роки діяв лише Банк міжнародних розрахунків у Базелі (Швейцарія), то нині функціонує ціла мережа міжнародних валютно-кредитних організацій як глобального, так і регіонального типу (Азіатський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Європейський банк реконструкції і розвитку тощо).

### ***Міжнародний банк реконструкції і розвитку (Світовий банк)***

МБРР, більш відомий як Світовий (Всесвітній) банк, був заснований в 1944 році з метою надання допомоги у відновленні й розвитку економіки західноєвропейських країн, господарство яких було підірване другою світовою війною. Із середини 1950-х років після відновлення економіки цих країн основну увагу МБРР було зосереджено на сприянні економічному розвитку держав, що звільнилися від колоніальної залежності. Світовий



банк, як спеціалізований інститут ООН, надає країнам, що розвиваються, фінансову допомогу, виконує роль радника в розробці програм їхнього економічного прогресу, координує дії промислово розвинутих країн і сприяє розвитку міжнародних економічних організацій.

Вищим органом МБРР є Рада керуючих, що складається з представників усіх країн-членів Банку, які призначаються відповідними урядами на п'ятирічний термін. Рада керуючих МБРР збирається на сесії один раз на рік разом із МВФ.

Членами МБРР можуть бути країни, що вступили до МВФ, оскільки зобов'язані проводити валютно-фінансову політику, яка відповідає Статуту МВФ. Членами МБРР є 180 країн, однак унаслідок системи розподілу голосів головну роль у Банку відіграє група із 10 найбільш розвинутих країн на чолі із США. Рішення в Раді керуючих МБРР приймаються простою більшістю голосів. Кожна країна має 250 голосів плюс один голос за акцію 100 тис. СДР у капіталі Банку, і в результаті на «групу 10» припадає понад 60 % усіх голосів. Для ухвали особливо найбільш важливих рішень необхідна кваліфікована більшість (85 %) голосів, а тому США, яким належить понад 17 % голосів, мають право вето з усіх найважливіших питань. Навіть такі великі країни, як Росія, Китай і Індія, які мають по 3 % голосів, відчутно не впливають на прийняття рішень.

Поточною діяльністю МБРР керує Директорат МБРР, у складі 22 директорів-виконавців. Семеро з них призначаються (ті, що представляють США, Англію, Францію, Німеччину, Індію, КНР і Росію), решта обираються членами Банку.

Директорат МБРР очолює Президент Банку. За традицією він – американець (у даний час Вульфенсон – від США).

Статутний капітал МБРР створюється підпискою країн-членів на його акції. Спочатку капітал становив 10 млрд дол. США, але надалі, у зв'язку з необхідністю розширення кредитної діяльності банку, передплатний капітал неодноразово збільшувався, у 1998 році він досяг 186,4 млрд дол. США (понад 150 млрд СДР, сплатна частина – 11,3 млрд, а решта може бути затребувана в разі необхідності).

Для поповнення своїх ресурсів МБРР виступає як позичальник на світовому фінансовому ринку, розміщуючи на ньому в окремі роки облігаційні позики на суму понад 10 млрд дол. Оскільки МБРР має хорошу репутацію, а облігації приносять солідний прибуток (близько 7 % річних), приватні банки й інші кре-

дитно-фінансові інститути охоче вкладають вільні капітали в облігації МБРР.

Кредитні операції МБРР відповідають інтересам приватного капіталу, який за посередництвом Банку здійснює активну інвестиційну діяльність, зокрема в країнах, що розвиваються. МБРР надає кредити на ухвалені ним проекти, причому отримання цих кредитів обумовлюється виконанням позичальником ряду рекомендацій Банку як економічного, так і соціального характеру. Загальна сума кредитів, наданих Банком 128 країнам за більш ніж 50 років його діяльності, перевищила 320 млрд дол. МБРР надає кредити платоспроможним позичальникам і винятково на високорентабельні проекти.

Одержувачами кредитів можуть бути уряди країн-членів Банку, а також приватні фірми й організації, що мають гарантію уряду або центрального банку. Кредити МБРР довгострокові, зазвичай вони надаються на 15-20 років з пільговим періодом 5 років. Об'єкти, що споруджуються за участю МБРР, покриваються його кредитами не більше ніж на 30 % їхньої вартості. За виданими кредитами Банк стягує в середньому на 0,5 % більше, ніж сам він сплачує за залученими коштами, а оскільки ставки світового фінансового ринку досить високі, то й кредити МБРР є дорогими, і через це вони недоступні для багатьох країн, що розвиваються.

Лєвова частка наданих МБРР кредитів спрямована на розвиток інфраструктури, на підтримку сільського господарства й рибальства, вклади у промисловість не перевищують 15 %.

У кредитній діяльності Банку на початку 1980-х років відбулися значні зміни; якщо раніше він надавав тільки цільові кредити на якісь конкретні об'єкти виробничого характеру, то тепер виділяє кошти на здійснення програм структурної перебудови та врегулювання гострих валютно-фінансових проблем країн, що розвиваються. Зокрема, у зв'язку з тривалою валютно-фінансовою кризою у 1997 році в країнах Південно-Східної Азії в рамках міжнародних програм екстреної допомоги Банк надав багатомільярдні доларові кредити Південній Кореї, Таїланду, Індонезії, Малайзії та іншим країнам регіону.

Частка зазначених нецільових кредитів у всьому обсязі наданих Банком коштів зростає: якщо на початку 1980-х років на них припадало 10-12 %, то у 1990-х роках цей показник перевищив 25 %. Одержувачами цих кредитів є як країни, що розвиваються, так і східноєвропейські держави та республіки колишнього СРСР.

У зв'язку з тим, що ресурси МБРР виявилися не тільки недостатніми для задоволення зростаючих потреб країн, що розвиваються, у кредитах, але й одночасно занадто дорогими, на додаток до МБРР на правах дочірніх організацій були створені Міжнародна фінансова корпорація – МФК (1956 р.) і Міжнародна організація розвитку МАР (1960 р.).

Таблиця 4.1  
Окремі показники співробітництва з МБРР/МАР деяких країн світу

Показник	Україна	Росія	Польща	Туреччина	Увесь світ
ВНП на душу населення у 1999 році, \$ США	750	2270	3 960	2900	4890
Кількість затверджених позик МБРР	17	44	33	178	7615
Сукупна сума позик, млн дол. США	2840,1	11811,5	5130,2	15718,7	469810,8
Наявна заборгованість перед МБРР/МАР станом на 01.07. 2000 р., млн дол. США	1950,0	6721,0	2105,0	3380,0	205956,0

### *Міжнародна асоціація розвитку*

МАР і МБРР мають багато в чому схожу мету – надання позик/кредитів для пріоритетних, економічно й технічно обґрунтованих проєктів у рамках національної економіки. Організації розрізняються за джерелами фінансових засобів і умовами надання капіталу. Якщо МБРР, який запозичає капітал в основному на фінансових ринках, надає позики на децю більш пільгових, ніж звичайні комерційні банки, умовах (в основному країнам, що відповідають певним вимогам, а саме: повертають кредити), то МАР, який отримує свій капітал з інших джерел, надає безвідсоткові кредити найбіднішим країнам (із щорічним прибутком на душу населення нижче 805 дол. США за показниками 1992 року).

Структура МАР така ж сама, що й у МБРР. Адміністративну діяльність здійснює за сумісництвом персонал МБРР. Штат спі-

вробітників МАР розділений на чотири сектори: операції, фінансування, політика, планування й дослідження.

МАР має три основні джерела фінансування: прибутки МБРР, внески держав-членів, внески заможних країн-членів, а також повернення раніше наданих кредитів.

Один раз на три роки група країн-кредиторів (на сьогодні – 34 держави) призначає офіційних представників, які проводять консультації про чергове залучення коштів МАР.

Кожен профінансований МАР проект піддається політико-економічній експертизі з метою найбільш ефективного використання фінансової допомоги.

### ***Міжнародна фінансова корпорація***

МФК була створена з метою мобілізації національного й іноземного капіталу для розвитку приватного сектора у країнах, що розвиваються. МФК кредитує також державні підприємства, які діють як самостійні акціонерні компанії. Кредити направляються на реалізацію високорентабельних проектів у найбільш розвинутих країнах, які розвиваються, що пов'язано з високою вартістю кредитів.

Вищим органом МФК є Рада керуючих МФК, що складається з керуючих та їхніх заступників. Рада може передавати більшість своїх повноважень директорам, за винятком прийому нових членів, виключення дійсних або підвищення (зниження) статутного капіталу, зміни угоди про МФК. Кожен керуючий Світового банку (із заступником) автоматично є керуючим МФК, якщо його країна є членом МФК. Щорічні збори МФК проводяться одночасно зі зборами Світового банку.

Поточною діяльністю МФК керує директорат. Він складається з 24 директорів Світового банку, чий країни одночасно є членами МФК.

Президент МФК за посадою є головою директорату МФК. МФК була реорганізована в 1993 році відповідно до нових вимог: регіональні стратегії, удосконалення експертної роботи, особливо в секторах інфраструктури, хімії й нафтохімії, нафти і газу, гірничодобувної промисловості та сільського господарства. За поточну діяльність відповідає виконавчий президент.

Джерелами фінансування МФК є внески членів у статутний капітал, кредити МБРР, відрахування від прибутків, кошти від повернутих кредитів і кошти, залучені на міжнародних фінансових ринках.

МФК має відділення у Франкфурті-на-Майні, Лондоні, Парижі й Токіо. Діють представництва в Африці, Азії, Латинській Америці та Європі, а також працюють консультативні бюро з питань розробки проектів (Project Development Facilities).

У 1986 році МФК заснувала Консультативну службу з іноземних інвестицій (Foreign Investment Advisory Service) для надання допомоги урядам країн, що розвиваються, щодо найбільш ефективного використання іноземних інвестицій (капітали, технологія, менеджмент) у рамках довгострокових програм розвитку. Діяльність КСІН контролюється комітетом (керівництво: виконавчий президент МФК, віце-президент МАК, віце-президент МБРР з розвитку приватного сектора).

### ***Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій***

Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (БАГІ), яке засноване 12 квітня 1988 року, є наймолодшим членом групи Світового банку.

Мета БАГІ – заохочення іноземного прямого інвестування в економіку країн-членів, що розвиваються, з метою прискорення їхнього зростання. Насамперед ідеться про полегшення процесу капіталовкладень через гарантії вкладених коштів від ризиків перекладів валюти, загрози конфіскації під час військових чи цивільних заворушень (політичних ризиків). БАГІ покликано сприяти підтримці потоків капіталовкладень та поширенню інформації щодо можливостей інвестування в країнах-членах, що розвиваються.

Будучи членом Групи Світового Банку, БАГІ фінансово незалежна від МБРР. Усі повноваження з управління БАГІ, за винятком спеціально переданих іншому органу, належать Раді керуючих (один керуючий, один заступник). Рада керуючих БАГІ може передавати свої повноваження Раді директорів цієї організації. Президент Світового Банку є Головою Ради директорів БАГІ.

Подібні заходи необхідні для заохочення іноземних капіталовкладень, це забезпечує страхування інвестицій від некомерційних ризиків у країнах, що розвиваються. Завдяки цьому національні економіки таких країн стають більш конкурентоспроможними порівняно з індустріально розвинутими країнами.

### ***Міжнародний центр із розв'язання інвестиційних конфліктів***

Головним завданням МЦРІК, створеного в 1966 році, є посередництво у розв'язанні інвестиційних суперечок між урядами й іноземними інвесторами.

Центр організовано відповідно до Конвенції про урегулювання інвестиційних суперечок між державами й резидентами інших країн (Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States), підписаної на той момент 139 країнами. Для забезпечення діяльності МЦРІК сформовані Адміністративна рада і Секретаріат. До складу адміністративної ради, головою якої є Президент Світового Банку, входять представники від кожної країни, що ратифікували Конвенцію (усього 126). Щорічні засідання Ради збігаються в часі з об'єднаним щорічним засіданням МБРР і МФК.

Звертання сторін, що сперечаються, за допомогою до МЦРІК є цілком добровільним. Проте як тільки сторони погодилися на арбітраж, згідно з Конвенцією вони не можуть забрати заяву в односторонньому порядку. За час діяльності МЦРІК зафіксовано понад 40 звертань.

### *Міжнародний валютний фонд*

Міжнародний валютний фонд (МВФ) розпочав свою діяльність у 1946 році після ратифікації договорів, розроблених на Бреттон-Вудській конференції Організації Об'єднаних Націй з валютно-фінансових питань (1944 р.).

МВФ входить до системи Організації Об'єднаних Націй як спеціалізована установа. У даний час членами МВФ є близько 180 країн, включаючи всі колишні союзні республіки.

Штаб-квартира МВФ знаходиться у Вашингтоні.

Кожна країна-член має 250 голосів + 1 голос за кожную частину квоти, яка дорівнює 100 тис. СДР. СДР – це спеціальні права за позичення (Special Drawing Rights, SDR). Вони визначаються на основі вартості кошика провідних світових валют: долара США, євро, фунта стерлінгів і японської йени). Метою МВФ є:

заохочення міжнародного співробітництва у сфері валютної політики;

2) сприяння збалансованому зростанню світової торгівлі для стимулювання й підтримки високого рівня зайнятості та реальних доходів, для розвитку виробничого потенціалу всіх членів як головного показника економічної політики;

3) підтримка стабільності валют й упорядкування валютних відносин між країнами-членами, а також стримування девальвації валют з міркувань конкуренції;

4) участь у багатосторонній системі платежів, усунення обмежень на трансфер валюти;

5) надання коштів для ліквідації порушення платіжних балансів країн-членів.

Основні напрямки діяльності МВФ охоплюють також аспекти регулювання платіжних балансів країн-членів і зовнішньої заборгованості. Прикметою часу є посилення взаємодії МВФ з ЄБРР, ОЕСР, ПРООН, Паризьким і Лондонським клубами тощо.

У сфері регулювання платіжних балансів і зовнішньої заборгованості МВФ надає кредити країнам-членам за умови проведення ними певних змін у своїй економічній політиці. Перед отриманням кредиту країна-позичальник повинна узгодити з Фондом програму фінансово-економічної стабілізації. Надання валютних коштів здійснюється залежно від виконання цієї програми. Наявність подібної програми й угоди з МВФ звичайно розглядається як міжнародне свідчення платоспроможності країни.

У сфері боргового регулювання МВФ активно взаємодіє із Світовим банком.

Вищим керівним органом МВФ є Рада керуючих, що складається з представників країн-членів (зазвичай відповідального в країні за проведення валютної політики або міністра, голови центрального банку разом із заступником). За винятком домовлених повноважень (визначення розмірів квот і прийом нових членів, перегляд квот, зміна валютних паритетів тощо) Рада керуючих може делегувати виконання своїх завдань Виконавчій раді. Керуючі зустрічаються раз на рік на щорічних сесіях.

Тимчасовий комітет (24 члени, два засідання на рік) консультує Раду керуючих з питань, пов'язаних з поточним контролем за світовою валютною системою та її адаптацією.

Виконавча рада відповідає за поточні справи МВФ. Сім із 24 Виконавчих директорів призначаються країнами з найбільшими квотами (Німеччина, Великобританія, Китай, Франція, Саудівська Аравія, США і Японія), решта обираються від інших країн на основі принципу регіонального представництва. Виконавча рада засідає по кілька разів на тиждень під головуванням Директора-розпорядника.

Найважливіший структурний підрозділ МВФ – Тимчасовий комітет з питань реформи міжнародної валютної системи фактично забезпечує політичне керівництво та узгодження всіх питань, що стосуються діяльності Фонду, внесення змін у його статут, перегляду квот, випуску СДР, принципів використання ресурсів МВФ тощо.

Персонал МВФ, який налічує понад 2000 експертів, очолюється Директором-розпорядником. Директор-розпорядник обирається Виконавчою радою (за традицією – це представник Європи). Він не має права голосу, за винятком тих випадків, коли голоси у Виконавчій раді розділяються порівну.

Основними джерелами фінансування МВФ є внески (квоти) країн-членів і позики МВФ у своїх членів.

Як правило, МВФ надає кошти своїм членам однаковими кредитними траншами, кожен із яких відповідає 25 відсоткам квоти країни-члена. У рамках програми розширеного фінансування членам МВФ може надаватися середньостроковий кредит (зазвичай на 3 роки) для усунення негативних явищ в економіці.

У рамках МВФ діють також і спеціальні механізми.

Фонд системної трансформації (Systemic Transformation Facility) надає фінансову допомогу країнам у разі виникнення труднощів в їхніх торгових та платіжних системах у зв'язку з переходом до ринкової економіки.

Фонд компенсаційного фінансування й фінансування у випадку непередбачених обставин (Compensatory and Contingency Financing Facility) надає допомогу країнам-членам у випадку потерпання ними від збитків (унаслідок експорту, значного зростання цін на імпортоване зерно), якщо ці збитки тимчасові або ж обумовлені причинами, що знаходяться поза сферою впливу цих країн; а також у разі необхідності підтримки темпів реформ, здійснюваних відповідно до ухвалених МВФ угод.

За сприяння Системи фінансування буферних запасів (Buffer Stock Financing Facility) МВФ може надавати фінансову допомогу для відновлення запасів сировини.

Термінова допомога (Energy Assistance) надається шляхом закупівлі товарів країн, платіжний баланс яких дестабілізувався внаслідок стихійного лиха.

Фонд структурної адаптації (Structural Adjustment Facility) і Розширений фонд структурної адаптації (Enhanced Structural Adjustment Facility) надають допомогу країнам, що розвиваються, або країнам з низькими прибутками для проведення ними структурних реформ, а також для реалізації середньострокових макроекономічних програм.

Інститут МВФ, який створено в 1964 році (Вашингтон, США), організує курси й семінари підвищення кваліфікації державних службовців з країн-членів МВФ.



### ***Європейський банк реконструкції та розвитку***

Міжнародну організацію Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) утворено згідно з Угодою від 29 травня 1990 році Засновниками ЄБРР були 40 країн – усі європейські (крім Албанії), США, Канада, Мексика, Марокко, Єгипет, Ізраїль, Японія, Нова Зеландія, Австралія, Південна Корея, а також ЄЕС і Європейський інвестиційний банк (ЄІБ). Згодом акції СРСР, Чехословаччини і СФРЮ розподілили між новими країнами, які виникли внаслідок їхнього розпаду. Його членами можуть бути, крім європейських країн, усі члени МВФ. За станом на 1 січня 1994 року до складу акціонерів ЄБРР входили 57 країн (у тому числі всі європейські країни), а також ЄЕС (нині ЄС) і ЄІБ. Штаб-квартира ЄБРР знаходиться в Лондоні. Статус, привілеї та імунітет ЄБРР, а також пов'язаних з ним у Великобританії осіб визначені в Угоді про штаб-квартиру між урядом Великобританії і Північної Ірландії та ЄБРР, підписаній після початку операцій ЄБРР 15 квітня 1991 року.

Основні завдання діяльності ЄБРР. Головна мета ЄБРР – сприяти переходу європейських постсоціалістичних країн до відкритої, орієнтованої на ринок економіки, а також до розвитку приватної й підприємницької ініціативи. Основними об'єктами кредитування ЄБРР є приватні фірми або приватизовані державні підприємства, а також новостворені компанії зі спільними підприємствами на основі міжнародних інвестицій включно. Основне завдання банку полягає в залученні інвестицій для регіону. ЄБРР співпрацює з іншими інвесторами й кредиторами у наданні кредитів і гарантій, а також інвестуванні коштів в акціонерні капітали. Ця діяльність доповнюється кредитуванням інфраструктури інших проектів у державному секторі, що орієнтовані на підтримку ініціатив приватного сектору. ЄБРР заохочує регіональне співробітництво і підтримує проекти, які можуть охоплювати кілька країн.

З початку своєї діяльності – у квітні 1991 року, ЄБРР визначив свої завдання, серед яких найбільш важливим вважається сприяти створенню нових економічних умов у країнах, де діє ЄБРР, у період зміни політичної системи. Визнано за необхідне запобігати виникненню нестерпних соціальних умов, що може призвести до повного розпаду суспільства в цих країнах і поставити під загрозу безпеку їхніх сусідів.

Інші завдання ЄБРР стосуються сфери бізнесу (залучення інвестицій, удосконалення комерційної практики, приватизації і

структурної перебудови), інфраструктури (відновлення, модернізація й розширення мереж зв'язку, енергетичних систем, муніципальних служб і житлового господарства) та екології (удосконалення політики і прями інвестиції у відновлення навколишнього середовища).

Здійснюючи кредитну діяльність, ЄБРР:

- використовує різноманітні інструменти для гнучкого кредитування на основі загальноприйнятих у розвинутих країнах стандартів банківської справи;
- гармонійно поєднує реалізацію завдань, накреслених стратегією операцій у секторах, зі стратегією в операціях на підтримку ініціативи приватного сектору;
- здійснює співробітництво з приватними інвесторами, їхніми консультантами, а також з комерційними банками;
- співпрацює з урядами у справі реалізації довгострокових планів розвитку;
- здійснює взаємодію з міжнародними валютно-кредитними та фінансовими організаціями;
- гармонійно поєднує міждержавний і регіональний підходи;
- прагне забезпечити збереження й поліпшення навколишнього середовища.

Ухвалюючи рішення, ЄБРР керується визначеною політикою у сфері основної діяльності та стратегіями країн, що були затверджені Радою директорів. Стратегії в країнах передбачають визначення пріоритетних сфер діяльності з урахуванням політичних і економічних подій. У ряді випадків виявлені Банком потреби в допомозі мають загальний характер для більшості країн регіону: об'єднує ці стратегії прагнення стимулювати виробничі інвестиції в кожній країні.

**Кредитно-інвестиційна політика ЄБРР.** У своїй діяльності ЄБРР для підприємств приватного і державного секторів, що переходять на ринкові методи господарювання, використовує такі форми операцій:

- 1) надання кредитів (включаючи спільне фінансування) на розвиток виробництва;
- 2) інвестування в капітал;
- 3) гарантоване розміщення цінних паперів;
- 4) полегшення доступу на ринки капіталу через надання гарантій і сприяння в інших формах;

- 5) розміщення ресурсів спеціальних фондів відповідно до угод, що визначають їхнє використання;
- 6) надання позик під реконструкцію (включаючи спільне фінансування) та технічне їй сприяння, розвиток інфраструктури (у тому числі природоохоронні програми).

ЄБРР не надає гарантій щодо експортних кредитів і не здійснює страхування. У цілому за період з моменту створення ЄБРР до початку 1999 року Рада директорів ЄБРР схвалила близько 186 проектів на суму понад 18,7 млрд дол. До найважливіших сфер кредитно-фінансової політики ЄБРР можна віднести: фінансовий сектор, енергетику, телекомунікаційну інфраструктуру, транспорт і агробізнес. Обсяги фінансування та основні проекти ЄБРР в Україні наведено в табл. 4.2, 4.3

Таблиця 4.2  
Українські проекти в портфелі ЄБРР (на кінець 2000 р.)

Здійснені заходи		Зобов'язання ЄБРР, млн. євро	Загальна вартість проектів, млн. євро
Затверджено директорів	Радою	1640,83	4178,39
Підписано зобов'язань	проектних	1137,41	2200,45
Профінансовано		337,00	–

### **Банк міжнародних розрахунків**

Банк міжнародних розрахунків – це банк центральних банків, членами якого є 29 центральних банків різних країн. У 1988 р. цей банк визначив мінімальний рівень достатності власного капіталу для банків: у 1990 році відношення його капіталу до активів становило 7,15 % з підвищенням до 8 % у 1992 році.

Майже всі європейські центральні банки, а також центральні банки США, Канади, Японії, Австралії і Південної Африки беруть участь або тісно пов'язані з різносторонньою діяльністю БМР. Банк міжнародних розрахунків допомагає центральним банкам доцільно розміщувати валютні резерви, він є форумом для міжнародного валютного співробітництва, виконує роль агента або довіреної особи під час укладання та реалізації міжнародних кредитних угод, організує потужні наукові дослідження.

Керуючи резервами центральних банків, БМР здійснює інвестування за традиційними формами. Кошти, не затребувані для кредитування інших центральних банків, розміщуються на світо-

Оцінка ЄБРР рівня реформування окремих секторів економіки України

Сектор	Оцінка ЄБРР	Проекти
Банківський сектор	П	Участь в акціонерному капіталі ПУМБ, ЗУКБ, політичний діалог із НБУ щодо консолідації
Небанківський фінансовий сектор	НМ	Проекти відсутні
Малий і середній бізнес	С	Дві кредитні лінії з розвитку малого й середнього бізнесу, створення Банку мікрокредитування
Агробізнес	ДЗ	Дніпропетровський маслоекстракційний завод; ЗАТ “Оболонь”, ВАТ “Світоч”
Природні ресурси	М	Полтавська нафтогазова компанія, СП “Газтра нзит”
Нерухомість та туризм	М	Готель “Редіссон -САС” (м. Київ)
Телекомунікації	П	Технічна допомога щодо регуляторної реформи; проект “Київстар”
Промисловість	П	СП “Івеко – Краз”
Енергозбереження	П	Державне підприємство “УКРЕСКО”
Муніципальна природоохоронна інфраструктура	та	П “Водоканал” (Запоріжжя)
Енергетика	С	Старобешівська ТЕС, паливний кредит, проект Рівне – Хмельницький, діяльність Робочої групи з питань реформування енергетичного сектора
Транспорт	П	Модернізація аеропорту “Бориспіль”, модернізація системи аеронавігації, проект розвитку та реформи Укрзалізниці; реабілітація автошляху Київ – Чоп

вих фінансових ринках. Основними формами інвестицій є депозити в комерційних банках і купівля короткострокових цінних паперів, зокрема казначейські векселі США. Ці операції у даний час становлять основу діяльності банку. БМР також кредитує інші центральні банки за рахунок коштів, отриманих як депозити із центральних банків. Кредитні операції БМР може здійснювати у формі: «свопів» із золотом; кредитів, забезпечених золотом, або таких, що реалізуються на ринку короткострокових цінних паперів; кредитів під золото розміщених у БМР валютних депозитів на ту ж суму і з тими ж термінами погашення; незабезпечених кредитів у вигляді авансів чи депозитів і кредитів на умовах «стенд-бай». Можливі також різні поєднання перелічених вище видів кредиту. У сфері валютних операцій БМР є учасником угоди ФРС про операції «своп». Проте БМР не має права надавати позички урядам і відкривати їм окремі види рахунків. Також йому не дозволяються операції з нерухомістю. За статутом під час проведення банківських операцій БМР повинен гарантувати, що його дії не суперечать грошовій політиці центрального банку-клієнта.

Крім зазначених видів діяльності, БМР періодично організує наради експертів для аналізу економічних, валютних та інших аспектів, що становлять інтерес для центральних банків. Він проводить дослідження у сфері грошової й валютної політики та теорії. На БМР покладено обов'язок наглядати за міжнародними фінансовими ринками, створювати банки даних для центральних банків Групи десятиох країн і Швейцарії, а також готувати статистичні огляди міжнародної банківської справи. Нагадаємо, що до десятки цих країн входять Бельгія, Канада, Франція, Італія, Японія, Нідерланди, Швеція, Великобританія, США і Західна Німеччина. (Швейцарія бере в ній участь).

З юридичного погляду БМР є корпорацією. В його статуті зазначено, що БМР як міжнародна організація створений на основі Гаазької угоди від 1930 року. За діяльність банку відповідає Рада директорів. До Ради директорів БМР входять керуючі центральних банків Бельгії, Франції, Німеччини, Італії та Великобританії, а також п'ять представників фінансового бізнесу, промисловості й торгівлі, яких призначають по одному від кожного із зазначених вище п'яти центральних банків їх керуючі.

У Статуті БМР передбачено, що зазначені 10 директорів можуть обирати інших осіб як кооптованих директорів із числа керуючих тих центральних банків-членів, чії представники ще не входять до складу Ради. Керуючі центральних банків Нідерлан-

дів, Швеції і Швейцарії є такими кооптованими членами, і вже багато років поспіль вони входять до складу Ради директорів. Рада директорів, яка налічує 13 членів, обирає зі свого складу голову банку.

Будучи міжнародною організацією, БМР виконує деякі функції довіреної особи і депозитарію для офіційних груп. Наприклад, цей банк виконує роль секретаріату для Комітету керуючих центральних банків Європейського співтовариства (Committee of Governors of the European Community (EC) central banks) і Ради керуючих Європейського фонду валютного співробітництва (ЄФВС1) (Board of Governors of the European Monetary Cooperation Found), а також для їх підкомітетів і груп експертів, які готують документи для керуючих центральних банків. Далі, БМР, як агент ЄФВС (ЄМСР), виконує деякі фінансові операції та операції щодо врегулювання сальдо на рахунках від імені країн-членів ЄС, що беруть участь у валютному союзі. БМР також здійснює технічне керівництво системою взаємної короткострокової валютної підтримки ЄС і відповідає за перекази платежів, що пов'язані з операціями ЄС із запозичення.

Після заснування БМР центральним банкам-учасникам дозволено вибирати між власною підпискою на акції БМР та реалізацією їх у своїх країнах. Майже 15 % акцій БМР, що не були придбані центральними банками, тепер належать приватним власникам. Акції, надані США і не придбані ФРС, розповсюдили за підпискою серед ряду комерційних банків. У 1930 році акції були куплені на ім'я Першого національного банку міста Нью-Йорка (зараз Сітібенк Н. А.) (the First National Bank of the City of New York, now Citibank, N. A.) для синдикату, утвореного Дж. Пі. Морган енд Компані (J. P. Morgan and Company), Першим національним банком Чикаго (First National Bank of Chicago) та Першим національним банком міста Нью-Йорка.

### ***Регіональні банки розвитку***

Регіональні банки розвитку були створені в 1960-х роках в Азії, Африці, Латинській Америці для вирішення специфічних проблем і розширення співробітництва в цих регіонах країн, що розвиваються.

Міжамериканський банк розвитку (МаБР, Вашингтон, заснований у 1959 р.).

Африканський банк розвитку (АфБР, Абіджан, 1963 р.) та Азіатський банк розвитку (АзБР, Маніла, 1965 р.) мають єдину мету:

довгострокове кредитування проектів розвитку відповідних регіонів, кредитування регіональних об'єднань. Спільною рисою цих банків є істотний вплив на їхню діяльність розвинутих країн, яким належить значна частина капіталу банків та третина членства. У регіональних банках розвитку встановлено єдиний принцип формування ресурсів, залучення позичкових коштів у соціальні фонди, ними здійснюється кредитна політика багато в чому за зразком групи МБРР.

Відмінності в діяльності регіональних банків розвитку обумовлені різним рівнем економічного й культурного розвитку країн трьох континентів – Латинської Америки, Азії й Африки, особливостями їхніх історичних традицій.

Регіональні валютно-кредитні та фінансові організації західноєвропейської інтеграції являють собою складову її інституціональної структури. Вони мають на меті зміцнення інтеграції та створення економічної й валютної спілки (ЄС) відповідно до Маастрихтської угоди 1993 року, проведення погодженої політики стосовно країн, що розвиваються, асоційованим в ЄС.

До основних регіональних організацій ЄС належать:

Європейський інвестиційний банк (ЄІБ, Люксембург), який надає кредити на термін від семи до двадцяти років, а країнам, що розвиваються, – до сорока років. Мета ЄІБ – розвиток відсталих регіонів країн ЄС, реконструкція підприємств, створення спільних господарських об'єктів, розвиток пріоритетних галузей;

Європейський фонд розвитку (ЄФР, 1958 р.) – здійснює колективну політику ЄС стосовно країн, що розвиваються, координує двосторонні програми офіційної допомоги розвитку цих країн;

Європейський фонд орієнтації і гарантування сільського господарства (1969 р.) – сприяє створенню загального аграрного ринку («Зелена Європа»);

Європейський фонд регіонального розвитку (ЄФРР, 1975 р.) – надає кредити за рахунок коштів спільного бюджету ЄС з метою вирівнювання регіональних диспропорцій у країнах-членах, де знаходяться 25 найбільш розвинутих районів, рівень життя в яких у 2,5 рази нижчий, ніж у найбільш розвинутих країнах;

Європейський валютний інститут (ЄВІ, Франкфурт-на-Майні, 1994 р.) – замінив Європейський фонд валютного співробітництва; ЄВІ заснований у 1973 р. як наднаціональний орган. Він складається із керуючих дванадцяти центральних банків і здійснює координацію грошової і кредитної політики цих банків,

сприяє створенню системи європейських центральних банків і переходу на єдину валюту. До ЄВІ перейшла функція емісії ЄВРО й надання кредитів на покриття дефіциту балансу країн-членів.

Трансформація діяльності світових фінансових організацій. Діяльність світових фінансових організацій від часу їхнього створення і дотепер постійно змінюється у зв'язку з безліччю об'єктивних причин, найбільш ваговою з яких є стан світового фінансового ринку. І в даний час внесення корективів в основні напрямки діяльності міжнародних фінансових організацій обумовлено формуванням нової світової фінансової системи. Уже зараз визначаються її контури у ХХІ ст. Нижче коротко охарактеризовано новітні ознаки фінансової системи цього сторіччя.

1. Револьюційні перетворення, викликані впровадженням сучасних технологій і розвитком засобів зв'язку, загострюють конкурентну боротьбу на фінансовому ринку. Її інструментами є:

- зниження операційних витрат та вартості фінансових послуг;
- підвищення якості й диверсифікованість послуг, що надаються;
- розвиток і вдосконалення систем керування фінансовими ризиками.

Лібералізація фінансових ринків додає конкурентній боротьбі міжнародного розмаху. Зростають обсяги міжнародних операцій. Частка експорту філій американських транснаціональних корпорацій в обсязі їхніх продажів зросла з 20 % у 1966 році до 40 % у 1993 році. Промислові компанії, курс акцій яких устанавлюється згідно з національним фондовим індексом Франції, 70 % своїх операцій здійснюють за межами країни. Більшість компаній, що пройшли лістинг на фондових ринках Західної Європи, половину прибутків одержують від закордонної діяльності. Частка прибутків від закордонних операцій американських корпорацій, чії акції котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі, становить у середньому 25 – 30 %.

Світовий фінансовий ринок усе більше набуває рис двоступеневої системи. На верхньому (наднаціональному, або глобальному) рівні здійснюється обіг цінних паперів провідних міжнародних корпорацій, чия діяльність набула глобального характеру. На нижньому рівні обертаються цінні папери національних компаній. Їхній обіг забезпечується інфраструктурою локальних фінансових ринків. Межі між двома рівнями стираються, і на даний час їх в основному визначають самі компанії, чії цінні папери мають ходіння на фінансовому ринку.



2. В інституціональній структурі фінансового ринку, як на глобальному, так і національному рівнях, зростає роль інвестиційних банків і компаній за рахунок послаблення позицій комерційних банків. Це обумовлено двома факторами.

Пе-перше, трансформацією традиційних банківських інститутів у фінансові компанії надання різних видів послуг. Банки все активніше опановують нові для себе види діяльності, створюючи власні відділення для проведення інвестиційних, страхових операцій на цьому ринку, керуючи фінансовими активами.

По-друге, загостренням конкуренції між банківськими і небанківськими фінансовими інститутами за залучення й розміщення вільних коштів.

Лідируючі позиції у нинішньому списку глобальних фінансових інститутів ринку утримують американські інвестиційні банки «Merrill Lynch», «Morgan Stanley», «Goldman Sachs». Вони завоювали беззаперечний авторитет у справі консультування й проведення приватизації, приєднань і поглинань, реструктуризації.

Успіх цим банкам забезпечує здійснювана ними стратегія. Це – впровадження напрацьованих стандартів і прийомів інвестиційно-банківської діяльності у практику відносин з конкретними клієнтами, а також прагнення проникнути якнайглибше в структуру фінансових ринків інших країн та інтегрувати здійснювані там операції у свою глобальну діяльність.

Услід за лідируючою трійкою інвестиційних банків називають американський банк «J.P. Morgan». Він являє собою приклад успішної трансформації комерційного банку в універсальний, який поєднує традиційну банківську діяльність з наданням послуг на фінансово-валютному й кредитному ринках. Останнім часом зазначений напрямок для цього банку став домінуючим, що дає підстави зарахувати його до інвестиційних банків. У структурі «J.P. Morgan» фінансових активів уже тільки 15 % кредитів (у 1985 р. ця частка становила 53 %).

3. Під впливом сучасних технологій змінюються традиційні торгові системи (біржові й небіржові), породжуючи нові автоматичні торгові системи (automatic trading systems), що є конкурентами традиційних. Біржові торгові системи завершують перехід на електронні технології. Через мережу іноземних терміналів біржова торгова діяльність виходить за рамки національних кордонів.

4. Зростають вимоги до надійності інвестицій. Надійними вважаються державні цінні папери провідних країн, а також папери

найбільших промислових компаній. Спостерігається значний інтерес до цінних паперів перспективних компаній у таких галузях, як комунікації і зв'язок, виробництво конструкційних матеріалів, електронного устаткування, фармацевтичної продукції.

Створення загальноєвропейського ринку цінних паперів змінює структуру інвестиційних портфельів у Західній Європі, що, у свою чергу, потребує забезпечення на міждержавному рівні більш чіткого регулювання валютно-кредитних відносин між країнами.

## **4.2. Інвестиційні фонди на міжнародному інвестиційному ринку**

### *Сутність інвестиційних фондів*

У попередніх розділах, де йшлося про інвестування в акції та облігації, зазначалося, що процес інвестування – це в першу чергу досить складна аналітична робота, яка вимагає спеціальної підготовки і тривалого часу.

Для людини, достатньо багатой, але яка через свою обтяженість на основній роботі не має можливості знаходити час на формування свого інвестиційного портфеля та управління ним чи просто не хоче цього робити; або ж для людини, обмеженої у вільних фінансових коштах, але яка б неодмінно хотіла ці кошти досить вигідно розмістити, є сенс скористатися послугами інвестиційного фонду.

Інвестиційний фонд являє собою різновид інвестиційної компанії, що отримує гроші від своїх клієнтів і від їхнього імені вкладає ці гроші в різного роду цінні папери.

Інвестиційний фонд можна розглядати як фінансовий продукт, який інвестиційна компанія виставляє на публічний продаж; інакше кажучи, інвестиційна компанія створює портфель цінних паперів, керує ними і продає права власності на частки цього портфеля, користуючись інструментом, що одержав назву інвестиційного фонду.

Купуючи частку в інвестиційному фонді, інвестор стає його співвласником (так само як він стає співвласником підприємства у випадку купівлі його акцій). При цьому інвестор отримує доступ до характерних для цих фондів переваг:

1. Диверсифікованість, тобто можливість інвестувати одночасно у велику кількість цінних паперів. Так, інвестиції у взаємний фонд означають володіння паперами сотень і навіть тисяч різних компаній, що практично неможливо для індивідуального інвестора.

2. Професійний менеджмент, який забезпечує звичайно досить велика група людей на чолі з керуючим фондом, безліч асистентів, дослідників, аналітиків, трейдерів, які постійно стежать за станом на ринку і в разі необхідності оперативно вносять зміни до інвестиційного портфеля.

3. Довільність розміру інвестицій, оскільки, початкова величина необхідних інвестицій може бути досить мізерною. Іноді їхній розмір взагалі не обумовлюється. Це дуже зручно для інвесторів–початківців або людей, які можуть собі дозволити виділити для інвестування не більше \$300-500.

Вкладання вільних коштів у різного роду інвестиційні фонди – найпоширеніша форма власного інвестування. Далі ми більш детально розглянемо деякі основні поняття й напрямки діяльності різного роду інвестиційних фондів, найбільш відомих на ринку США.

### **Види інвестиційних фондів**

Починаючи з цієї сторінки, ми рекомендуємо читачам, щоб спростити сприйняття матеріалу цього розділу, постійно мати перед очима схему, наведену на рис. 4.1

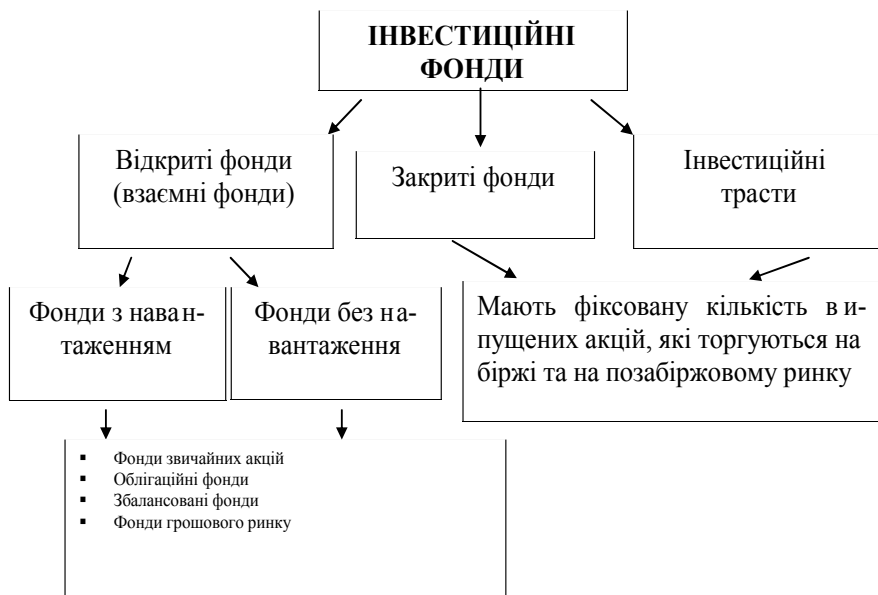


Рис. 4.1 Класифікація інвестиційних фондів

Отже, найпоширенішими є види інвестиційних фондів – відкриті й закриті. І перші, і другі діють з використанням коштів інвесторів, їх очолюють професійні менеджери, які прагнуть максимально диверсифікувати портфель фонду на основі обраної інвестиційної стратегії. Відмінність полягає в тому, яким чином фонд структуровано з погляду власності. Деяки теоретики виокремлюють ще так звані трастові інвестиційні фонди, але, на нашу думку, цю групу можна розглядати і як різновид закритого інвестиційного фонду.

#### **4.2.1. Інвестиційні фонди відкритого типу (open-end funds)**

##### *Загальні поняття*

Взаємний фонд, інвестиційна компанія відкритого типу, фонд відкритого типу – усе ці різні назви за суттю є синонімами, оскільки означають майже одне й те саме.

Взаємні фонди являють собою найбільшу групу інвестиційних компаній. Під їхньою опікою знаходиться понад 90 % всіх активів інвестиційних компаній.

У випадку інвестиційної компанії відкритого типу інвестори купують акції безпосередньо у самої компанії і їй же їх продають, оскільки акції цього виду компаній або взаємних фондів на біржі не торгуються. Після купівлі акцій інвестором така компанія здійснює новий випуск своїх цінних паперів і виконує замовлення з цього випуску. Отже, кількість акцій, яку може випускати взаємний фонд, не регламентована. Єдине обмеження – обсяг попиту інвесторів. Інвестор, маючи намір продати належні йому цінні папери, продає їх самому фонду, при цьому фонд зобов'язаний сплатити інвестору суму, що дорівнює вартості чистих активів фонду, які припадають на акції інвестора, та анулювати ці акції.

Вартість чистих активів (net assets value, NAV) обчислюється не рідше одного разу на день і являє собою різницю між вартістю всіх активів фонду і зобов'язаннями в розрахунку на одну акцію. Вартість активів фонду – сума ринкових курсів усіх цінних паперів із портфеля фонду.

##### ***Фонди з «навантаженням» і «без навантаження»***

Як уже зазначалося, акції взаємних фондів не торгуються ні на біржі, ні на біржовому ринку. Угоди на їх придбання-продаж можна укласти безпосередньо із самим фондом. Тому й процес виплати комісійних у цьому випадку інший.

Відомі два основні типи фондів:

- фонди з навантаженням (Load Funds), які стягують комісійні в разі продажу своїх акцій (як правило 3 – 8 %). Іноді такі фонди називають «з перепусткою на вхід»;
- фонди без навантаження (No-Load Funds), які не стягують зборів за продаж своїх акцій.

Фонди з навантаженням можуть бути з «переднім навантаженням» (front-end load), коли збір стягується під час купівлі та із «заднім навантаженням» (back-end load), коли відповідний збір стягується у випадку зворотного продажу акції фонду.

Крім зазначених зборів, фонд має справу ще й з операційними витратами (Operating Expenses), причому незалежно від форми фонду («з навантаженням» чи «без навантаження»). Це збори, які власник акцій сплачує за керівництво фондом, незалежно від фінансових результатів роботи фонду, та на покриття адміністративних витрат. Щорічні збори на цю групу витрат зазвичай становлять від 0,5 % до 2,5 % середньої вартості керованих активів.

Багато фондів стягують зі своїх інвесторів так звані комісійні відповідно до правила «12 в-1». Ця назва походить від правила Комісії з цінних паперів і бірж США, що дозволяють таку оплату. Ці гроші йдуть на покриття маркетингових і рекламних витрат фонду. Річний розмір цих зборів становить 0,25 % – 0,75 % від вартості активів, що знаходяться під опікою фонду.

### ***Типи взаємних фондів***

На даний час у світі діє величезна кількість взаємних фондів. Тільки в США їх налічується понад 8000, а сумарна вартість їхніх активів становить близько 7 трлн доларів США (за станом на початок 2001 р.). Слід зазначити, що ці показники постійно зростають.

Взаємні фонди поділяються на кілька типів і підтипів, залежно від ступеня ризику, прибутковості, переваг вибору цінних паперів і т. ін.

#### **1. Фонди звичайних акцій**

Левову частку своїх коштів ці фонди інвестують у звичайні акції. Час від часу до портфеля таких фондів потрапляють привілейовані акції, облігації та деякі інші види цінних паперів. Залежно від мети даний тип фондів поділяється на кілька підтипів:

А. Фонди зростання. Їхньою метою є довгостроковий приріст капіталу. Менеджери цих фондів намагаються підібрати для купівлі акції таких компаній, темпи зростання прибутку яких пере-

вищують середні показники інших компаній тієї ж групи. Склад портфеля відносно стабільний.

Б. Фонди агресивного зростання. Мають на меті – максимально можливе збільшення капіталу. Кошти вкладаються в акції переважно малої капіталізації, ціни на які можуть або різко зрости, або впасти (за несприятливого збігу обставин). Ці фонди можуть працювати з опціонами, нерідко для купівлі використовують «ефект важеля». Структура і склад портфеля часто змінюються.

В. Фонди зростання і прибутку. Прагнуть як до довгострокового збільшення капіталу, так і до одержання поточного прибутку. Тримають свої кошти в цінних паперах високого рівня. Акції «блакитних фішок» становлять майже 80 – 90 % вартості їхніх активів. Іноді портфелі підсилюються конвертованими привілейованими акціями чи облігаціями.

Г. Міжнародні фонди. Їхні цілі й методи діяльності подібні до фондів зростання, за винятком того, що для досягнення своєї мети ці фонди інвестують свої кошти в неамериканські цінні папери.

Д. Глобальні фонди. Подібні до міжнародних фондів з тією лише різницею, що можуть вкладати кошти й у цінні папери США.

Е. Галузеві фонди. Основна ідея цих фондів полягає в тому, що високі прибутки можна отримувати тільки на певних ділянках ринку, тобто не на всьому ринку, а тільки в якихось окремих галузях. Тому ці фонди вкладають свої кошти тільки в цінні папери вузьких секторів економіки. Найбільш популярні останнім часом «галузеві фонди», що працюють з акціями телекомунікаційної, біотехнологічної галузей, галузі програмного забезпечення, Інтернету (особливо були популярні в 1999 – 2000 рр.), мережних технологій та ін.

Ж. Спеціалізовані фонди. Інвестиції цих фондів спрямовуються у конкретний географічний регіон чи в конкретну галузь для досягнення конкретних інвестиційних цілей, зокрема таких як видобуток золота чи виробництво енергії.

З. Індексні фонди. Залучають у свій портфель усі акції, що входять до розрахункової бази певного індексу, і, таким чином, досліджують результати окремого сегмента ринку або всього ринку в цілому. Склад портфеля змінюється тільки тоді, коли відбувається заміна в індексі, що досліджується фондом.

## **2. Облігаційні фонди**

Інвестують свій капітал в облігації різних видів і рівня та намагаються дотримуватися оптимального співвідношення паперів з коротким, середнім і тривалим термінами погашення. Коротко-

строкові облігаційні фонди купують корпоративні і казначейські зобов'язання з терміном погашення від 1 до 3 років. Середньострокові фонди – від 3 до 10 років. Довгострокові фонди інвестують у зобов'язання з терміном погашення понад 10 років. Інвестиційною метою більшості облігаційних фондів є отримання високого поточного прибутку і збереження вартості капіталу.

### **3. Збалансовані фонди**

Такі фонди дбають про помірний приріст капіталу й отримання поточного прибутку. Ця мета досягається створенням збалансованого портфеля акцій та облігацій. Частка облігацій в інвестиційному портфелі таких фондів становить, як правило, 20-50 % активів залежно від стану ринку (за умов, несприятливих для інвестування в акції, частка облігацій у портфелі зростає і навпаки). Портфель складається з «блакитних фішок» і облігацій тільки високого інвестиційного рейтингу, що рекомендуються для довгострокових вкладень. Акції таких фондів вважаються безпечним інструментом для інвестицій, тому що вони забезпечують досить високий прибуток і при цьому не залежать від різких ринкових коливань.

### **4. Фонди грошового ринку**

Взаємні фонди цього типу збирають капітали групи інвесторів і використовують їх для купівлі короткострокових фінансових інструментів грошового ринку. Одержані прибутки дуже низькі (у 2002-2004 роках, наприклад, річний прибуток за внесками в USA в ці фонди становив 1,0 – 1,5 % річних). Фонди грошового ринку можуть бути корисні для тих інвесторів, яким кошти можуть знадобитися через короткий час. На відміну від банківських депозитів, які не можна реалізувати протягом щонайменше 6 місяців, папери фондів грошового ринку можна продати в будь-який момент.

За всієї зовнішньої привабливості й вигідності, ідея інвестування у взаємні фонди має свої уразливі сторони. Основна з них полягає в тому, що переважна більшість взаємних фондів за своїми показниками не досягають навіть середньої прибутковості ринку в цілому. Понад 75 % взаємних фондів демонструють показники прибутковості нижче середньострокових (історично прибутки ринку акцій становлять близько 11 % за рік). Наприклад, за період з квітня 2000 року по кінець жовтня 2001 року дуже постраждали фонди, які робили ставку на акції технологічних компаній. Падіння технологічного сектору в цей період призвело до того, що деякі взаємні фонди, які спеціалізувалися на цьому секторі, показали середню збитковість за один рік – 70,6 % (!), а при-

бутковість за три роки – лише 1,6 %. У такій ситуації доречно згадати народну мудрість: «Тихше їдь – далі будеш», так як у цей «хиткий час» облігаційні фонди продовжували демонструвати свою середню прибутковість 5-8 %, а деякі й вищу. Так, прибутковість облігаційних фондів Fremont Bond за 2001 рік досягла 13,7 % (середньорічна за 5 років – 8,9 %), для фонду Harbor Bond ці ж показники склали відповідно 12,2 % і 8,2 %, для фонду Dodge & Cox Income – відповідно 14,1 % і 8,2 %. При цьому коефіцієнт витрат зазначених фондів становив усього 0,5 – 0,6 % (за середнього показника для даної категорії фондів приблизно 1 %).

#### **4.2.2. Інвестиційні фонди закритого типу (closed-end funds)**

Насамперед слід зазначити, що це не різновид взаємних фондів. Це зовсім інше поняття. Ідеться про різновид інвестиційних фондів, який діє паралельно з іншими типами взаємних фондів. На відміну від взаємних фондів, які можуть випускати практично необмежену кількість акцій, кількість акцій закритого фонду суворо обмежена і спочатку знаходить своїх хазяїв у ході первинного розподілу (IPO-Initial Public Offering). Після цього акції торгуються на біржі точнісінько так само, як і акції будь-якої акціонерної компанії. (Акції взаємних фондів, як зазначалося раніше, ні на біржі, ні на позабіржовому ринку не торгуються, але можуть бути куплені у самого взаємного фонду або продані безпосередньо йому. Вартість акцій закритого фонду визначається не загальною вартістю активів фонду (як акції взаємних фондів), а попитом та пропозицією на них на ринку. Тому акції закритих фондів продаються або з премією, або з дисконтом (що трапляється частіше) до чистої вартості активів у розрахунку на одну акцію. Наприклад, NAV акцій фонду JFI на 23.11.2003 р. становив \$8,32, а торгувалися вони за ціною \$6,8, тобто в даному прикладі акції фонду JFI торгувалися з дисконтом 18,27 % до вартості чистих активів.

Ми не вважаємо, що припустимося серйозної помилки, якщо запропонуємо читачу для кращого розуміння сутності закритого фонду порівняти його зі звичайною акціонерною компанією з тією лише різницею, що предметом діяльності закритого фонду є інвестиції у високоліквідні і надійні цінні папери.

#### ***Пайові інвестиційні трасти (Unit Investment Trust, UIT)***

Це різновид закритих інвестиційних фондів, портфель цінних паперів яких не призначений для керування. Портфелі пайових інвестиційних трастів складаються з державних і корпоративних



облігацій, при цьому перевага віддається неоподатковуваним муніципальним облігаціям. Створивши одного разу свій інвестиційний портфель, трастові інвестиційні фонди не мають права змінювати його, продаючи чи купуючи цінні папери.

Винятком є випадки, коли закінчується термін дії паперів, що входять до складу портфеля, коли папери достроково відкликаються емітентом, або якщо можливі заміни в портфелі спеціально обумовлені в проспектах фонду. Наприклад, існують пайові інвестиційні трасти, які використовують стратегію інвестування, відому під назвою «Dogs of the Dow». Сутність цієї стратегії полягає в тому, щоб придбати 10 найбільш високоприбуткових акцій, які входять до складу «Dow Jones Industrial Average», утримувати їх протягом року, а потім повторити розрахунок і за необхідності зробити заміни в «десятці». Зрозуміло, що в такому фонді склад портфеля більшою чи меншою мірою буде змінюватися щороку.

Ще одним прикладом пайового інвестиційного трасту, портфель якого може періодично змінюватися, є довгостроковий пайовий траст «SPDR Trust». Його портфель містить всі акції, що входять до складу індексу «Standard & Poors 500», і відповідно наповнюваність портфеля змінюється щоразу, коли в складі індексу проводяться заміни. Паї в цьому фонді представлені у вигляді депозитарних розписок Standard & Poors (Standard & Poors Depository Receipts)\*, які на Американській фондовій біржі (AMEX) з січня 1993 року торгуються під біржовим символом SPY (на сленгу інвесторів – «спайдерз» або «spiders»). Вартість SPDR приблизно дорівнює одній десятій частині поточного значення індексу S&P–500. Наприклад, якщо значення індексу 1355, то ціна однієї SPDR 135,5\$ USA.

SPDR є ефективним інструментом для інвесторів, які прагнуть відслідковувати результати ринку в цілому, оскільки вони дозволяють отримувати прибуток із короткострокових і довгострокових тенденцій S&P–500, не сусячи свої голови над складністю ф'ючерсних та опціонних контрактів і не виплачуючи комісійні, які стягують індексні взаємні фонди.

Індивідуальні інвестори мають можливість купувати чи продавати SPDR, подібно до того як вони проводять операції зі звичайними акціями. При цьому вони можуть купити SPDR у будь-який час протягом торгової сесії, на відміну від паперів взаємних фондів, які можна придбати тільки наприкінці торгового дня.

Так само, як і на акції, на SPDR виплачуються квартальні дивіденди. Власники SPDR отримують готівкою «суми, еквівалент-

ні дивідендам» за кожний із цінних паперів, якими вони володіють. Ці суми розраховуються на базі дивідендів за акціями, що входить до складу S&P-500 і виплачуються щоквартально в останній робочий день квітня, липня, жовтня і січня.

Акції, на які випускаються SPDR, зберігаються в банку State Streets Bank & Trust of Boston. Банк відраховує невеликі комісійні за їх зберігання від загальної суми дивідендів, які розподіляються між акціонерами SPDR Trust. Комісійні, стягнуті трастом для покриття витрат, на момент написання посібника становили 18,45 базисного пункту, або 0,185 %.

### **4.3. Страхові компанії як інституційні інвестори**

Страхові компанії є особливим типом інституційних інвесторів, діяльність яких пов'язана з виконанням двох важливіших функцій – ризикової та інвестиційної. Фінансовою базою для проведення інвестиційних операцій є страхові внески страхувальників, що формують технічний резерв страхової компанії. Кошти цього резерву через інвестування в різномантні інвестиційні активи формують інвестиційний портфель страхової компанії. Існують два види страхових компаній: компанії страхування життя і компанії страхування майна та страхування від нещасних випадків.

Для компаній страхування життя основним об'єктом страхування є життя. Компанія, яка уклала страховий договір на випадок смерті, бере на себе зобов'язання в разі настання страхового випадку – смерті застрахованого – здійснити одноразову виплату або серію платежів бенефіціарові (особі, яка зазначена в договорі як одержувач страхової суми). Досить поширеним розповсюдженим та важливим типом страхування є пенсійне страхування. Укладаючи такий договір, страхова компанія виплачує страхувальнику після досягнення ним певного віку, пенсію.

Компанії страхування майна та страхування від нещасних випадків (далі для спрощення будемо їх називати компаніями загального страхування) мають набагато ширший спектр конкретних видів страхування. Для прикладу назвемо страхування автомобілів та страхування домашнього майна.

Основна відмінність між компаніями страхування життя та компаніями загального страхування полягає у значно вищій складності оцінки можливості настання страхового випадку для останніх, а в разі його виникнення – у складному обрахуванні страхових виплат власнику поліса. Хоча це завдання є досить не-

простим для страхових компаній будь-якого типу, у випадку страхування майна чи страхування від нещасних випадків непередбачуваність того, коли та яка із перелічених у полісі подій може статися, якою буде реальна шкода, завдана страхувальнику, та яким буде рішення відносно виплати компенсаційної страхової суми, додатково ускладнює його. Усі ці фактори впливають на вибір інвестиційної стратегії менеджером компанії.

Досі ми розрізняли два типи страхових компаній за природою їхніх зобов'язань, але насправді більшість великих компаній здійснюють одночасно як страхування життя, так і загальне страхування. У такому випадку звичайно компанії страхування життя та компанії загального страхування є дочірніми для великої компанії, яка займається і тим, і іншим видом страхування.

#### **4.3.1. Компанії страхування життя**

У 1991 році загальна сума активів компаній страхування життя США становила 1,52 трлн дол. Природа страхового бізнесу драматично змінилася з 1970-х років, ознаменованих високими темпами інфляції, що швидко змінювалися, зростанням вітчизняної та іноземної конкуренції. Усе це мало наслідком фінансову лібералізацію в усьому світі. Крім того, щорічне зростання вимог клієнтів примушує компанії страхування життя відшкодовувати конкурентоспроможності пропозиції.

Компанії страхування життя конкурують поміж собою в наданні страхового забезпечення. Ці компанії пропонують безліч фінансових проектів із застосуванням різних інвестиційних інструментів, що призводить до конкуренції між різноманітними фінансовими інститутами та безпосередньо на ринку цінних паперів.

Особливості зобов'язань. Зобов'язаннями страхової компанії є випущені нею страхові поліси. Розглянемо ризик, який бере на себе страхова компанія, як власник страхового поліса. Ризику підлягає і сама страхова компанія, і портфель її активів. Більшість фінансових пропозицій, які надає компанія страхування життя, чутлива до зміни відсоткових ставок. Зазвичай контракти страхування життя мають так званий інвестиційний (накопичувальний) компонент, який забезпечує власнику поліса інвестиційний прибуток за вказаною в контракті ставкою. Наприклад, якщо відсоткова ставка згідно з полісом накопичувального страхування неконкурентоспроможна відносно ринкової ставки або ставок, запропонованих іншими страховими компаніями, власник поліса може дозволити достроково анулювати поліс або, якщо це можли-

во, взяти кредит під заставу цього поліса. І в тому, і в іншому випадку це призведе до відтоку коштів із страхової компанії.

Інвестиції. Загальний розподіл активів компаній страхування життя в США наведено в табл. 4.3. Облігації й закладні становлять близько 70 % загальних активів страхових компаній. Страхові компанії – основні покупці корпоративних облігацій. Рішення страхових компаній інвестувати більшу частку своїх фондів у довгострокові облігації є результатом природи їхніх зобов'язань.

Більшість полісів страхових компаній гарантують виплату відсоткового прибутку за фіксованою ставкою в кінці терміну їхньої дії. Для хеджування зобов'язань страхової компанії (з великим строком погашення) найбільш прийнятними є довгострокові облігації.

Таблиця 4.3  
Розподіл активів компаній страхування життя в США

<i>Активи</i>	<i>Сума (в долл.)</i>	<i>Відсотки</i>
Державні цінні папери	225 805	14,9
Корпоративні цінні папери:		
облігації	542 596	35,7
звичайні акції	56 940	3,7
привілейовані акції	10 071	0,7
Загальна сума корпоративних цінних паперів	609 607	40,1
Закладні	256 077	16,8
Нерухомість	34 949	2,3
Кредити під страхові поліси	61 723	4,1
Грошові кошти	5 856	0,4
Короткострокові інвестиції	40 512	2,7
Інші типи активів	286 001	18,7
Загальна вартість допустимих активів	1 520 530	100,0

На прийняття інвестиційних рішень і стратегій страхових компаній впливають три фактори:

- 1) вимоги до капіталу, які базуються на ризику;
- 2) способи оцінки активів з метою надання звітності;
- 3) вимоги до інвестицій.

Вимоги до інвестицій. Держава обмежує види фінансових інструментів щодо інвестицій страхових компаній та кошти, які можуть бути локалізовані у певному класі активів. Наприклад, фонди, інвестовані у звичайні акції, не повинні перевищувати 10 % загальної вартості активів (у деяких штатах 20 %) або 100 % над-

лишку. Крім цього, існує обмеження на інвестиції в облігації та привілейовані акції конкретного рейтингу. Зазвичай дозволяється інвестувати близько 5 % активів у будь-який клас фінансових інструментів, інвестиції в які не заборонені законом.

#### **4.3.2. Компанії загального страхування**

Компанії загального страхування, тобто компанії страхування власності та страхування від нещасних випадків, пропонують страхове забезпечення на випадок виникнення таких ситуацій:

- 1) різного виду збитки, завдання шкоди та руйнування власності;
- 2) втрата або зниження можливості отримання прибутку через повну або часткову непрацездатність;
- 3) позови за шкодою, завданої третім особам (страхування відповідальності);
- 3) збитки за нещасними випадками, у разі смерті тощо.

Послуги, які надають компанії загального страхування, можуть бути класифіковані як персональні та комерційні. Персональні передбачають страхування автомобілів та страхування домашнього майна, комерційні – страхування відповідальності, страхування майна компаній та страхування працівників від непрацездатності.

Страхові комісії штатів регулюють премії, які можуть призначитися за страхове забезпечення. Тиск конкуренції, однак, знизив гостроту регулювання страхових тарифів. Наприклад, у випадках, коли страхові компанії визнають економічно необґрунтованими встановлені комісією штату обмеження щодо премій за звичайними видами контрактів, то вони від продажу таких контрактів відмовляються.

Величина страхового покриття фіксується в полісі. Отримані за контрактом премії інвестуються на період, доки застрахований не пред'явить вимоги (за умови, що вона не втратила чинності), щодо виплати всієї суми поліса або її частки. За окремими видами страхування визнання позову дійсним або ні здійснюється практично одразу після його пред'явлення. В інших випадках це може бути вельми складною справою із затратною значною часу та коштів наз'ясування обсягу страхової відповідальності компанії.

Особливості зобов'язань за страхування майна. Зобов'язання компаній щодо страхування майна від нещасних випадків мають коротший термін, ніж зобов'язання компаній страхування життя, та ширший спектр полісів. Як зазначалося раніше, точний розмір

шкоди, завданою страховою подією, та точний час його настання наперед невідомі. Але максимальна сума зобов'язання не може перевищувати страхову суму, зафіксовану в полісі.

На відміну від багатьох фінансових пропозицій компаній страхування життя, зобов'язання компанії щодо страхування власності не реагують на зміни відсоткових ставок, але вони чутливі до темпів інфляції. Однак існує ряд специфічних видів ризику щодо зобов'язань компанії страхування майна. Серед них два найбільш значні – це географічний ризик і ризик, пов'язаний з обмеженнями на премії за полісами. Географічний ризик супроводжує поліси, зобов'язання за якими, локалізовані в межах певної географічної території. Якщо катастрофа трапляється на цій території, сума страхових виплат збільшується. Тарифний ризик виникає, коли органи нагляду обмежують можливі премії за обумовленими видами страхування.

Інвестиції. Розподіл активів, якими володіли в США компанії страхування майна, а також страхування від нещасних випадків, тобто компанії загальногостраховання наведено в табл. 4.4.

Таблиця 4.4  
Розподіл активів компаній загального страхування в США

<i>Активи</i>	<i>Сума, млрд дол.</i>	<i>Частка від загальної вартості, %</i>
Грошові інструменти	37,5	6,5
Звичайні акції	106,8	18,6
Державні боргові зобов'язання	96,2	16,8
Цінні папери федеральних агенцій	31,0	5,4
Муніципальні облігації	140,8	24,6
Корпоративні та іноземні облігації	102,0	17,8
Закладні	7,7	1,3
Інші активи	51,9	9,1
Загальна сума	572,8	100,0

Через природу своїх зобов'язань компанії страхування власності інвестують більшу порівняно з компаніями страхування життя частку своїх активів у звичайні акції та меншу в облігації.

У той час як компанії страхування життя повинні інвестувати кошти в обмежений клас активів, компанії загального страхування мають більшу свободу щодо вибору фінансових інструментів.

Наприклад, від компанії загального страхування можуть вимагати інвестування мінімальної суми в облігації певного типу та закладні. Але після того, як мінімальну вимогу виконано, компанія може розподілити решту інвестиції на свій вибір серед привабливих активів інших класів.

Отже, основним видом страхування є страхування життя, але значна частина діяльності компаній, пов'язаних з ним, припадає на страхування пенсій. Зазначимо, що поліс може бути призначений або тільки для страхового забезпечення, або тільки для інвестиційних цілей, або ж поєднувати обидва компоненти. Широкий спектр різноманітних типів страхових полісів охоплює поліси термінового, довічного, універсального, накопичувального страхування, ренту та гарантований інвестиційний контракт. Страхові компанії, виписуючи поліси, наражаються на різного роду ризики. Унаслідок природи зобов'язань страхових компаній більша частина їхніх активів інвестована у боргові зобов'язання. Інвестиційні стратегії залежать від типів виписаних полісів.

Компанії загального страхування пропонують страхове забезпечення від цілого ряду подій. Вони дозволяють собі значно більшу свободу у виборі інвестицій, ніж компанії страхування життя. Зобов'язання компаній загального страхування розраховані на більш короткі терміни порівняно із зобов'язаннями компаній страхування життя, які залежать від типу поліса, проте точна дата виникнення страхової події та розмір можливої вимоги наперед невідомі.

Крім того, зобов'язання компаній страхування власності не реагують на зміни відсоткових ставок. Компанії страхування майна мають схильність інвестувати більше коштів в акції та менше в облігації, аніж компанії страхування життя.

Управляти компанією загального страхування особливо складно, коли відсоткові ставки за короткостроковими цінними паперами знижуються швидше, ніж по довгостроковими, адже це призводить до зниження прибутку інвестиційного портфеля. Але жорсткий контроль з боку держави та тиск конкуренції не дозволяють страховій компанії відшкодувати зниження інвестиційного прибутку шляхом отримання додаткового прибутку від підписання нових страхових полісів.

#### **4.4. Пенсійні та донорські фонди**

Пенсійний фонд (*pensio plan*) – це фонд, метою якого є здійснення пенсійних виплат учасникам пенсійної схеми. Його засновником або спонсором можуть бути: а) приватна компанія, що

організовує фонд для своїх працівників; б) органи місцевої влади, що створюють фонд для своїх службовців; в) нарешті, фізична особа, яка фінансує свій власний пенсійний фонд. Внески і прибутки пенсійних фондів, що одержали ліцензію, звільнені від федеральних податків.

На початку розвитку системи пенсійних фондів, управління їхніми активами здійснювалося трастовими відділеннями банків або окремими службовцями банків. Сьогодні спонсори, інвестуючи мільйони і навіть мільярди долларів, іноді самостійно керують фондом, але частіше вони наймають керуючих зі сторони. У цьому пункті розглядаються пенсійні фонди і принципи керування їхніми активами, а також інші спеціальні фонди, зокрема донорські, до яких належать благодійні та піклувальні фонди. Останні створюються для забезпечення та підтримки діяльності коледжів, університетів, лікарень, музеїв тощо.

#### **4.4.1. Функціонування пенсійного фонду**

Пенсійні фонди фінансуються за рахунок внесків роботодавців та/чи працівників. Вартість активів пенсійних фондів почала швидко зростати після другої світової війни. У 1980-ті роки вона збільшилася втричі. У 1989 році активи пенсійних фондів становили близько 2,47 трлн дол. За станом на 30 вересня 1989 року вартість активів 20 найбільших пенсійних фондів досягла 25 % загальної вартості всіх пенсійних активів. Вартість активів пенсійних фондів промислових корпорацій США у 1990 році дорівнювала приблизно 1,1 трлн дол., а вартість активів пенсійних фондів, що фінансувалися урядом США – 0,7 трлн дол.

Види пенсійних схем. Відомі два основні типи пенсійних схем: 1) схеми зі встановленими внесками; 2) схеми зі встановленими виплатами. Останнім часом з'явилися змішані, гібридні схеми, що являють собою поєднання основних типів, їх часто називають комбінованими (*designer pension*).

#### ***Пенсійні схеми зі встановленими внесками***

У схемі зі встановленими внесками (*defined contribution plans*) спонсор тільки робить внески в інтересах учасників схеми. Сума внеску зазвичай дорівнює певній частині прибутку спонсора або ж зарплати службовця. При цьому спонсор схеми не гарантує якогось рівня пенсійних виплат. Величина виплат, які буде одержувати учасник, що вийшов на пенсію, залежить від зростання вартості активів схеми. Іншими словами, вони визначаються якостю інвестиційного керування активами пенсійного фонду.



Таким чином, учасник схеми перебирає на себе весь інвестиційний ризик.

Спонсор схеми зі встановленими внесками надає учаснику право самостійного вибору конкретного виду схеми даного типу. Розрізняють так звані накопичувальні схеми (money purchasing plan), схему 401 (k) та схеми участі у прибутках (employee stock ownership plans).

Найбільш швидкозростаючою з них є схема 401 (k). Для спонсора вона приваблива тим, що не вимагає великих витрат, у тому числі й адміністративних. Роботодавець робить значний внесок в обрану схему чи програму, а службовець – конкретний інвестиційний вибір. Для службовця-учасника ця схема означає певний контроль за керуванням коштами.

Спонсор часто пропонує учасникам інвестиції в який-небудь один або кілька спільних фондів. Громадські інститути та деякі приватні компанії для схем із встановленими внесками в половині випадків використовують саме спільні фонди. Приватні корпорації обирають такий шлях набагато частіше. Службовці громадських корпоративних підприємств також визнали цей шлях одним із кращих, і тому в даний час майже половина всіх активів пенсійних фондів в США інвестується у спільні фонди. При цьому величезні суми грошей фонди інвестують в акції, орієнтовані на швидке зростання капіталу. У 1990 році департамент праці США зажадав, щоб компанії пропонували своїм службовцям альтернативні вкладення коштів. А оскільки спільні фонди і відповідають цим вимогам, то це викликало ще більшу активізацію їхньої популярності.

### ***Пенсійні схеми зі встановленими виплатами***

За схемою зі встановленими виплатами (defined benefit plan) спонсор бере на себе зобов'язання періодично виплачувати службовцю (або його родині у випадку смерті до виходу на пенсію), який пішов на пенсію, установлену суму. Величина пенсійних виплат залежить від терміну служби учасника та його зарплат. Пенсійні зобов'язання є, власне кажучи, борговими зобов'язаннями спонсора схеми, який перебирає на себе весь ризик невідповідності величини наявних засобів сумі виплат працівникам, що вийшли на пенсію. Таким чином, на відміну від схем зі встановленими внесками, у разі прийняття схем зі встановленими виплатами увесь інвестиційний ризик перебирає на себе спонсор.

На внески, що надходять у фонд, спонсор, який заснував схему зі встановленими виплатами, може купити поліси із фіксова-

ною рентою у компанії зі страхування життя. Така схема, що одержала гарантії від страхової компанії, називається застрахованою схемою (insured plans). В іншому випадку це незастрахована схема (non-insured plans). У першому випадку відповідальність щодо виплат покладається на страхову компанію, оскільки виплата пенсій залежить від здатності страхової компанії виконувати зобов'язання. Незалежно від того, застрахована схема чи ні, засноване в США в 1974 році згідно із Законом про пенсійне забезпечення працівників федеральне агентство – Корпорація гарантування пенсійних виплат (Pension Benefit Guaranty Corporation) – страхує пенсії. Зароблена пенсія являє собою частку пенсійних накопичень, що закріплена за його учасником на його індивідуальному рахунку після досягнення ним певного віку чи стажу. Таким чином, для отримання пенсії необхідне виконання мінімальних вимог. При цьому величина встановленої пенсії не залежить від того, чи продовжує учасник схеми працювати і залишатися членом профспілки.

### *Змішані пенсійні схеми*

Дослідження, проведені журналом Institutional investor, показали, що великою популярністю користується відносно нове явище в пенсійній практиці – змішані пенсійні схеми. Ці схеми мають ознаки обох основних. Перша схема такого роду з'явилася в 1985 році і була прийнята 8 % усіх компаній та громадських організацій США. Головною її перевагою є подолання недоліків основних схем: прийняття ризику службовцем у схемі зі встановленими внесками і великих витрат та ризику у схемі зі встановленими виплатами для компаній з невеликим персоналом і службовцями з великим стажем роботи.

Хоча змішані схеми мають багато форм, однією з найпоширеніших є схема з гарантованими мінімальними виплатами (floor-offset plan). Згідно з цією схемою, щороку, як і у випадку схеми зі встановленими внесками, роботодавець вносить у фонд визначену сумму. Внески, що залежать від строку служби працівника гарантують визначений мінімум пенсійних виплат, як у схемі зі встановленими виплатами. Роботодавець керує пенсійним фондом і періодично інформує службовців про стан їхніх рахунків. Якщо фонд не зібрав достатніх коштів для виплати встановлених пенсій, працівник зобов'язаний внести необхідну суму для покриття дефіциту. Таким чином, у змішаних схемах ризик несуть і роботодавці, і службовці.

Для пенсійних фондів США, що працюють за різними пенсійними схемами на федеральному рівні, не забороняються інвестиції в закордонні активи. Такі обмеження можуть установлювати самі спонсори фондів. Наприклад, уряд штату Оклахома не дозволяє своїм громадським пенсійним фондам здійснювати інвестиції за межами США. Профспілкові фонди, як правило, також забороняють інвестування в іноземні активи. Дослідження пенсійних фондів, проведені Institutional Investor, показали, що половина з цих фондів інвестує свої кошти в закордонні цінні папери різних видів, причому з них 96 % вкладають свої кошти в акції, а 34 % – в облігації.

#### **4.4.2. Донорські фонди**

Донорські фонди (endowment funds) створюються інвесторами, що здійснюють інвестиції на фінансовому ринку. До таких спонсорів належать коледжі, приватні школи, музеї та деякі інші установи. Інвестиційний дохід використовується для підтримки життєдіяльності відповідного інституту. Для коледжів, наприклад, це означає покриття поточних операційних витрат чи капітальних вкладень (будівництво нового будинку або облаштування спортивних майданчиків). Багато організацій, що мають донорські фонди, заснують також і пенсійні схеми для своїх працівників. Наприклад, університет штату Кентуккі має пенсійну програму і донорський фонд у розмірі 93 млн дол.

Керівники донорських фондів, як правило, здійснюють інвестиції у довгострокові активи, маючи на меті – збереження і збільшення капіталу фонду. Звичайно, донори віддають перевагу активам зі стабільним поточним доходом і малою мінливістю цін. Вони інвестують також в урядові та корпоративні облігації високого рівня. Друга, не менш важлива мета донорських фондів, полягає у створенні стійкого потоку доходів, достатнього для забезпечення діяльності установи чи організації, для якої і створювався фонд.

#### ***Контрольні запитання***

- 1. Які основні типи інвесторів діють на міжнародному інвестиційному ринку?*
- 2. Які недоліки та достоїнства інвестування через інвестиційні фонди?*
- 3. Які є види інвестиційних фондів?*
- 4. У чому полягає сутність інвестиційного фонду відкритого типу?*

5. *Що таке пайові інвестиційні трасти?*
6. *Які переваги SPDR – інвестиційного інструменту?*
7. *У чому полягає діяльність фондів звичайних акцій. Які їх типи Вам відомі?*
8. *Як класифікуються інвестиційні фонди.*
9. *Які Ви знаєте типи взаємних фондів?*
10. *Що характеризує інвестиційні фонди закритого типу?*
11. *Які особливості інвестиційної діяльності компаній страхування життя?*
12. *У чому полягає інвестиційна діяльність компаній загального страхування?*
13. *Як пояснюється інвестиційна природа пенсійних фондів?*
14. *За якими видами пенсійні схеми розрізняються?*
15. *У чому полягає сутність донорських фондів?*

## Розділ 5. МЕТОДИ АНАЛІЗУ МІЖНАРОДНОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

Усі інвестори, брокери, дилери та інші учасники ринку, як приватні, так і ті, що працюють від компаній, прагнуть заробити великі прибутки від інвестицій. Вони вдаються до безлічі методів, аби знизити ризик втрати коштів та підвищити шанси на вдале завершення інвестиційної операції. Дуже важливим для учасників ринку є визначення та прогнозування змін попиту на цінні папери, валюту, нерухомість та інші інвестиційні активи. З цією метою вони застосовують різні аналітичні інструменти, зокрема графіки, в яких знаходять відображення стан таких елементів ринку:

- акцій у цілому (індекси ринків);
- акцій за секторами ринку (індекси секторів);
- окремих акцій;
- курсів валюти;
- відсоткових ставок (облігації, векселі і т.п.);
- товарів (сільськогосподарські продукти, метал, енергоносії, текстиль);
- ф'ючерси;
- опціони.

На міжнародному інвестиційному ринку аналітичні дослідження проводять за допомогою двох основних методів – фундаментального та технічного аналізу. На практиці їх найчастіше поєднують.

У табл. 5.1 наведені відмінності між методами фундаментального й технічного аналізу.

Таблиця 5.1.

Відмінності методів фундаментального та технічного аналізу

Фундаментальний аналіз	Технічний аналіз
1. Визначення прогностичних показників ринку.	1. Визначення реальних показників ринку.
2. Враховуються такі фактори:	2. Графіки стану ринку відображають:
- попит та пропозиція;	- ціну;
- сезонні цикли;	- обсяги контрактів (на всіх ринках);
- погода;	- обсяги відкритих позицій (тільки на ринку ф'ючерсів)
- державна політика	

Головна ж з них полягає в тому, що технічні аналітики мають можливість стежити за показниками кількох ринків одночасно, а об'єктом вивчення для спеціаліста з фундаментального аналізу є окремий сектор ринку.

## **5.1. Фундаментальний аналіз**

### **5.1.1. Сутність фундаментального аналізу**

За допомогою методів фундаментального аналізу прогнозують рух майбутніх котировок цінних паперів на підставі економічних та інших вагомих факторів, а також показників, що впливають на попит і пропозицію цінних паперів.

У процесі фундаментального аналізу визначаються та вимірюються зовнішні фактори, які впливають на внутрішню вартість цінного паперу (наприклад, загальна політична й економічна ситуація в державі), а також враховуються фактори, від яких залежать попит та пропозиції цінних паперів, товарів і послуг.

Наприклад, аналітик цінних паперів компанії вивчає попит і пропозицію на товари й послуги своєї компанії, оцінює рівень менеджменту в компанії, досліджує її минулу та майбутню діяльність, довгострокові плани, діяльність її конкурентів, а також статистику усієї галузі, загальний стан економіки та політику уряду. Аналітика, який вивчає окремий товар, цікавлять ціни, попит та пропозиції на цей товар, його запаси, прогнози споживання, плани виробництва/видобутку, а також стан та прогноз погоди, від якого залежить наявність товарів-заміщувачів, економічна й політична ситуація.

Виходячи з добутої інформації, аналітик будує модель для визначення поточної та прогнозованої вартості акції. Він зважає на те, що некомпенсоване зростання попиту призводить до росту вартості акції. Аналітик оцінює внутрішню вартість акції, порівнює її з поточною ринковою ціною і робить висновки щодо зростання чи зменшення поточної ціни на акції. Якщо ціна на цінні папери на ринку нижче від їхньої внутрішньої вартості, то можна прогнозувати зростання ціни цих паперів. Якщо ринкова ціна вища від внутрішньої вартості, то можливе падіння ціни на акції:

Складність фундаментального аналізу полягає в поточній оцінці відмінностей між показниками. При цьому аналітик повинен керуватися власним досвідом. Як відомо, ринок має тенденцію «передбачати» події та заздалегідь коригувати ціни. Ще одна «суб'єктивна властивість» ринку (яка може бути як корисною, так і шкідливою) – це його інерція: для того щоб відреагувати на різницю між ціною та внутрішньою вартістю, йому потрібен час.

## **5.1.2 Методологія фундаментального аналізу**

### ***Горизонтальне прогнозування***

Для визначення майбутнього в діяльності інвестиційних організацій деякі фінансові аналітики застосовують метод прогнозування «зверху – вниз» (top-down forecasting approach). Тобто спочатку вони визначають прогнози для економіки в цілому, потім для окремих галузей і, нарешті, для конкретних компаній. Їхні прогнози для галузей ґрунтуються на прогнозах для економіки в цілому, а прогнози для компанії – на перших та других.

Аналітики інших організацій, що спеціалізуються на інвестиціях, спочатку оцінюють перспективи окремих компаній, потім дають прогноз перспектив для галузей і, нарешті, для економіки в цілому. У методі прогнозування «знизу – вгору» (bottom-up forecasting) можуть ненавмисне використовуватися некоректні припущення. Наприклад, один аналітик, оцінюючи обсяг продажів за рубежом своєї компанії, використовує один прогноз валютних курсів, тоді як його колега за фахом враховує іншу оцінку тих же валютних курсів. Система прогнозування «зверху – вниз» менш вразлива, тому що в ній використовується єдиний прогноз валютних курсів.

На практиці обидва підходи поєднують. Наприклад, прогнози розвитку економіки в цілому складають методом «униз». А потім за їхніми результатами фінансові аналітики визначають прогнози для окремих компаній за методом «угору».

Сукупність індивідуальних прогнозів повинна відповідати вихідному загальноекономічному прогнозу. У протилежному випадку процес прогнозування повторюють (наприклад, застосовуючи додатковий контроль) до досягнення відповідності.

### ***Імовірнісне прогнозування***

Здійснюючи імовірнісне прогнозування (probabilistic forecasting), переважно зосереджують увагу на загальноекономічних прогнозах, оскільки стан справ на даному рівні, дуже важливий для визначення ризику й очікуваної прибутковості добре диверсифікованого портфеля. Можуть прогнозуватися кілька сценаріїв розвитку економіки з урахуванням імовірності їхнього здійснення. Потім на підставі можливих варіантів розвитку економіки складають прогнози перспектив галузей, компаній і динаміки курсів акцій. Цю процедуру, що дає уявлення про можливу реакцію різних акцій на сюрпризи економіки, іноді називають аналізом за принципом «що, якщо». Таким чином, ризику можна оцінити, вивчаючи ймовірності реалізації того чи іншого сценарію.

### *Економетричні моделі*

Для прогнозування на фінансовому ринку застосовують економетричну модель (econometric model), тобто модель для вивчення економічних процесів за допомогою статистичних методів. Ця статистична модель дає можливість прогнозувати значення певних змінних, які називають ендогенними (endogenous variables), тобто змінними, зумовленими внутрішніми причинами. Для їхнього прогнозу як вихідні дані використовують значення екзогенних змінних (exogenous variables), тобто змінних, викликаних зовнішніми причинами.

Припущення щодо значення екзогенних змінних визначає безпосередньо користувач моделі. Наприклад, в економетричній моделі обсяг продажу автомашин у наступному році може бути прив'язаний до рівня валового внутрішнього продукту та відсоткових ставок. Щоб скласти прогноз щодо обсягу продажів автомобілів у наступному році (це ендогенна змінна), необхідно мати дані про величину валового внутрішнього продукту та відсоткові ставки в минулому році, (екзогенні змінні).

Залежно від прогнозованого об'єкта економетрична модель може подаватися у вигляді або ж дуже складної математичної системи, або простої формули, підрахунки за якою можна легко виконати за допомогою калькулятора. Але в будь-якому разі модель вимагає знань з економіки та статистики. Спочатку – для визначення відповідних взаємозв'язків – застосовують знання з економіки, а потім – для оцінки кількісної природи взаємозв'язків – отримані за минулий період дані обробляють за допомогою статистичних методів.

Деякі інвестиційні організації використовують широкомасштабні економетричні моделі, щоб на підставі прогнозів даних про федеральний бюджет, очікувані споживчі витрати і планові інвестиції в ділову сферу. Скласти прогнози щодо майбутнього рівня валового внутрішнього продукту, інфляції, безробіття. Деякі фірми і некомерційні організації спеціалізуються на складанні таких моделей, пропонуючи інвестиційним інститутам, фінансистам корпорацій, громадським агенціям та іншим користувачам або ж прогнози, або ж комп'ютерні програми.

Розробники таких широкомасштабних моделей зазвичай пропонують декілька «стандартних» прогнозів, заснованих на певному наборі екзогенних змінних. У деяких моделях передбачають імовірність, з якою може здійснюватися той чи інший прогноз. В інших випадках користувач може додати розроблені ним припу-



щення та проаналізувати отримані в результаті цих припущень прогнози.

Широкомасштабні економетричні моделі такого типу містять велику кількість рівнянь, що описують велику кількість важливих взаємозв'язків. Незважаючи на те, що оцінки таких взаємозв'язків ґрунтуються на даних за минулий період, ці оцінки можуть дозволити (чи не дозволити) моделі ефективно працювати в майбутньому. Якщо прогноз не справдився, то припускають, що покладений в основу відповідної моделі економічний взаємозв'язок зазнав структурних змін. Однак подібна невдача може бути й наслідком впливу неврахованих у моделі факторів. І перша, і друга ситуації вимагають зміни або значень оцінок, або ж самої концепції економетричної моделі, чи ж того й іншого одночасно. Рідко можна зустріти користувача, який би не «ремонтвав» (чи цілком не «перебудовував») таку модель час від часу в міру накопичення досвіду.

### ***Аналіз фінансового звіту***

Для деякого з нас типовий фінансовий аналітик уявляється людиною зі статуєю карлика, озброєною дисплеєм, зануреного у фінансові звіти щонайменше десь у віддаленій комірчині. Якщо зовнішній вигляд спеціаліста навряд чи виявиться таким насправді, то щодо характеру його занять, то все вірно, адже аналітику доводиться ретельно вивчити численні фінансові звіти, щоб скласти прогноз на майбутнє.

Фінансові звіти компанії можна розглядати як результат функціонування певної її моделі, створеної керуючими компанії, її бухгалтерами і, опосередковано, податковими органами. Різні компанії використовують різні моделі, і тому вони розглядають ті самі події за різними підходами. Почасти пояснюється це явище тим, що загальноприйняті принципи бухгалтерського обліку (GAAP), установлені Радою з питань стандартів фінансового обліку (Financial Accounting Standards Board, FASB), допускають деяку свободу щодо питань обліку. Це стосується, наприклад, методу амортизації активів (рівномірний чи прискорений) та методу обліку товарно-матеріальних запасів (FIFO чи LIFO).

Щоб мати уявлення про справжній стан справ у компанії і порівняти його із ситуацією в інших компаніях, використовують інші методи обліку. На глибоке переконання фінансового світу, аналітик повинен бути справжнім фінансовим детективом, який відшукує факти у виносках та супровідних записках до фінансових

звітів. Тих, хто приймає на віру підсумкові звітні дані, зокрема такі як розмір доходів на одну акцію, може здивувати наступний розвиток компанії, на відміну від тих аналітиків, які добре знаються на «куховарні» бухгалтерського обліку.

Кінцева мета фундаментального аналізу полягає в тому, щоб визначити поточну величину фінансових вимог щодо доходу фірми (зокрема, вимоги власників облігацій і акцій фірми). Для цього, насамперед, необхідно спрогнозувати дохід фірми, а потім можливий розподіл цього доходу серед її кредиторів з урахуванням відповідних ймовірностей.

Найчастіше застосовують більш прості методи. Багато хто з аналітиків звертає основну увагу на цифри, зазначені у звітах фірми, навіть якщо останні неадекватно відображають реальні економічні процеси. Нерідко для оцінки складних взаємозв'язків нерідко використовують прості показники. Наприклад, деякі аналітики визначають ймовірність повного і своєчасного погашення короткострокової заборгованості на підставі співвідношення між величиною ліквідних активів та сумою короткострокового боргу. Аналогічно ймовірність своєчасної виплати відсотків власникам облігацій часто оцінюється відношенням доходів до виплати відсотків, податків та періодично виплачуваних відсотків. Нерідко для оцінки звичайних акцій використовують співвідношення між величиною доходів після виплати податків та балансовою вартістю акцій компанії, що є в обігу.

### ***Аналіз на основі фінансових коефіцієнтів***

Коефіцієнти, подібні до розглянутих, широко використовуються для складання прогнозів. Для розрахунку одних коефіцієнтів достатньо обмежитися даними тільки одного звіту (або балансу, або звіту про прибутки й збитки), для розрахунку інших потрібні дані двох різних звітів. Для одержання коефіцієнтів, що утворюють третю групу, необхідно мати дані двох або більше звітів того самого виду, але за різні роки (наприклад, баланс поточного і минулого року) чи укрупнені дані за ринковими показниками.

Коефіцієнти можна використовувати по-різному. Деякі аналітики як базу для порівняння беруть абсолютні стандарти. Відмінність коефіцієнтів від стандартів свідчить про потенційну слабкість і потребує подальшого аналізу. Інші аналітики порівнюють коефіцієнти компанії з коефіцієнтами «середньої» фірми тієї ж галузі, щоб виявити відмінності, які можуть стати предметом подальшого розгляду. Дехто аналізує динаміку коефіцієнтів компа-

нії в часі, вважаючи, що це допоможе їм спрогнозувати майбутні зміни. Ряд аналітиків для прийняття інвестиційних рішень застосовують коефіцієнти у поєднанні з технічним аналізом.

Інший спосіб використання коефіцієнтів для аналізу зображено на рис. 5.1, де кожен коефіцієнт у лівій частині рисунку дорівнює добутку двох коефіцієнтів у його правій частині за винятком коефіцієнта товарообігу (обсяг продажів/сума активів) – його обернене відношення (сума активів/обсяг продажів) дорівнює сумі обернених чотирьох коефіцієнтів у правій частині. Оскільки коефіцієнти взаємозв'язані, то визначивши значення індексів, можна скласти прогноз стосовно вартості акцій фірми. Однак за такого підходу не вдається точно визначити можливі значення коефіцієнтів.

Аналіз за допомогою коефіцієнтів може виявитися як досить складним, так і напрочуд простим. Звичайна екстраполяція поточного значення коефіцієнта (чи тенденції його зміни) може дати не зовсім точну оцінку його значення на перспективу. (Наприклад, для фірми немає необхідності підтримувати постійним співвідношення обсягів запасів і обсягу продажів.) Крім того, звичайна екстраполяція для оцінки показника може призвести до помилок у фінансовій звітності. Наприклад, якщо складені на основі прогнозів коефіцієнтів прогнози окремих статей балансу взяти в сукупності, то в кінцевому підсумку баланс не зійдеться.

### ***Електронні таблиці***

Щоб проаналізувати фінансову звітність, необхідно побудувати модель, яка б враховувала залежності між показниками звітів і зовнішніми факторами. Традиційний аналіз за допомогою коефіцієнтів передбачає це, хоча лише побіжно. Значно кращі результати досягаються з використанням комп'ютерних електронних таблиць.

Таблиця являє собою інформацію, подану у вигляді стовпчиків і рядів. Кожна клітинка в таблиці має відповідний номер або назву. Деякі дані (наприклад, обсяг продажів) вводяться безпосередньо в таблицю, тоді як інші (наприклад, доходи до виплати відсотків і податків) розраховуються на основі даних, наведених в інших клітинках таблиці.

Електронна таблиця, відтворена на екрані комп'ютера, нагадує традиційну таблицю. Однак є й відмінності. Дуже важливо, що в клітинках електронної таблиці можуть зазначатися формули. Наприклад, у клітинці «Доходи до виплати відсотків і податків»

(ЕВІТ) може міститися як формула для визначення величини значення, так і саме значення, отримане згідно з цією формулою. Інколи в клітинках електронної таблиці вказують тільки значення, тоді на екрані комп'ютера висвічується картинка, схожа на звичайну таблицю. Але будь-яка зміна цифри в клітинці обсягу продажів негайно викличе зміну значень ЕВІТ, оскільки ця зміна присутня у формулі для розрахунку ЕВІТ. Така властивість електронних таблиць дає можливість користувачеві швидко переглянути можливі варіанти зміни вихідних показників (таких як ціна, кількість і витрати) для складання балансу і звіту про прибутки й збитки. Дослідження подібного роду називають аналізом реагування (sensitivity analysis) або аналізом «що, якщо» (what-if analysis).

Отже, аналіз фінансової звітності на основі електронних таблиць може допомогти аналітику оцінити поточний стан компанії, визначити перспективи її розвитку та виявити фактори, що впливають на стан компанії, а також визначитися із самим характером цього впливу. Однак навіть успішний аналіз, здійснений у такий спосіб, не дає можливості легко виявити невірно оцінені папери. Але, мабуть, варто обмежитися простішим – лише визначити компанії, яким загрожує банкрутство, компанії з високими і низькими значеннями «в» – коефіцієнта, а також фірми, більш чи менш уразливі щодо впливу головних зовнішніх факторів. Реальне врахування даних за таким переліком також може забезпечити фірми непоганим прибутком.

## **5.2. Технічний аналіз. Основні поняття та інструменти**

Як уже зазначалося, є два підходи до аналізу стану фінансових ринків – фундаментальний і технічний. Для зручності сприйняття будемо викладати матеріал цього розділу у застосуванні до фондового ринку.

У випадку фундаментального підходу аналізуються усі фактори, що так чи інакше можуть вплинути на ціну акцій (чи інших цінних паперів) компанії. При цьому аналізуються як усі можливі показники роботи даної компанії, її фінансові звіти, так і стан конкретної галузі й економіки в цілому. Усе це робиться для того, щоб визначити дійсну вартість акції. Якщо вона вище ринкової, то акцію слід купувати, якщо дійсна вартість нижче ринкової, то продавати (оскільки на ринку за неї платять вище, ніж вона коштує насправді).

Технічного аналітика, на противагу фундаментальному, цікавлять тільки графіки. Для нього не мають значення ані фінансові звіти і показники компанії, ані продукція, що нею випускається, ані галузь економіки, в якій вона функціонує. До того ж візьмемо на себе сміливість сказати, що для нього взагалі не важливо, що аналізувати – графік руху цін акцій компанії, чи графік, наприклад, якого-небудь фондового індексу. Технічний аналітик вивчає тільки «картинки» минулих періодів і, використовуючи особливий інструментарій технічного аналізу, «малює картинку» майбутнього.

Прихильники технічного аналізу вважають, що фундаментальний аналіз не досить ефективний, оскільки при цьому не враховується багато факторів, що впливають на вартість акцій компанії, до того ж постійно проаналізовані фактори змінюються – з'являються нові, старі ж втрачають своє значення, таким чином, «фундаменталісти» найчастіше аналізують застарілі дані. Технічний аналітик переконаний, що будь-який із факторів (економічний, політичний, природний і т. п.), здатних якимось чином вплинути на ринкову ціну акції, уже врахований і закладений в нинішній ціні. Тому немає сенсу збирати і детально вивчати всю інформацію, що стосується компанії, яка його цікавить. Потрібно вивчити лише ціновий графік (можливо також і динаміку зміни обсягів торгівлі) акцій минулих періодів і теперішнього часу і на основі тільки цієї інформації спрогнозувати напрямок подальшого руху цін.

Слід зазначити, що в чистому вигляді технічний аналіз застосовується вкрай рідко або ж зовсім не застосовується. Ми дали такий опис лише для того, аби читач, який вперше чує про існування такого методу аналізу, міг краще уявити собі про що йдеться. Насправді немає жодного хорошого фахівця в галузі технічного аналізу, який хоча б у загальному вигляді не уявляв собі основних положень фундаментального аналізу, і навпаки – хороші фундаментальні аналітики мають хоча б початкові навички аналізу графіків. Успіх у прогнозуванні напрямку руху ринків знаходиться десь посередині, десь на розмитій межі між цими двома підходами.

Приступивши до розгляду основ технічного аналізу, ми із зрозумілих причин змушені обмежитися лише коротким висвітленням цих основ. Тим же, хто бажає докладніше ознайомитися з наукою технічного аналізу, рекомендуємо в першу чергу прочитати таку літературу (бажано у тій послідовності, в якій її наведено):

1. Мерфи Дж. Джон. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. – М.: Диаграмма, 2000. – 592 с.
2. Елдер А. Как играть и выигрывать на бирже. – 2-е изд. – М.: Диаграмма, 2001. – 340 с.
3. Нисон Стив. Японские свечи: графический анализ финансовых рынков. – М.: Диаграмма, 2000. – 328 с.
4. Швагер Дж. Технический анализ. Полный курс. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 768 с.
5. Лебо Ч., Лукас Д.В. Компьютерный анализ фьючерсных рынков. – М.: Изд. дом «Альпина», 2000. – 304 с.

### **5.2.1. Філософські засади технічного аналізу**

Означення технічного аналізу економіки і три постулати, на яких він побудований, були сформульовані трейдером і аналітиком, відомим класиком технічного аналізу – Джоном Мерфі 1986 р. в книзі «Technical Analysis of the Futures Markets».

Технічний аналіз – це дослідження динаміки ринку, найчастіше за допомогою графіків, з метою прогнозування майбутнього напрямку руху цін. Термін «динаміка ринку» містить у собі три основні джерела інформації: ціну, обсяг торгівлі і відкритий інтерес.

Технічний аналіз побудований на трьох постулатах:

Ринок враховує все. Це твердження є відправною точкою технічного аналізу. Сутність його полягає в тому, що будь-який фактор (економічний, політичний, психологічний), який хоч якимось чином може вплинути на ціну, заздалегідь врахований в її графіку.

Рух цін підлягає тенденціям. Поняття тенденції – тренда (trend) – одне з основних у технічному аналізі й означає воно напрямок руху цін. Більшість методів технічного аналізу враховують певні тенденції (trend-following), тобто їхня функція полягає в тому, щоб допомогти аналітику розпізнати таку тенденцію, якої слід дотримуватися упродовж усього періоду її існування.

Історія повторюється. Цей постулат базується на незмінності психіки людини, а звідси й на придатності методів аналізу, що застосовувалися в минулому, до подій сьогодення. Так, якщо певні графічні цінові моделі, які були виділені і класифіковані, добре «працювали» в минулому, то є всі підстави припускати, що і в сьогоденні, і в майбутньому вони також будуть «працювати», тому що ґрунтуються на людській психології, яка з роками не змінюється.

### **5.2.2. Теорія Доу**

Історія теорії технічного аналізу почалася із серії передовиць «Wall Street Journal», опублікованих наприкінці 1890-х рр. Чарльзом Доу. На той час Mr. Dow був уже добре відомий широкому колу бізнесменів як засновник індексу Доу-Джонса. Багато чого з того, що зараз називається загальним терміном «технічний аналіз», так чи інакше впливає з теорії Чарльза Доу. Сутність цієї теорії відображена в шести викладених нижче принципах.

#### **1. Індекси враховують все.**

Цей принцип аналогічний першій аксіомі технічного аналізу: індекси враховують і відображають усе, що відомо всім учасникам фондового ринку.

#### **2. Ринок має три тренди.**

У будь-який момент на ринку діють три сили: основний, вторинний і малий тренди. Основний тренд, що буває висхідним або спадним, триває зазвичай понад рік або протягом кілька років. Якщо піки і впадини на графіку послідовно зростають, то основний тренд – висхідний (його ще називають бичачий). Якщо ж вони послідовно зменшуються, то основний тренд – спадний (його називають ведмежий). Вторинний тренд – це проміжний, коригувальний рух ринку, зворотний до основної тенденції. Він зазвичай триває один-три місяці, і за цей час ринок відступає на одну чи дві третини від попереднього основного тренду. Малий тренд – це короткостроковий рух ринку, що триває від одного до трьох тижнів. Вторинні тренди в основному складаються з кількох малих. Згідно з теорією Доу, протягом короткого періоду цінами можна в тій чи іншій мірі маніпулювати (для основного і вторинного трендів це неможливо), тому малі тренди не мають істотного значення і навіть можуть ввести в оману.

#### **3. Основний тренд має три фази.**

Перша фаза, або фаза накопичення, охоплює період, коли найбільш далекоглядні та поінформовані інвестори починають купувати акції. Друга фаза настає, коли до гри долучаються ті, хто використовує методи технічного аналізу. Ціни починають швидко рости, а економічна інформація стає все більш оптимістичною. Тренд входить у свою третю – заключну – фазу, коли в дію вступає широка публіка і на ринку починається ажіотаж, що підігривається засобами масової інформації. Схема побудована на психологічних особливостях поведінки учасників ринку, які ніколи не змінюються.

#### **4. Індекси повинні підтверджувати один одного.**

Спочатку малися на увазі індустріальний і залізничний індекси Доу-Джонса. Як вважає Доу, що будь-який важливий сигнал щодо підвищення чи зниження курсів на ринку має відобразитися в значеннях обох індексів. Іншими словами, про початок висхідної тенденції, на думку Доу, можна говорити тільки в тому разі, якщо значення обох індексів перекирили свої попередні проміжні піки. Якщо таке відбувається тільки з одним із індексів, то це означає, що говорити про тенденцію щодо підвищення курсу на ринку ще зарано. Тепер вважають, що можна узагальнити висновок Доу і для інших ринків. Чим більше подібних сигналів надходить від трендів порівнянних інструментів, тим більше їм слід довіряти.

#### **5. Обсяг підтверджує тренд.**

Теорія Доу орієнтована на аналіз динаміки цін, а дані щодо обсягу торгів використовуються тільки для оцінки сумнівних ситуацій. Обсяг повинен підвищуватися в напрямку основного тренду і знижуватися в напрямку коригуючого.

#### **6. Тренд діє до тих пір, поки не подасть явних сигналів про те, що він змінився.**

Це положення означає, що тренд, який з'явився, прагнутиме продовжити свій рух у тому ж напрямку. Про розгортання висхідного тренду можна говорити тільки тоді, коли хоча б один пік або одна западина на його графіку виявляться нижчими від попередніх (обернене справедливе для розгортання спадного тренду). Якщо на розгортання основного тренду вказують також і індикатори декількох порівнянних інструментів, ймовірність зародження нового тренду є особливо великою.

### **5.2.3. Класифікація методів технічного аналізу**

У класичному технічному аналізі застосовують три види методів:

- графічні методи;
- методи з використанням фільтрації і математичної індукції;
- теорію циклів.

#### ***Графічні методи***

До графічних належать методи, у яких для прогнозування використовуються зображення динаміки ринку. Складання і читання графіків здійснюється з метою:



- прогнозування ціни. Технічний аналітик може прогнозувати зміну ціни за допомогою або лише технічного аналізу, або у поєднанні із фундаментальним аналізом.
- визначення кращого моменту проведення операції на ринку. Технічний аналіз більше підходить для визначення моменту купівлі чи продажу цінних паперів, ніж фундаментальний аналіз. Незвичайні зміни ціни можуть іноді вказувати на існування фактора, що залишився поза увагою фундаментального аналітика.

### ***Методи з використанням фільтрації і математичної апроксимації***

Ці методи отримали інтенсивний розвиток в 1980-х рр. з появою комп'ютерної техніки, оскільки потребують громіздких обчислень, які виконати вручну просто неможливо. Найпопулярніша група цих методів, яка відома під назвою «методи фільтрації», поділяється на дві основні підгрупи – ковзні середні (КС) та осцилятори. Наявність у назві терміна «фільтрація» свідчить про те, що метою цих методів є відділення трендових рухів від нетрендових.

### ***Теорія циклів.***

Теорія циклів більш розвинена на теоретичному рівні, ніж на практичному. Об'єктом її дослідження є циклічні коливання не тільки цін, але й природних явищ у цілому.

Ідея періодичності економічних даних була висунута в 1870-х рр. англійцем В. Стенлі Джейвонсом та Семюелем Бенером, фермером зі штату Огайо (США). Порівнявши економічні дані своїх країн з історичними даними про сонячні плями, вони відкрили між ними залежність.

Мабуть, найцікавішою серед, присвячених проблемам циклів є книга «Цикли: таємничі сили, що спричиняють події» (Cycles: The Mysterious Forces That Trigger Events, E. Dewey and O. Mandino). Автори цієї праці зуміли виявити тисячі, на перший погляд, випадкових циклів, які охоплюють майже століття. Вони простежили різні події від 1415 р. до 1930 р., наприклад, такі як надлишок атлантичних лососевих, що відбувається один раз за 9,6 року, військові бої, що мають цикл тривалістю 22,2 року. Середній цикл появи сонячних плям починаючи з 1527 р., за їхніми підрахунками, становить 11,11 року. Ними були встановлені також деякі економічні цикли, наприклад, у торгівлі нерухомістю – 18,33 року, на ринку цінних паперів – 9,2 року та деякі інші.

У 20-х роках минулого сторіччя російський учений Микола Кондратьєв висунув концепцію 54-річного циклу світової економіки, яка в даний час завершує другу половину такого циклу (спад). Кінець її приблизно припадає на 2005 рік.

У теорію циклів вписуються майже всі методи технічного аналізу. Наприклад, хвильова теорія Еліота – метод, в основному, графічний, але йому властиві й ознаки циклічності. Р.Н. Еліот був упевнений в можливості виявлення регулярно повторюваних «фігур» руху фондових цін. Він вважав, що в рамках загальної тенденції, ціни здійснюють п'ять послідовних хвилеподібних рухів, які збігаються з напрямком тенденції, і три послідовні хвилеподібні «коригувальні» рухи проти тенденції. У хвилеподібних рухах можна виокремити досить короткотривалі «субхвилі», а також знайти «довгі хвилі», періодичність яких сягає 100 і більше років.

Підрахунок хвиль Еліота ґрунтується на числовій послідовності Фібоначчі (її вивів італійський математик Леонардо Фібоначчі). У цьому ряді, що починається числами 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55 і т. д., кожний наступний член дорівнює сумі двох попередніх. Чим більші порядкові номери чисел ряду, тим ближче значення відношення будь-якого числа ряду до наступного підходить до числа 0,6182, названого «золотою серединою».

Однак, як і в багатьох інших випадках, у технічному аналізі один прихильник хвильової теорії може знайти повторювані «фігури» руху цін, яких інший прихильник теорії не бачить. У тому, що одні вважають за хвилі, інші можуть побачити зовсім інше. Але незважаючи на явні недоліки, теорію хвиль Еліота не слід відкидати. Багато видатних аналітиків успішно використовують її сьогодні в тій чи іншій формі.

#### **5.2.4 Основні види графіків**

Графік – це основа технічного аналізу. Є чотири основних види графіків ціни:

- лінійні (line charts);
- гістограми, або стовпчикові графіки (Bar Charts);
- японські свічі (Candlesticks);
- хрестики-нулики, або пункто-цифрові (point and figures).

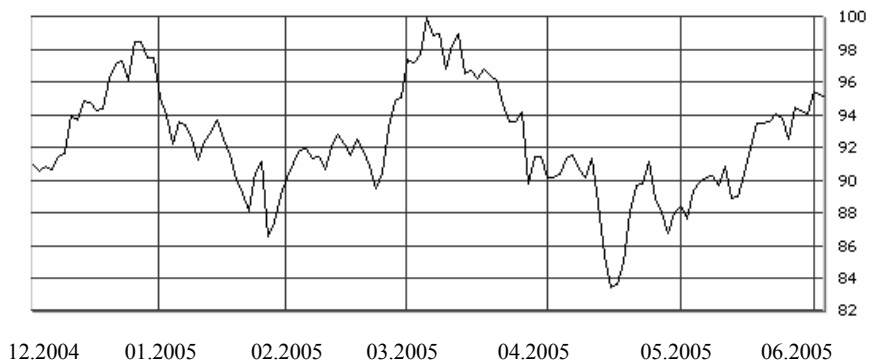
Перші два типи графіків становлять основу класичного технічного аналізу, а два останніх були поштовхом до створення особливих галузей прогнозування.

Очевидно, що сучасному інвестору немає потреби вручну будувати (креслити) графіки – за нього це робить комп'ютер. Відо-

ма велика кількість прикладних програм технічного аналізу (Windows On Wall Street, Metastock і ін.), що мають високу вартість. Але в більшості випадків є достатньо можливостей, щоб скористатися безплатними (або за помірну платню) сайтами консалтингових агентств в мережі Інтернет.

### *Лінійні графіки*

На лінійних графіках по осі абсцис відкладається одиничний відрізок часу (хвилини, години, дні, місяці і т.д.), а вісь ординат зазвичай арифметична, іноді логарифмічна (відсоткова). Для побудови графіка використовуються дані про ціни одного й того ж самого параметра (наприклад: ціни на момент відкриття торгового дня – далі: ціни відкриття; ціни на момент закриття торгового дня – далі: ціни закриття; середня ціна за певний період і т. ін.). Отримані в такий спосіб точки з'єднують між собою прямими лініями. Переважно лінійними графіками користуються в тому випадку, коли недостатньо інформації для побудови інших графіків (наприклад, гістограм). Можливості для побудови лінійних чартів величезні: це і графіки, що відображають ціни на момент відкриття й закриття торгового дня, найвищі і найнижчі ціни за день, але ще раз підкреслимо, що для прогнозів ці графіки використовуються у крайньому разі, тобто коли неможлива побудова інших видів чартів. На лінійному графіку, наведеному на рис. 5.2., відображено щоденну зміну ціни на акції корпорації Caterpillar Inc. на момент закриття торгового дня протягом шести місяців.



*Рис. 5.2.* Лінійний поденний графік зміни цін закриття акцій корпорації Caterpillar Inc. (CAT)

## Гістограми

На гістограмі по осі абсцис відкладається час, по осі ординат – ціна акції. Конкретний часовий інтервал (день, тиждень тощо) характеризується вертикальною лінією, верхня й нижня частина якої відповідають найвищому і найнижчому значенню ціни для даного відрізка часу (рис. 5.3, б). В якомусь місці цієї вертикальної лінії підкреслюють невелику горизонтальну риску, яка показує ціну закриття для даного часового інтервалу. Іноді на графіку позначають ще одну горизонтальну лінію, яка показує ціну відкриття для цього відрізка часу. Саме тип графіка, зображений на рис. 5.3.б, найбільш розповсюджений як серед технічних аналітиків, так і серед усіх інших користувачів, у зв'язку з тим, що він відображає майже всі події певного терміну. Його ще називають «High-Low-Open-Close Chart» (HLOC) або просто «High-Low-Close» (HLC) (у випадку зневажання ціною відкриття).

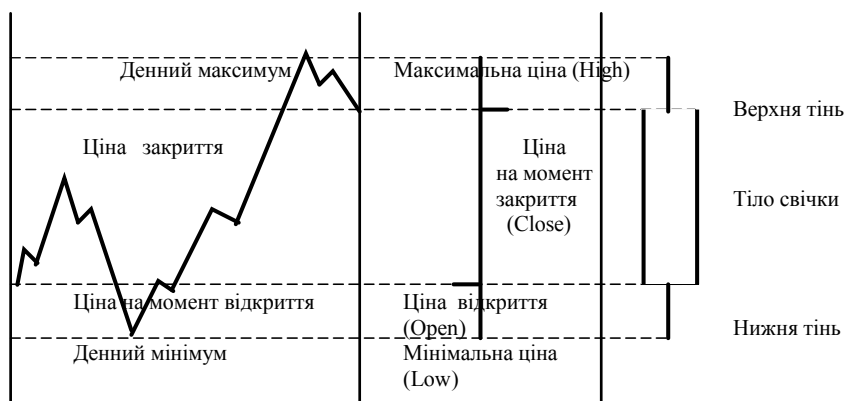
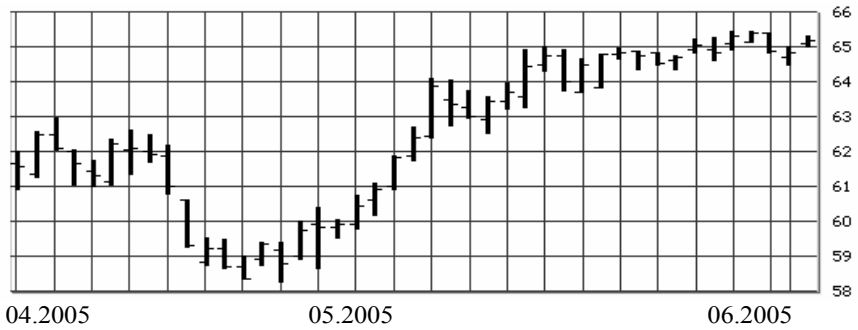


Рис. 5.3. Схема побудови:

- а – елемента гістограми одного періоду (день, година або інше);
- б – японської свічки

Приклад гістограми побудованої за даними про зміну ціни на акції корпорації Lockheed Martin Corporation за два місяці з денним інтервалом показано на рис. 5.4.

Зручні за своєю репрезентативністю гістограми дають змогу відносно легко здійснювати прогнози за допомогою класичних трендових і розворотних фігур, ковзних середніх тощо.



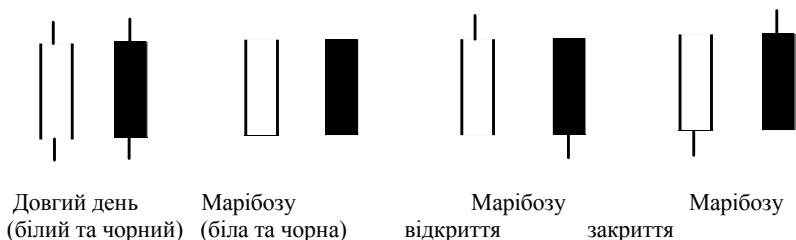
### Японські свічки

Прогнозування за допомогою графіка японських свічок – один із найпопулярніших методів технічного аналізу – почали застосовувати в 1980 – 1990-х рр. Це найбільш наочний і природний метод. Найчастіше свічки будуються на денних графіках. Це пов'язано з тим, що спочатку цей метод створювався і використовувався саме для торгового дня. Усе психологічне підґрунтя даного методу технічного аналізу полягає в обліку співвідношення цін в момент відкриття й закриття одного й того ж торгового дня, а також цін закриття попереднього дня й відкриття наступного.

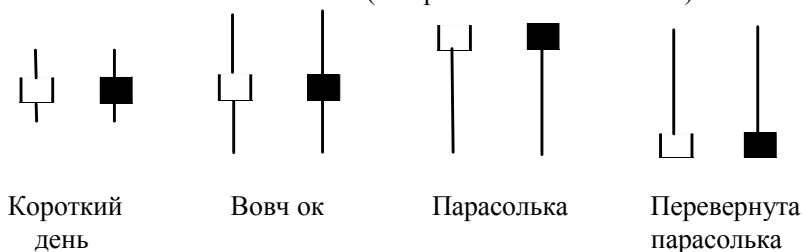
Для побудови свічки необхідні ті ж самі дані, що й для елемента гістограми. Свічка (рис. 5.3, б) відрізняється від гістограми за формою. У проміжку між цінами відкриття й закриття малюється прямокутник, який називають тілом свічки. Вертикальні палички зверху і знизу тіла, які називаються тінями, відображають відповідно максимальну й мінімальну ціни в цьому інтервалі часу. Тіло свічки зафарбовується залежно від взаємного розташування цін відкриття й закриття. У світовій практиці прийнята така методика зафарбування: для торгового дня, що закотився на більш високому рівні, ніж відкривався, використовується білий колір (тобто свічка порожня), якщо ж торговий день завершився нижче ніж відкривався, то тіло свічки зафарбовується чорним або червоним кольором.

Упродовж торгового дня свічка пульсує – тіло змінює довжину і колір, а тіні – з'являються і пропадають. З цього можна зробити висновок про перевагу спадних чи висхідних тенденцій на ринку. В аналізі на основі свічок ключову (але не виняткову) роль відіграє тіло свічки, а не її тіні та колір. За розміром тіла розрізняють повноцінні свічки, малі свічки і доджі (хрести). У доджах ціни на момент відкриття й закриття торгового дня однакові або дуже близькі (рис. 5.5). Приклад графіка із застосуванням «японських свічок» для денних інтервалів показаний на рис. 5.6.

## Повноцінні свічки



## Малі свічки (колір тіла не має значення)



## Доджі (тіло свічки відсутнє або майже відсутнє)



Рис. 5.5 Різновиди японських свічок

Наочні сигнали про зміну ситуації на ринку – найефективніша властивість аналізу за допомогою свічок.

У випадку прогнозування із застосуванням японських свічок розглядають фігуру, утворену із трьох-чотирьох свічок. При цьому враховують характер тіла свічки. Особлива роль у цьому належить доджам. Їхня поява на графіку уже сама по собі сигналізує про сформовану на ринку «нерішучість» та на відносну зрівноваженість «ведмедів» і «биків». Майже завжди доджі зустрічаються у складі фігури, що сигналізує про розворот ринкового тренду. Набагато рідше вони з'являються за умови переконливих бичачих чи ведмежих настроїв на ринку. У більшості випадків для вірної

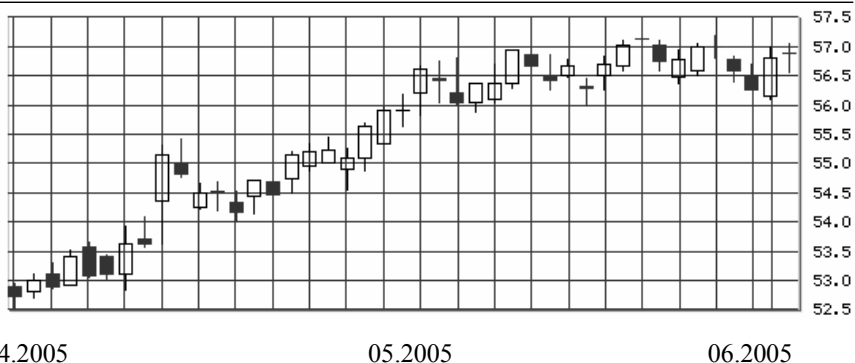


Рис. 5.6. Поденний графік побудований з даними про зміну цін на акції корпорації PepsiCo, Inc. (PEP) з використанням японських свічок інтерпретації необхідно після появи сигналу японських свічок дочекатися його підтвердження упродовж кількох наступних днів. Зауважимо, що серед комбінацій японських свічок є й такі, які цього не потребують (рис. 5.7)

### ***Хрестики-нулики.***

Для побудови даного виду графіків використовуються ті ж самі дані, що й для побудови лінійного графіка (тобто ціни відкриття й закриття). У графіках «хрестики-нулики» відсутня шкала абсцис, і це відрізняє «хрестики-нулики» від всіх інших типів графіків.

Принцип побудови надзвичайно простий: хрестиком помічають зростання ціни, а нуликом – її падіння з урахуванням попередньо обумовленого масштабу (наприклад, 5 базисних пунктів). З погляду реального часу графік ненаочний, тому що фіксує тільки ціновий рух. Приклад такого графіка для акцій корпорації America Online (AOL) наведений на рис. 5.8.

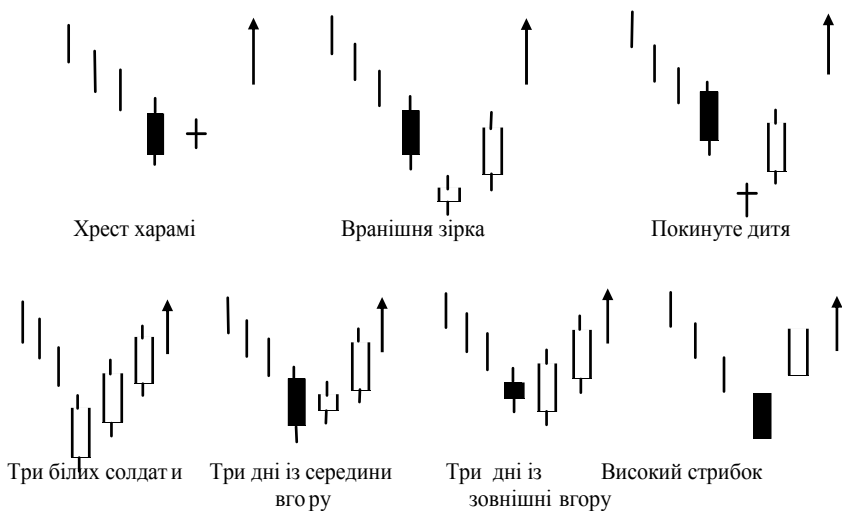
Для аналізу графіків «хрестики-нулики» застосовуються специфічні методи технічного аналізу, але в даний час графіки цього типу в аналізах ринкової ситуації використовуються дуже рідко.

## **5.2.5 Графічні моделі**

### **Тенденція і її характеристики**

Поняття тенденції, або тренду, є ключовим у технічному аналізові ринку. Як уже зазначалося, визначити тенденцію означає з'ясувати напрямок, в якому рухається ринок. Але в реальному житті жоден ринок не рухається в якому-небудь напрямку строго по прямій. Динаміка ринку являє собою серію зигзагів, підійо-

**Бичачі комбінації японських свічок**



**Ведмежі розвороти моделі**

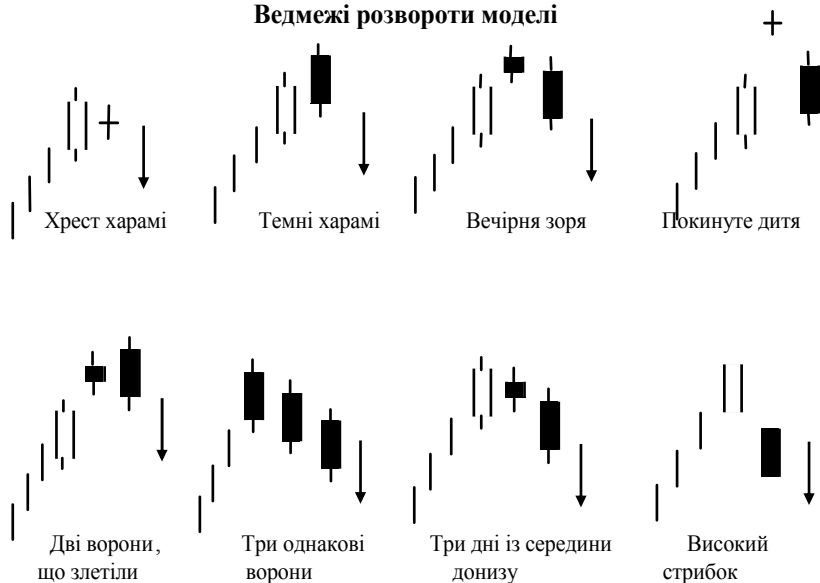


Рис. 5.7. Фігури зміни ринкового тренду, які не потребують подальшого підтвердження



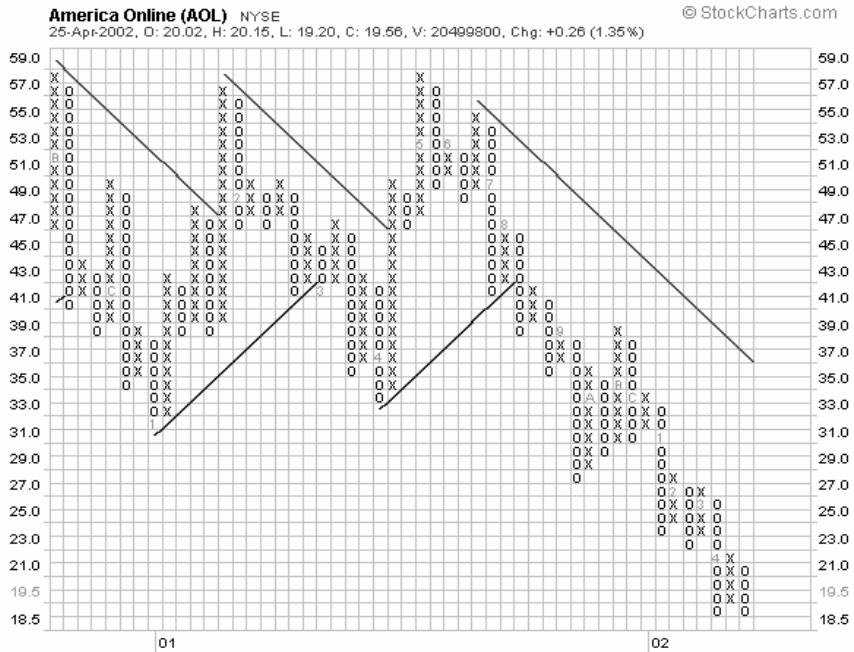


Рис. 5.8. Графік «хрестики-нулики» для цін корпорації America Online (AOL)

нів і спадів. Саме загальна спрямованість цих підйомів і падінь відображає тенденцію ринку. Інструментарій технічного аналітика: рівні підтримки й опори, цінові моделі, ковзні середні і т. ін. – призначений для розв’язання головної задачі: визначити і виміряти силу тенденції, щоб надалі здійснювати торгові угоди в її руслі.

Розрізняють три типи тенденцій (рис 5.9):

а) висхідна (бичача) – рух цін угору: кожен наступний пік і спад вище попереднього (рис 5.9,а);

б) спадна (ведмежа) – рух цін униз: кожен наступний пік і спад нижче попереднього (рис 5.9,б);

в) горизонтальна (бічний тренд, нетрендовий ринок, торговий діапазон) – ціни рухаються у певному ціновому коридорі, тобто піки і спади знаходяться приблизно на одному рівні (рис 5.9)

За часом дії тенденції діляться на довгострокові (первинні), що тривають більше року, та середньострокові (вторинні), що охоплюють від одного до кількох місяців і діють як стримувачі

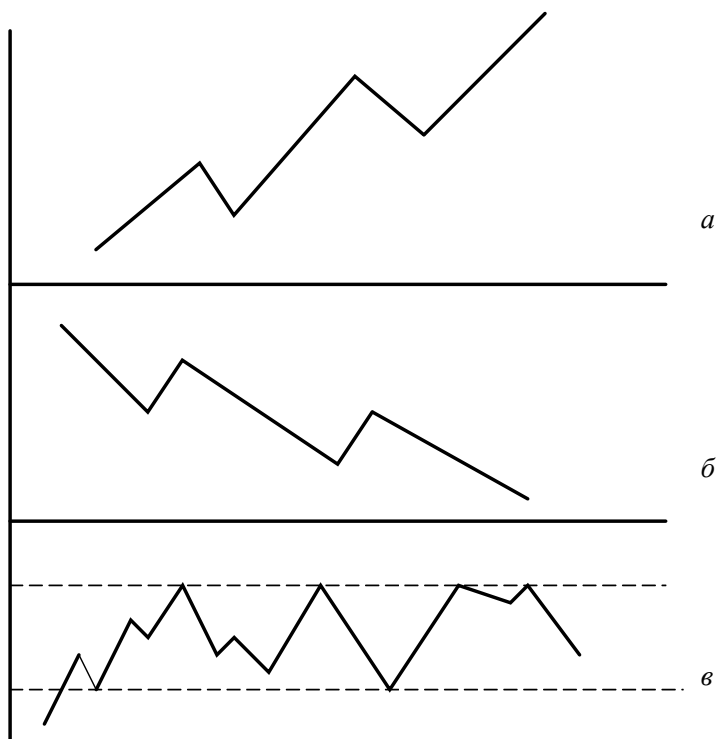


Рис. 5.9. Типи ринкових тенденцій: а – висхідна; б – спадна; в – горизонтальна

для первинних трендів, коригуючи їхню налаштованість у протилежний бік. Виокремлюють також короткострокові (другорядні) тенденції, що тривають від кількох днів до кількох тижнів.

Установивши стійкість тренду, аналітики рекомендують інвесторам дотримуватися правила: купувати акції у випадку висхідного (бичачого) тренду і продавати їх, коли настав час спадного (ведмежого) тренду.

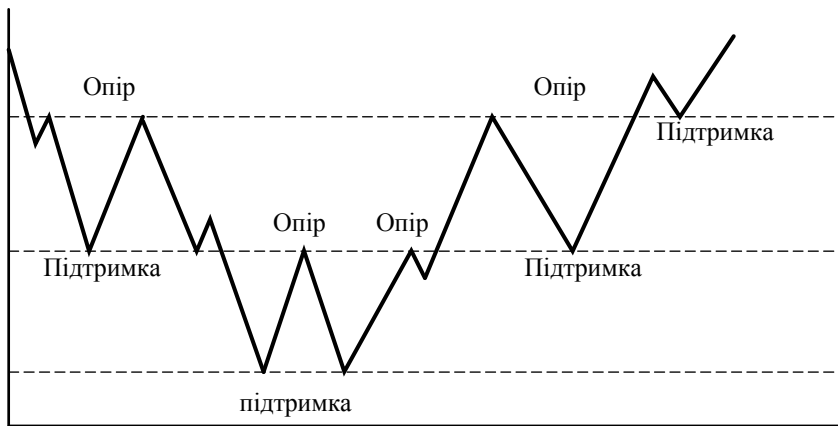
Зміна ціни акції після попереднього її стійкого зниження / підвищення у зв'язку зі зміною тенденції на протилежну називається корекцією.

### **Опір і підтримка**

Ціни на фондові інструменти складаються під впливом попиту та пропозиції, які, у свою чергу, залежать від ринкової поведінки різних груп інвесторів. Якщо, наприклад, ціни на акції деякої

компанії почали знижуватися, то число учасників ринку, які побажають їх позбутися, зростає. Таким чином, тенденція до зниження цін на ринку, тобто ринок «ведмедя», формується під впливом думки учасників ринку, що ціни на акції будуть спадати, а отже, за логікою – інвестори будуть продавати акції. Однак після досягнення цінами певного рівня починає зростати число осіб, які скуповують акції, що знецінюються, у сподіванні на підвищення їхнього курсу в майбутньому. Згодом ця тенденція стає превалуючою, і вартість акцій знову починає зростати. Таким чином, тенденція до підвищення, тобто ринок «бика», формується під впливом міркувань учасників ринку про можливе зростання ціни на акції. Унаслідок цього особи, які грають на підвищення («бики»), будуть скуповувати акції. Однак у міру підйому ринку даних акцій поступово збільшується група тих учасників ринку, які вважають, що їхня ціна досягла свого максимуму, і вони починають продавати належні їм цінні папери.

Ціна акції, з якої почалося підвищення, називається рівнем підтримки (рис. 5.10).



*Рис. 5.10.* Формування рівнів опору та підтримки та переміна їхніх ролей у процесі руху ринкових цін

Вважається, що якщо ціна знижується майже до рівня підтримки, то подальшого зниження не станеться (через наявність достатнього попиту). Поняття, протилежне рівню підтримки, має назву – рівень опору. Рівень опору – це ціна, з якої почалося зниження. Передбачається, що якщо ціна акцій наблизилася до цього

рівня, то подальшого підвищення цін не відбудеться (через наявність достатньої пропозиції).

Підтримка й опір часто міняються ролями. Після значного прориву рівень підтримки стає рівнем опору (рис. 5.10). Є різні міркування з приводу того, що саме слід вважати значним з погляду прориву: деякі аналітики вважають, що це показник 10 %, у той час як інші називають показник від 3% до 5%. Практика побудови рівнів підтримки й опору, незважаючи на свою простоту, дуже часто виявляється досить надійним інструментом для прогнозування руху цін на фондовому ринку.

**Лінія тенденції.** В арсеналі технічного аналізу є ще й інші корисні інструменти. До них належать лінія тенденції, або лінії тренду, та лінія каналу. Це одні з найпростіших інструментів, але незважаючи на свою простоту й давнє походження, вони дотепер досить високо цінуються технічними аналітиками.

**Лінію тренду** проводять через дві опорні точки (рис.5.11), але заради надійності бажано мати ще й третю точку. Для бичачого тренду ця лінія буде розміщена нижче від цінового графіка, як лінія його підтримки. Вона показує, до якого рівня може впасти ціна без зміни свого основного напрямку. Для ведмежого ринку лінія тренду креслиться зверху і являє собою опір. Хороше підтвердження зміни тренду можна одержати у випадку, якщо лінія опору перетворюється на лінію підтримки і навпаки.

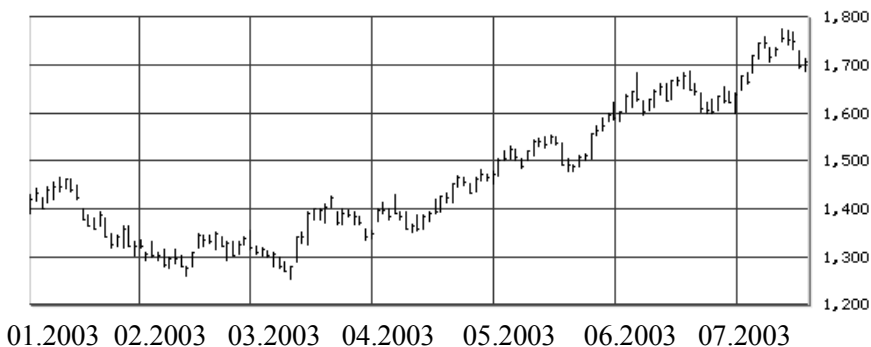


Рис. 5.11. Лінія висхідного тренду ( - ) та лінія каналу (—) на прикладі індексу NASDAQ в період з 6 січня по 21 липня 2003 р.

**Лінію каналу** можна побудувати в тому разі, якщо рухи тренду, тобто його підйоми й спади, рівномірні. У такому випадку візуально він ніби рухається між двома паралельними

прямими. Лінія каналу будується паралельно до лінії тренду і вище від графіка ціни, якщо тренд бичачий (рис. 5.11), і нижче – якщо він ведмежий. Таким чином, лінія каналу означатиме опір для бичачого і підтримку для ведмежого тренду. Як лінія тренду, так і лінія каналу підпорядковуються загальним правилам опору й підтримки, тому з їх допомогою можна визначати межі дії тренду.

**Цінові моделі.** Зміни в динаміці тенденції на ринку не відбуваються миттєво. Великим змінам, як правило, передує перехідний період. Аналізуючи такі перехідні періоди, дуже корисно віднайти на ціновому графіку яку-небудь відому цінову модель, тобто фігури чи конфігурації, які час від часу з'являються на графіках цін акцій, товарних активів, індексів тощо.

Усі цінові моделі діляться на дві великі групи: моделі перелому і моделі продовження тенденції. Перші вказують на те, що в динаміці нинішньої тенденції відбувається важливий перелом. Моделі ж продовження тенденції свідчать про те, що на ринку настала пауза. Можливо, тенденція розвивалася занадто стрімко і тимчасово вступила в стан перекупування чи перепродажу. У цьому випадку після проміжної корекції вона продовжить свій рух у колишньому напрямку. Головне завдання аналітика полягає в умінні відрізнити один тип моделі від іншого і зробити це він має якомога раніше – ще в процесі формування моделі.

До найвідоміших графічних моделей зламу висхідної тенденції, тобто до поворотних фігур, належать такі:

Голова та плечі

Подвійна вершина

Потрійна вершина

Блюдце, або закруглена модель вершини

V-подібна модель вершини, або шип.

Прикметними елементами фігури «голова та плечі» (рис. 5.12) є три добре помітні вершини – голова і два плеча, що розташовані приблизно на одному рівні. Лінія шиї проводиться через дві точки, утворені мінімумами між головою та обома плечима. Ця лінія може бути як горизонтальною, так і похилою. Модель вважається сформованою після того, як ціна закриття фіксується нижче лінії шиї. Мінімальна величина наступного спаду ціни дорівнює вертикальній відстані від голови до лінії шиї, відкладений униз від точки прориву лінії шиї (відмічено позначкою «X» на рис. 5.12).

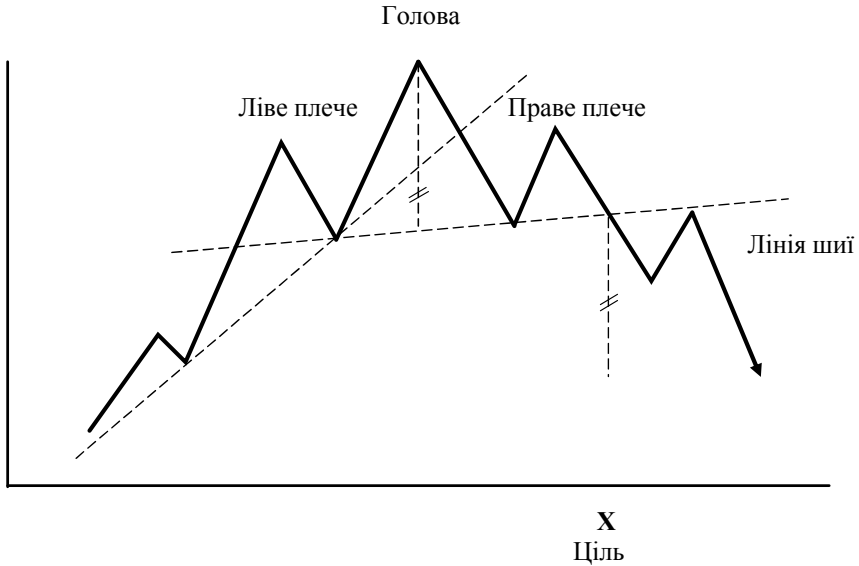


Рис. 5.12. Модель зламу висхідної тенденції, яку називають «голова та плечі»

**Розгорнуті моделі спадних тенденцій** аналогічні до щойно описаних і називаються вони відповідно: Перевернуті голова та плечі, Подвійна основа, Потрійна основа, Закруглена модель основи і V-подібна модель основи.

Найбільш відомі такі фігури продовження тенденції:

Трикутники (симетричний, висхідний і спадний)

Прапор і вимпел

Клин

Прямокутник.

Докладний опис цих та інших цінових моделей наведено у книзі Д. Мерфі „Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика.»(М.: Диаграмма, 2000. – 592 с.)

Насамкінець зауважимо, що цінові моделі дуже рідко вимальовуються на графіках виразно і для їхнього виявлення та інтерпретації аналітику потрібен неабиякий хист і досвід.

### 5.2.6. Індикатори

Уявімо собі, що співробітник офісу примітив, що коли у шефа поганий настрій, він просить секретарку приготувати йому міцну каву з коньяком, тоді як за гарного чи нейтрального настрою його звичним напоєм є чай або кава з вершками. Будучи спостережли-

вим, цей співробітник перш ніж іти до свого шефа з якимось проханням, спочатку дізнається, якого напою сьогодні попросив шеф, і якщо це виявиться кава з коньяком, то він не наважиться в такий час звертатися зі своїм проханням до шефа, радше він зачекає, поки той не попросить чаю або кави з вершками.

У даному прикладі міцна кава з коньяком – індикатор поганого настрою шефа, а чай та кава з вершками – гарного або нейтрального. На фондовому ринку ситуація приблизно така ж. Якщо, наприклад, ціновий графік якої-небудь акції опустився нижче своєї 200-денної простої ковзної середньої (докладно про неї йтиметься далі) і при цьому всі інші індикатори (такі як повільний стохастик, RSI і т. ін.) показали черговий мінімум і не утворили розбіжностей – це вірна ознака того, що краще деякий час з покупкою цієї акції зачекати. Так само, як у прикладі «про шефа», співробітникам не так важливо, що саме стало причиною поганого настрою шефа, головне те, що зараз до нього краще не заходити. Так само варто діяти і на фондовому ринку. Вам зовсім не важливо, що конкретно мало наслідком падіння ціни акції, головне – це те, що в даний момент цю акцію краще не купувати.

У технічному аналізі індикатори є найважливішими інструментами візуального аналізу, точно визначаючи настання моменту купівлі чи продажу. Індикатор – це результат математичних розрахунків на основі показників ціни і/або обсягу. У даний час їх така величезна кількість, що навіть на їхній перелік не вистачить окремого розділу. За змістом більшість з них тільки дублюють один одного, сигналізуючи про одні й ті ж самі майбутні події на ринку. Це сталося через те, що дехто з аналітиків прагне залишити про себе пам'ять у вигляді хоча б одного індикатора. Але нині запропонувати щось дійсно нове дуже важко.

Індикатори прийнято розділяти на три групи:

- такі, що йдуть за трендом,
- осцилятори,
- різні.

Індикатори, що йдуть за трендом, досить показові на рухливих ринках та оманливі й небезпечні на нетрендових (бічний тренд). Осцилятори дають можливість відстежувати точки повороту саме для другого типу ринку, тоді як на трендових ринках вони подають передчасні сигнали. Різні індикатори забезпечують особливе розуміння масової психології.

До індикаторів, що йдуть за трендом, належать ковзні середні (Moving Averages – MA), конвергенції-дивергенції ковзних серед-

ніх (Moving Average Convergence-Divergence – MACD), дирекціональна система, обсяг на балансі, нагромадження / розподіл тощо. Індикатори, що йдуть за трендом, належать до розряду тих, що відстають, тобто вони спрацьовують вже після зміни тренду.

Осцилятори допомагають ідентифікувати точки повороту на фондовому ринку. Вони охоплюють стохастичку, швидкість зміни, згладжену швидкість зміни, момент, індекс відносної сили (RSI), промінь Елдера, індекс сили, індекс Вільямса, індекс товарного каналу. Осцилятори, які є лідируючими або збіжними індикаторами, часто спрацьовують раніше ніж ціни.

### ***Ковзні середні***

*Ковзна середня* – це середнє значення ціни за деякий проміжок часу. Для розрахунку ковзної середньої знаходиться математичне середнє ціни за даний період, що є характеристикою будь-якої ковзної і називається «порядком». Зі зміною ціни її середнє значення або ж зростає, або ж спадає.

Розрізняють три найбільш розповсюджені типи ковзних середніх: *прості (арифметичні), експонентні та зважені*. Ковзні середні можна розраховувати для будь-якого послідовного набору даних, у тому числі ціну відкриття і закриття, максимальну й мінімальну, обсяг торгівлі або значення інших індикаторів. Єдине, чим ковзні середні різних типів істотно відрізняються одна від одної, це вагові коефіцієнти, які присвоюються кінцевим даним. У випадку простої ковзної середньої всі ціни розглядуваного періоду мають однакову вагу. В експонентних і зважених ковзних середніх вагомішими вважаються останні ціни.

Складено особливі переліки періодів та типів ковзних середніх, що рекомендуються до застосування на різних ринках.

Загальний принцип сигналів, що подаються ковзними середніми, формулюється так: якщо лінія ковзної знаходиться нижче цінового графіка, то ціновий тренд є бичачий, а якщо вище, то тренд – ведмежий; після перетину графіка ціни з ковзною середньою ціновий тренд змінює напрямок. Іншими словами, ковзні середні – це ускладнений варіант ліній опору і підтримки. Інтерпретація ковзних середніх індикаторів аналогічна до інтерпретації цінових ковзних середніх: якщо індикатор піднявся вище від своєї ковзної середньої, то це означає, що висхідний рух індикатора продовжиться; якщо він опустився нижче від ковзної середньої, то це вказує на продовження його спадного руху. Для аналізу, що ґрунтується на перетинанні ковзної середньої, осо-



бливо придатні такі індикатори, як MACD, ROC, стохастичний осцилятор.

*Проста, або арифметичну, ковзну середню (SMA)* розраховують, додаючи ціни закриття за певну кількість одиничних періодів, з наступним діленням одержаної суми на число періодів:

$$SMA = \sum_{i=1}^n C_i / n,$$

де  $C_i$  – ціна закриття,  $n$  – період розрахунку.

У результаті одержують середню ціну за даний часовий інтервал і цінам кожного дня присвоюється однакова вага.

Найчастіше для розрахунку ковзних середніх користуються періодами 9, 23, 50 (рис. 5.13, 5.19), 100 та 200 (рис. 5.16).

*Експоненційна, або експоненційно-згладжена, ковзна середня (EMA)* визначається додаванням до вчорашнього значення ковзної середньої певної частки сьогоденної ціни закриття. Для обчислення експонентних ковзних середніх більш важливі останні ціни закриття, а частка попередніх даних поступово зменшується, але вона ніколи не дорівнює нулю. Тому навіть досить давні ціни враховуються під час знаходження експоненційного ковзного середнього.

*У зваженій ковзній середній (WMA)* останнім даним присвоюється більша вага, а більш раннім – менша. Зважену ковзну середню обчислюють, помноживши кожну з цін закриття в ряді, що розглядається, на визначений ваговий коефіцієнт. Значення вагового коефіцієнта залежить від кількості днів у періоді розрахунку ковзної середньої:

$$WMA = \frac{\sum C_i \times W_i}{\sum W_i},$$

де  $W_i$  – вага  $i$ -го компонента, якщо лінійна зважена  $W = i$ .

### ***Збіжність/розбіжність ковзних середніх***

Збіжність/розбіжність ковзних середніх (MACD) – це динамічний індикатор, що йде за тенденцією (рис. 5.13). Він характеризує відношення двох ковзних середніх цін. Індикатор MACD був розроблений Джеральдом Апелем у 1979 р.

MACD знаходять як різницю між двома експонентними ковзними середніми зазвичай з періодами 12 і 26 днів. Слушні момен-

ти для купівлі / продажу на графіку MACD відображає так звана сигнальна лінія – дев'ятиденна експонентна ковзна середня індикатора.

Індикатор MACD найбільш ефективний в умовах, коли ринок коливається з великою амплітудою в торговому коридорі. Найчастіше використовуються такі сигнали MACD, як перетин, стан перекуплення / перепродажу і стан розбіжності. Купувати рекомендується, коли лінія індикатора перетинає свою ковзну середню знизу вгору, а продавати – коли відбувається перетин індикатором лінії ковзної середньої зверху вниз. Збіжність/ розбіжність ковзних середніх розраховують за формулою

$$\text{MACD} = \text{EMA}_{12} - \text{EMA}_{26}$$

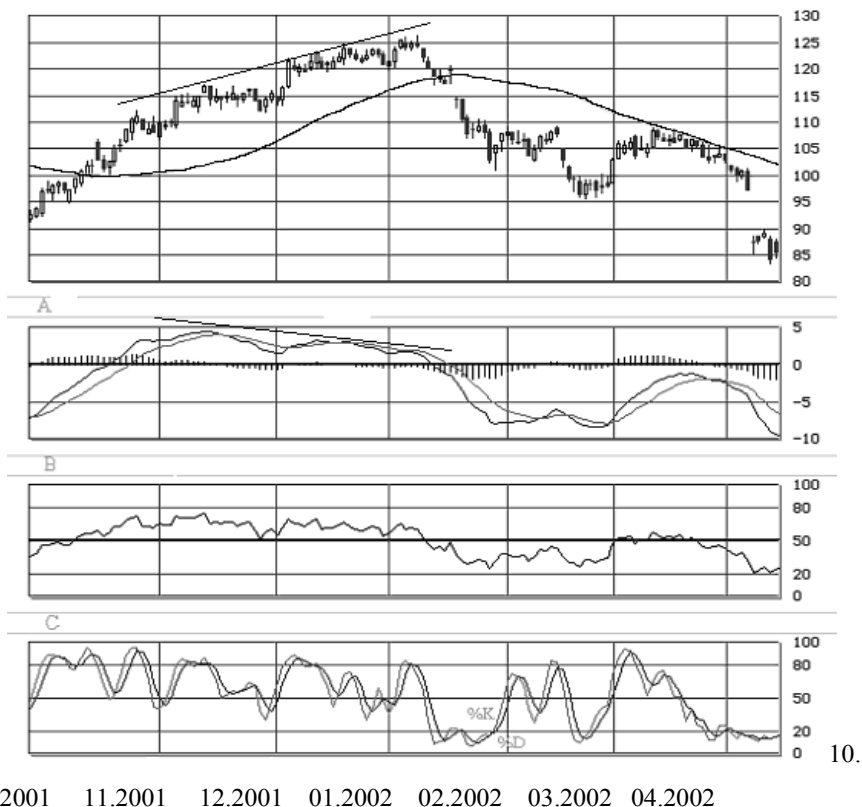


Рис. 5.13. Ціновий графік акцій корпорації Int'l Business Machines Corp. (IBM) та графіки індикаторів:

А – збіжності/розбіжності ковзних середніх (MACD);

В – індекс відносної сили (RSI);

С – стохастичний осцилятор.

Крива лінія на ціновому графіку (верхній фрагмент) – 50-денна проста ковзна середня.

Двома похилими прямими позначена розбіжність класу А між ціновим графіком (верхній фрагмент) та графіком індикатора MACD.

### **Індекс відносної сили (Relative Strength Index – RSI)**

Індекс відносної сили (RSI) – один із найпопулярніших осциляторів (див. рис. 5.13, В). Його ввів Уельс Уайлдер у 1978 р. RSI є чисельним відображенням темпів зміни ціни закриття.

RSI – це осцилятор, значення якого коливаються в діапазоні від 0 до 100. Найкраще він працює, досягаючи зон екстремумів, тобто ліній на рівні 30 і 70. Зона нижче 30 є зоною перепродажу, а вище 70 – зоною перекупання. Уайлдер описує п'ять прийомів застосування RSI для аналізу.

*Вершини та основи.* Вершини RSI формуються в зоні, розташованій вище 70, а основи – в зоні, що є нижчою від 30. Слід мати на увазі, що утворення вершин та основ RSI зазвичай випереджає появу вершин та основ на ціновому графіку.

*Графічні моделі.* RSI часто утворює графічні моделі, такі як «голова і плечі», «трикутники», які на ціновому графіку можуть і не позначитися.

*Невдалий розмах.* Має місце, коли індикатору RSI не вдається піднятися вище від попереднього максимуму (піка) або ж опуститися нижче попереднього мінімуму (западни).

*Рівні підтримки й опору.* На графіку RSI вони іноді проступають навіть виразніше, ніж на ціновому.

*Розбіжності.* Мають місце, коли ціна досягає нового максимуму (мінімуму), який не підтверджено новим максимумом (мінімумом) на графіку RSI. При цьому здійснюється коригування цін у напрямку руху RSI.

RSI знаходять за формулою

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS},$$

де  $RS = \frac{AU}{AD}$ ;

AU – середнє значення цін, що закрилися вище попередніх п-днів;

AD – середнє значення цін, що закрилися нижче попередніх п-днів;

n – період розрахунку осцилятора.

### **Стохастичний осцилятор.**

Стохастичний осцилятор (рис. 5.13) порівнює поточну ціну закриття з діапазоном цін за певний період. Цей показник, запропонований Джорджем Лейном у 1950-ті роки, зображується двома лініями. Головна з них називається %K, а друга %D є ковзною середньою лінії %K. Побудова ліній %K і %D ґрунтується на тому, що через підвищення цін торговий день звичайно закривається на рівнях, що лежать ближче до вищих, досягнутих протягом його. У разі тренду, що знижується, спостерігається протилежний ефект.

Є кілька способів інтерпретації осцилятора. Розглянемо деякі з них.

1. Розбіжність лінії %D з ціною спостерігається у випадку, коли ціна піднімається вище попереднього піка, а лінія %D, рухаючись синхронно з нею, нового піка не досягає. Це сприймається як добрий сигнал для продажу. Відповідно, якщо лінія %D не опускається нижче від попереднього рівня з одночасним зниженням ціни за цей рівень, одержуємо добрий сигнал для купівлі.

2. Дуже важливим сигналом для прийняття інвестиційного рішення є перетин ліній %K і %D, особливо за умови, що такий перетин відбувся вже після сигналу про розворот тренду, поданого лінією %D. Перетин цього роду називають правобічним.

3. Якщо лінія %K перетнула лінію %D на початку руху вгору (але не правобічним перетином), а потім знову опустилася нижче від неї, це означає, що рух вгору не набрав достатньої сили і можливе продовження спаду. Протилежна ситуація може вказувати на відновлення руху вгору.

4. Рівні 20 і 80 вказують на настання періоду перепродажу й лінії перекупання. Але не слід занадто поспішати приймати торгові рішення лише на підставі того, що лінія %K досягла рівня 80 чи упала нижче 20. %K може ще деякий час протриматися на таких крайніх рівнях. Однак це дійсно може бути сигналом про розворот тренду – іноді досить раннім.

Звичайно лінію %K розраховують на відрізку за 5 днів згідно з формулою

$$\%K = 100 \times \frac{C - L}{H - L},$$

де  $C$  – поточна ціна закриття;

$L$  – найнижчий рівень за останні 5 днів;

$H$  – найвищий рівень за останні 5 днів.

Для визначення лінії  $\%D$  користуються формулою

$$\%D = 100 \times \frac{CL}{HL},$$

де  $CL$  – триденна сума ( $C-L$ );

$HL$  – триденна сума ( $H-L$ ).

Побудовані за такими формулами лінії називають швидкими. Висока чутливість обумовлює їх недостатню надійність як показника. Цей недолік усувають подальшим триденним згладжуванням швидкого стохастика. У результаті цього з'являється повільний стохастик, який частіше зображують на графіках у вигляді суцільної ( $\%K$ ) та пунктирної ( $\%D$ ) ліній, що змінюються в діапазоні від 0 до 100.

**Швидкість зміни ціни (Rate of Change – ROC).** Індикатор швидкості зміни ціни (ROC) є різницею між поточною ціною і ціною попереднього  $n$ -денного періоду (рис. 5.14). Ціни рухаються вгору і вниз циклічно, хвилеподібно. Такий циклічний рух є наслідком зміни очікувань інвесторів, боротьби биків і ведмедів за контроль над цінами. Індикатор швидкості, як осцилятор, відображає цей хвилеподібний рух, вимірюючи величину цінової зміни за певний період. Якщо ціни зростають, індикатор також зростає; якщо ціни спадають, він спадає разом з ними. Чим більшою є цінова зміна, тим сильніше змінюється індикатор.

Найпоширеніший період розрахунку – 9 днів. Для розрахунку 9-денного ROC треба розділити сьогоднішню ціну закриття на ціну закриття 9 днів тому:

$$ROC = C/C_n,$$

де  $C$  – остання ціна закриття;

$C_n$  – ціна закриття  $n$  днів тому (у нашому випадку  $n = 9$ ).

Якщо сьогоднішня ціна закриття та ціна закриття 9 днів тому однакові, то  $ROC = 1$ . Якщо сьогоднішня ціна закриття вища за ціну закриття 9 днів тому, то  $ROC > 1$ ; відповідно, якщо ціна закриття нижча за ціну закриття 9 днів тому, то  $ROC < 1$ .

Технічні аналітики слідкують за цим осцилятором, щоб виявити сплески перекупування / перепродажу, а також бичачі та ведмежі розбіжності. Для того щоб визначити рівні перекупування / перепродажу для ROC, проводять горизонтальні лінії через найвищі піки та найнижчі западини таким чином, щоб не більше ніж 10 % зна-

чень осцилятора знаходилися в зоні перекупання / перепродажу. Наявність значень ROC в цій зоні свідчить, що ймовірність подальшого руху тренду без корекції або консолідації, є дуже малою.

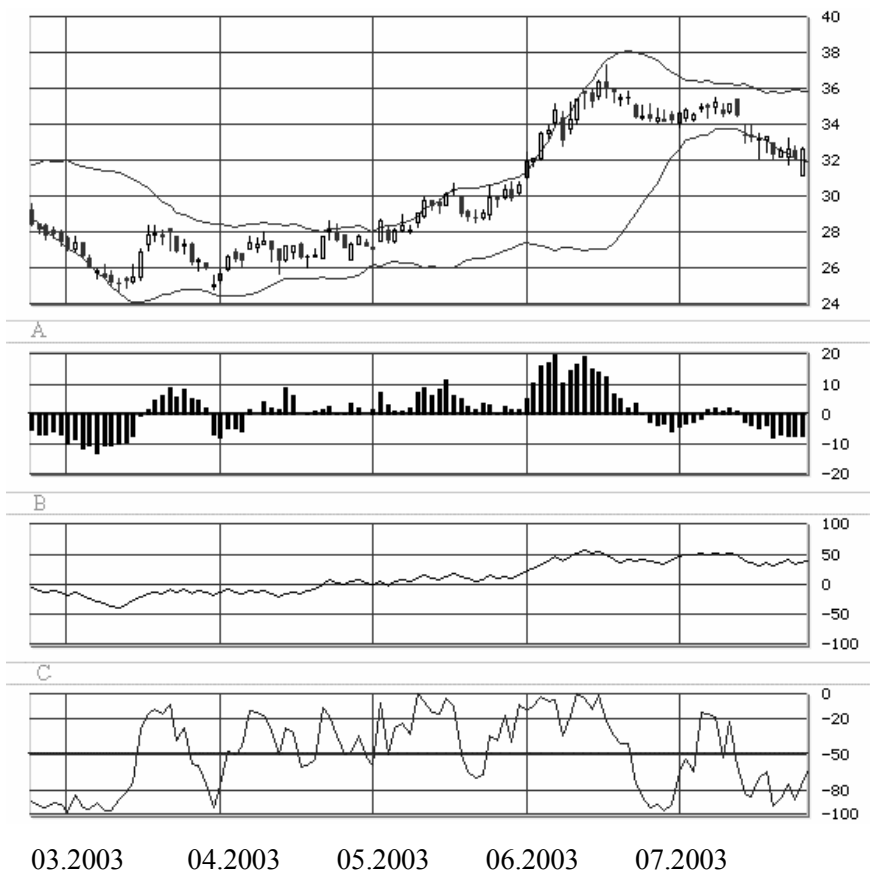


Рис. 5.14. Ціновий графік акцій корпорації Boeing Co (BA) та графіки індикаторів:

А – швидкість зміни ціни (9-денний ROC);

В – балансовий обсяг (OBV);

С – відсотковий діапазон Вільямса (% R).

Криві лінії на ціновому графіку – смуги Боллінджера.

### ***Смуги Боллінджера (Bollinger Bands).***

Межі смуг Боллінджера (BB) будуються на відстанях від кривої ковзної середньої, що дорівнюють певній кількості стандарт-

них відхилень (рис. 5.14). Оскільки величина стандартного відхилення залежить від волатильності, ширина смуг регулюється самостійно: вона збільшується, коли ринок хиткий, і зменшується в стабільніші періоди.

Смуги Боллінджера зазвичай наносяться на ціновий графік, але їх можна зобразити і на графіку індикатора. Подальша інтерпретація у цьому тексті стосується смуг, нанесених на ціновий графік. Це зручно, оскільки цінам властиво залишатися в межах верхньої та нижньої ліній смуги. Відмінною властивістю смуг є змінюваність їхньої ширини, що обумовлено волатильністю цін. У періоди значних цінових змін смуга розширюється, даючи простір цінам. У періоди застою вона звужується, утримуючи ціни у своїх межах.

Смуги Боллінджера містять три лінії. Середня лінія – це проста  $n$ -періодна ковзна середня. Верхня / нижня лінії – це те ж середня, але зміщена вгору / вниз на певне число стандартних відхилень. Крайні лінії знаходять за формулою:

$$\text{Крайні лінії} = MA_n \pm \left[ D \times \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (C_i - MA_n)^2}{n}} \right],$$

де  $D$  – число стандартних відхилень;

$MA_n$  –  $n$ -періодна ковзна середня;

$n$  – період розрахунку.

Розроблювач осцилятора ВВ Джон Боллінджер вказує на такі особливості смуг:

1. Різкі зміни цін, що відбуваються після звуження смуги, відповідають зниженню волатильності цін.

2. Якщо ціни виходять за межі смуги, слід очікувати продовження поточної тенденції.

3. Якщо крім піків і западин, поза межами смуги з'являються піки й западини всередині смуги, можливий розворот тренду.

4. Рух цін, розпочавшись від однієї з меж смуги, зазвичай досягає протилежної межі. Останнє спостереження корисне для прогнозування цінових орієнтирів.

Слід зазначити, що найчастіше смуги Боллінджера застосовуються разом з іншими технічними індикаторами для визначення поворотів тренду на ринку цінних паперів. Якщо, наприклад, ціни близькі до нижчої межі та ще якийсь інший технічний індикатор (наприклад RSI) підтверджує розворот, це означає, що можна відкривати довгу позицію, тобто купувати.

### **Балансовий обсяг (OBV)**

Балансовий обсяг (OBV) – це динамічний індикатор порівняння обсягів торгів зі зміною ціни (рис. 5.14).

Балансовий обсяг, як наростаюча сума значень обсягу торгів, показує, вкладаються гроші інвесторів у цінні папери чи виводяться з ринку. Якщо ціна на момент торгового дня вище, то весь денний обсяг вважається позитивним. Якщо ціна закриття нижче денної, то і весь денний обсяг вважається негативним.

Інтерпретація індикатора ґрунтується на тому принципі, що його зміни випереджають цінові. Згідно з цим положенням, підвищення балансового обсягу свідчить про те, що в цінний папір вкладають кошти професіонали. Якщо згодом і широка публіка залучається до цього, то ціна і покази індикатора починають стрімко зростати.

Якщо ціна випереджає індикатор у своєму русі, виникає «відсутність підтвердження». Таке може статися на вершині «бичачого» ринку (коли ціна зростає без відповідного зростання балансового обсягу чи випереджаючи його) або в основі «ведмежого» ринку (коли ціна падає без відповідного зменшення обсягу чи випереджаючи його).

Про висхідну тенденцію індикатора можна говорити, якщо кожен новий його пік вище попереднього і кожна нова западина вище попередньої. Спадна тенденція припускає послідовне зниження піків і западин. Коли індикатор рухається в горизонтальному коридорі, не утворюючи послідовностей висхідних чи спадних піків і западин, маємо невизначену тенденцію. Якщо тренд установився, він триває до моменту перелому. Перелом може відбутися у два способи. Згідно з першим він змінюється з висхідного на спадний або ж зі спадного на висхідний. У випадку другого способу перелому індикатор переходить у невизначену тенденцію і залишається таким більше трьох днів. Коли ж тенденція змінюється на висхідну чи спадну, відбувається «крута зміна індексів». Оскільки крута зміна індикатора віщує різку цінову зміну, варто скуповувати акції в разі його прориву вгору і продавати, якщо він попрямував униз. Іти за ринком потрібно до тих пір, доки напрямки тренду не зміниться (про це йшлося вище).

Метод інтерпретації індикатора OBV, який призначається для торгівлі на короткострокових циклах, вимагає швидких і рішучих дій.

Значення індикатора знаходять, додаючи денний обсяг торгів до накопиченого значення, якщо ціна акції на момент закриття вища від попередньої, та віднімаючи денний обсяг, якщо вона нижча від попередньої.



Формула для обрахування індексу має вигляд:

$$OBV = \sum \left[ \left( \frac{C - C_p}{|C - C_p|} \right) \times V \right],$$

де  $C$  – сьогоднішня ціна на момент закриття;

$C_p$  – вчорашня ціна акції на момент закриття;

$|C - C_p|$  – абсолютна величина різниці між двома цінами закриття;

$V$  – оборот за сьогоднішній день.

Спрощено алгоритм розрахунку  $OBV$  записується так:

– якщо ціна закриття вища від вчорашньої:

$OBV =$  учорашній  $OBV +$  сьогоднішній обсяг;

– якщо ціна закриття нижча від вчорашньої:

$OBV =$  учорашній  $OBV -$  сьогоднішній обсяг;

– якщо ціна закриття дорівнює вчорашній:

$OBV =$  учорашній  $OBV$ .

### **Відсотковий діапазон Вільямса (Larry Williams, %R)**

Відсотковий діапазон Вільямса (%R) – це динамічний індикатор, що відображає стан перекупння / перепродажу (рис. 5.14). Він схожий на стохастичний осцилятор. Відмінність між ними лише в тому, що %R має обернену шкалу, а стохастика будується з використанням внутрішнього згладжування. Значення індикатора %R в діапазоні від  $-90\%$  до  $-100\%$  указують на стан перепродажу, а значення від  $0\%$  до  $-10\%$  свідчать про те, що на ринку настав час перекуповування.

Згідно із загальним для всіх індикаторів перекупання / перепродажу правилом, діяти за їхніми сигналами найдоцільніше, дочекавшись повороту цін у відповідному напрямку. Якщо відсотковий діапазон відповідає станові закуповування, то перш ніж продавати акцію, розумно дочекатися повороту цін униз. Нерідко індикатор протягом тривалого часу залишається в стані перекупання / перепродажу, у той час як ціна на акцію продовжує зростати / спадати. Індекс %R має властивість передбачати цінові повороти. Він майже завжди утворює пік і повертає вниз за кілька днів до того, як ціна акції досягає піка і повертає вниз. Так само індикатор утворить западину і поверне вгору за кілька днів до повороту цін вгору.

Формула для розрахунку процентного діапазону Вільямса має такий вигляд:

$$\%R = \left( \frac{HH - C}{HH - LL} \right) \times (-100),$$

де С – ціна закриття на сьогодні;  
HH – максимальна ціна за n періодів;  
LL – мінімальна ціна за n періодів.

*Розбіжності осциляторів із ціновою динамікою.* Осцилятори, подібно до інших індикаторів, подають найсильніші та найнадійніші сигнали в разі виникнення розбіжностей (дивергенцій) із цінами.

Оптимістичні, тобто бичачі, дивергенції маємо, коли ціни опускаються до нового мінімуму, у той час як з осцилятором цього не відбувається. Така відмінність свідчить про те, що ціни падають за інерцією і ведмеді втрачають силу, отже, можна сподіватися на швидке закінчення тенденції до зниження. Протилежна ситуація спостерігається за ведмежої, тобто песимістичної, дивергенції.

Розрізняють три класи бичачих і ведмежих дивергенцій (рис.5.15). Дивергенції класу А позначають важливі поворотні точки, а саме настання найкращих умов для торгівлі. Дивергенції класу В подають сигнал про слабкіший стан, клас С відповідає найменш важливому сигналу. Нахил стрілки на рисунку означає напрямок зміни мінімуму чи максимуму відповідного параметра, тобто осцилятора або ціни. Горизонтальна стрілка відповідає досягненню максимуму чи мінімуму, що збігається з попереднім з оговореною точністю.

Пояснимо коротко сутність кожного із класів на прикладі ведмежої дивергенції (для бичачої – пояснення протилежне).

- Клас А. Ціни досягають нового, більш високого максимуму, у той час як в осцилятора максимум нижчий. Така дивергенція передвіщає різке цінове зниження (рис. 5.13).
- Клас В. Ціни досягають висоти попереднього максимуму, осцилятор же – більш низької, ніж минулого разу, вершини.
- Клас С. Ціни доходять до більшого максимуму, а максимум індикатора залишається на попередньому рівні. Це свідчить про те, що бики зберігають колишню силу.

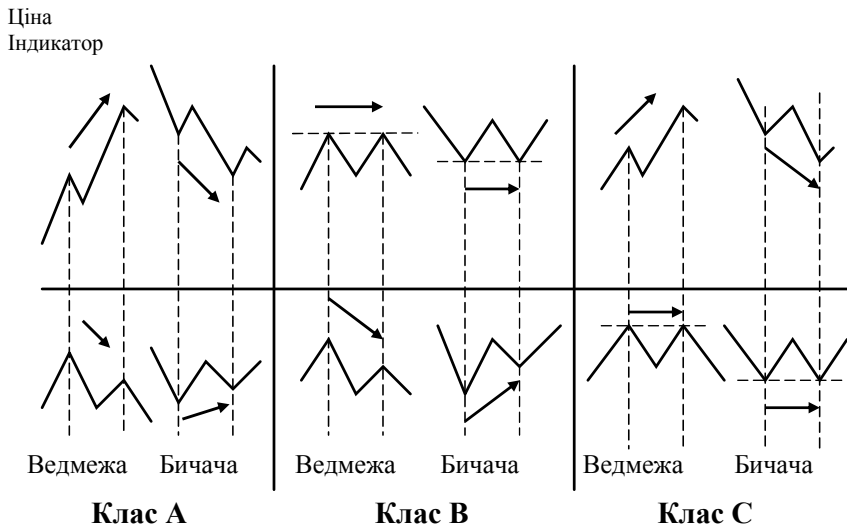


Рис. 5.15. Типи розбіжностей (дивергенцій) індикаторів з цінами

Можливе також виникнення потрійних дивергенцій, що формуються трьома западинами цін і осцилятора або трьома гребенями цін і осцилятора. Такі розбіжності подають більш сильні сигнали, ніж розглянуті вище.

### 5.2.7 Застосування інструментів технічного аналізу для вибору торгових схем

#### Схеми з однією ковзною середньою

Ковзні середні є одним із найнадійніших і водночас найпростіших інструментів технічного аналізу, що використовуються для аналізу цін на акції. Вони дають можливість вчасно виявити ті чи інші тенденції в динаміці цін, а отже, й визначити оптимальні точки відкриття позицій і таким чином, одержати вищий прибуток.

Ковзні середні згладжують різкі коливання на графіках, що відображають динаміку цін на акції, тому з їхньою допомогою трейдерам легше відстежити лінії трендів. Чим довший період, за який розраховується значення ковзного середнього, тим більш плавною буде лінія середнього на графіку. Аналітики часто зіставляють поточні позиції акцій з їхніми 22-, 50- або 200-денними ковзними середніми (у літературі такі ковзні середні позначаються, як 22 дкс, 50 дкс і 200 дкс відповідно). Вибір конкретного ковзного середнього як інструменту аналізу залежить від інвестиційного

часового горизонту інвестора. Чим ширший цей часовий горизонт, тим тривалішим повинен бути період, за який розраховується ковзне середнє. У той же час інвестор може використовувати кілька ковзних середніх, щоб здійснити ефективніший аналіз, приймаючи рішення про закупівлю чи продаж акцій (такі схеми описані далі).

Ковзне середнє є індикатором, що працює із запізненням. На відміну від випереджальних індикаторів, які сигналізують про потенційні зміни у вартості акцій, ковзне середнє підтверджує те, що зміна тренду вже мала місце. Аналізуючи графіки різних ковзних середніх, слід зважати на те, що чим довший період, за який вони розраховуються, тим більшим буде «запізнення» у відображенні динаміки акцій. 22 дкс швидше реагує на щоденні зміни в рівнях цін, ніж 50 дкс чи 200 дкс.

Підвищення або зниження ковзних середніх розпочинається через кілька днів по тому, як змінився напрямок руху цін на акції. У цьому й полягає ефект «запізнення» ковзних середніх: вони скоріше підтверджують наявність тенденції, аніж свідчать про майбутні зміни.

Є різні способи використання ковзних середніх для визначення рівнів відкриття позицій. *Один із найпопулярніших способів визначення точок відкриття позицій на підвищення на основі аналізу ковзних середніх полягає в тому, щоб відкривати довгі позиції (купувати акції) після підйому акцій вище лінії ковзного середнього, котра до цього була рівнем опору.*

Час від часу лінії 22 дкс і 50 дкс сполучаються, опинившись на одному й тому ж рівні. Прорив вище обох ліній свідчить про більш потужну підвищувальну тенденцію. На противагу цьому, падіння нижче лінії ковзного середнього, що забезпечували акціям підтримку, може вказувати на вдалу можливість для відкриття коротких позицій (продажу цінних паперів). Вибір оптимального часового періоду ковзного середнього, для аналізу динаміки цін на акції значною мірою залежить від того, чи є інвестиції коротко-, середньо- чи довгостроковими. Так, з метою короткострокового інвестування багато хто з аналітиків використовує 22 дкс, 40 дкс або ж 50 дкс.

Інвестори, які розраховують на більш тривалий інвестиційний період віддають перевагу ковзним середнім, що розраховуються за більшу кількість днів. Так, більш вдалою для прогнозування довгострокового інвестування вважається проста 200 дкс (рис. 5.16).

Відомий російський інвестор і аналітик Іван Закарян у книзі «Практический Интернет-трейдинг» (М.: Акмос-Медиа, 2001. – 396 с.) формулює вісім основних правил використання 200 дкс:

Якщо лінія 200-денного ковзного середнього вирівнюється після попереднього падіння або ж підвищується, а ціна активу перетинає цю лінію знизу вгору, це великий сигнал до скуповування акцій.

- Якщо ціна активу падає нижче 200-денного ковзного середнього в той час, як середня лінія усе ще піднімається, це сигнал до скуповування.
- Якщо ціна активу вище 200-денної середньої лінії і знижується в напрямку до неї, але не перетинає її, це сигнал до скуповування.
- Якщо ціна активу спадає занадто стрімко порівняно із 200-денною середньою лінією, що також знижується, швидше за все вона повернеться до середньої лінії, і актив може бути закуплений для гри на короткостроковому підйомі.
- Якщо 200-денна лінія вирівнюється після попереднього підйому або ж знижується, а ціна активу перетинає цю лінію зверху вниз, це сигнал до продажу акцій.
- Якщо ціна активу піднімається вище 200-денної лінії середніх ковзних значень у той час, як середня лінія знижується, то настає сприятливий час для продажу акцій.
- Якщо ціна активу нижче від 200-денної середньої лінії цін і рухається в напрямку до цієї лінії, але не проходить через неї і знову повертає вниз, це сигнал до продажу.
- Якщо ціна активу занадто стрімко піднялася над 200-денною середньою лінією, імовірно, що відбудеться корекція цін убік їхнього зменшення, і актив можна продавати.

Однак за спостереженнями багатьох трейдерів та аналітиків фондового ринку, схеми торгівлі, побудовані на одній ковзній середній, не дають високих результатів. Незалежно від того, якого типу буде обрана ковзна середня (проста чи експонентна) і яким буде її часовий період, у разі тривалого дотримання такої системи спостерігатимуся періоди і прибутків, і втрат, а загальний результат буде коливатися поблизу нульової оцінки мінус вартість трансакцій. Аналітики вважають, що найкраще використовувати одну ковзну середню як фільтр тенденцій. Якщо ціна акції вище середньої, варто торгувати на довгому боці ринку, використовую-



Рис. 5.16. Динаміка цін акцій корпорації International Business Machines (IBM):

крива на ціновому графіку – 200-денна проста ковзна середня; індикатор – MACD (12,26).

чи який-небудь інший чутливіший інструмент для визначення моментів входження в ринок і виходу з нього. Якщо ж ціна акції нижче середньої, торгувати варто на короткому боці ринку.

### **Схеми з двома ковзними середніми**

Ефективність торгової схеми, що ґрунтується на аналізі поведінки ковзної середньої, можна підвищити, якщо застосовувати дві або більше ковзних середніх одночасно, вдаючись до методу їхнього перетину.

Схеми торгівлі з двома ковзними середніми зазвичай передбачають наявність більш тривалої середньої, яку використовують для визначення тенденції, та більш короткострокової середньої, котра подає торгові сигнали на перетинах з більш довгостроковою середньою. Найвідоміша з таких схем – 5дкс/20дкс, її називають схемою Річарда Дончіана.

Джек Швагер у книзі «Technical Analysis» пропонує інший варіант набору ковзних середніх для торгової системи, а саме 12дкс/48дкс. Є безліч варіантів набору з двох ковзних середніх, але принцип дії такої схеми у всіх випадках той самий: варто купувати, коли коротша середня перетинає знизу вгору довшу, і продавати, коли виникає протилежна ситуація (рис. 5.17).

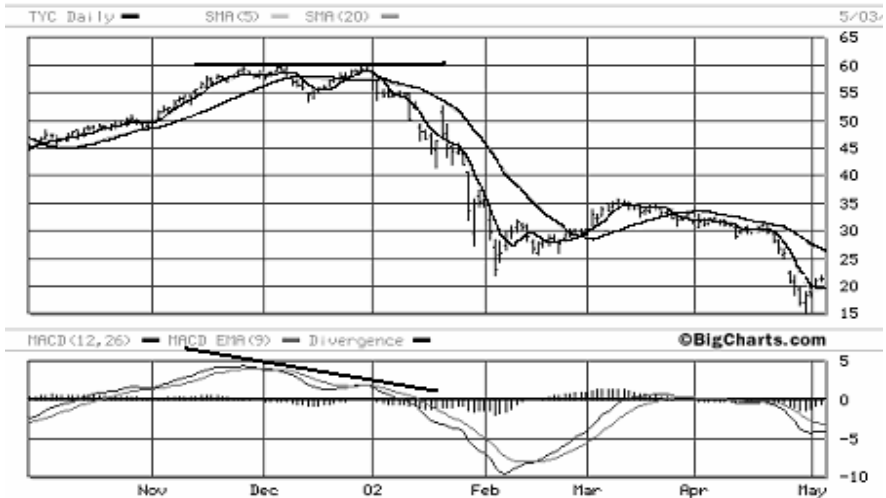


Рис. 5.17. Динаміка цін акцій корпорації Tyco International Ltd: дві криві на ціновому графіку – 5- і 20-денні ковзні середні; індикатор – MACD (12,26)

Двома відрізками на ціновому графіку позначено ведмежу дивергенцію класу В

Точки перетину ковзних середніх можна також використовувати як точки розвороту тренду і торгувати тільки в напрямку окресленої тенденції, використовуючи інші, більш короткострокові методи для визначення моментів входження і виходу з позицій.

### **Схема з трьома ковзними середніми**

Найпопулярнішою схемою торгівлі на основі трьох ковзних середніх, є 4-9-18-денний метод, запропонований Р.К. Алленом на початку 1970-х рр. Третя ковзна середня вказує на велику кількість потенційних торгових можливостей. У загальному випадку, коли ринок досяг дна, основним свідченням зміни тенденції слугить перетин 4-денної ковзної середньої з 18-денною (рис. 5.18). Сигнал, що підтверджує – перетин 9-денної СС із 18 дкс. Коли ціна знаходиться на піку, то про можливу зміну тенденції попереджає перетин 4 дкс і 9 дкс. Розворот тенденції завершується тільки тоді, коли 4 дкс і 9 дкс перетнуть 18 дкс.

Особливістю схеми з трьома ковзними середніми порівняно з двома схемами, розглянутими раніше, є те, що вона надає перевагу нейтральній зоні порівняно з безупинною зворотною торгівлею, генерованою методами одиночної та подвійних ковзних середніх. Наприклад, коли в системі 4-9-18-денний, лінія 4 дкс пере-



Рис.5.18. Динаміка цін акцій корпорації U.S. Steel Corp: три лінії на ціновому графіку – схема трьох простих ковзних середніх (4-9-18-денна); індикатор – відсоток R Ларрі Уільямса (Williams %R) тинає 9 дкс, варто вийти з позиції і не входити в нову доти, поки 9 дкс не перетне 18 дкс.

### **Торговий метод MACD (Moving Average Convergence-Divergence)**

Основним сигналом у методі MACD є перетин. Сигнал до купівлі генерується тоді, коли більш швидка лінія перетинає знизу більш повільну, а сигнали до продажу – за протилежної ситуації. Але при цьому варто пам'ятати, що торговий метод MACD працює добре на спокійних довгострокових ринках, де можна залишатися з основною тенденцією, ігноруючи слабкі цінові рухи. Одним із кращих є застосування MACD на тижневих і місячних графіках, де він відіграє роль індикатора довгострокового напрямку ринку. На нетрендових ринках (у торгових діапазонах) використання MACD звичайно не приводить до успіху. У цьому разі краще шукати розбіжності (дивергенції).

Як уже зазначалося, дивергенції – досить ефективна форма більшості технічних досліджень, у тому числі й MACD. Як і з будь-якими дивергенціями, краще не квапитися, а дочекатися доки перед відкриттям позиції розбіжність цілком позначиться. На рис. 5.16 і 5.17 добре помітні сформовані ведмежі дивергенції кла-



су А (рис. 5.16) і класу В (рис. 5.17). На обох графіках добре видно, який обвал акцій обох корпорацій розпочався після розбіжностей, що сформувалися (на обох рисунках дивергенції позначено двома нахиленими один до одного відрізками).

Численні тестування схем на основі MACD засвідчили, що сам по собі перетин MACD не має істотного значення, доки не поєднається з іншими сигналами, зокрема з дивергенціями MACD. У найкращому разі торгівля, що ґрунтується тільки на сигналах перетину, буде беззбитковою, але не прибутковою. Тому торгові рішення найкраще приймати в разі появи кількох сигналів одночасно і торгувати при цьому тільки в напрямку пануючої тенденції.

Головний тренд можна визначити, використовуючи більш довгостроковий MACD для підтвердження сигналів більш короткострокового. Так, для підтвердження денних графіків MACD можна, наприклад, використовувати тижневий MACD. При цьому торгувати слід за короткостроковими сигналами тільки в напрямку, позначеному більш довгостроковим MACD. Головний тренд можна також визначити, використовуючи ковзні середні і сприймати сигнали MACD тільки в напрямку визначеної в такий спосіб тенденції.

### ***Відсоток R Ларрі Уільяма (%R)***

Відсоток R, значення якого змінюються від 0 до –100, показує у відсотках, де розташована ціна на момент закриття з урахуванням її діапазону від найвищого піка до найглибшої западини. Якщо ціни закриття знаходяться у верхній частині цього діапазону, це означає, що ринок перекуплений. Коли ціна закриття перебуває в нижній частині діапазону, ринок вважається перепроданим (рис. 5.14, рис. 5.18). Є три основні правила використання індексу %R для сторони, що купує:

Відсоток R досяг значення –100.

Минуло 5 торгових днів після останнього досягнення позначки –100.

Відсоток R повторно падає нижче –95.

Правила для сторони, що продає, – обернені.

Уільямс рекомендував використовувати 10-тижневу ковзну середню для встановлення напрямку руху ринку, а потім торгувати тільки в напрямку тренду.

Слід зазначити, що більшість техніків фондового ринку рекомендують використовувати %R тільки як інструмент для визначення точки виходу з позиції. На їхнє переконання, є безліч інших

методів, які дають значно точніші результати для визначення точок входження в ринок.

%R може бути дуже корисний для захисту доходів, якщо дотримуватися таких рекомендацій:

Використовувати зону перепродажу ( $-90$ ) для визначення дна корекції усередині тренду. Варто виходити з позиції або ж розміщати зупинки під дном корекції.

Зачекати доки, коли відсоток R стане перекупним, тобто коли його значення становитиме  $-10$ . У цьому разі, якщо %R опуститься вниз на 10 чи більш пунктів, варто зафіксувати прибуток або подбати про умови близької зупинки.

Відсоток R може бути дуже ефективним у разі виникнення дивергенцій. Якщо ринок формує новий пік чи западину, а %R не підтверджує цього своїм новим піком чи западиною, це означає, що формується дивергенція. Такі сигнали особливо надійні, коли обидва піки %R знаходяться в зоні перекупання / перепродажу. Як і в більшості випадків дивергенції осциляторів, сигнали %R можуть бути дуже сильними, особливо на нетрендових ринках, але, на відміну від інших індикаторів, дивергенцій у відсотка R виникає значно менше. Тому в разі виявлення такої ситуації варто звернути на неї особливу увагу.

### ***Використання індексу відносної сили (RSI)***

З усіх широко застосовуваних у даний час осциляторів, RSI якнайкраще відповідає вимогам таких основних методів технічного аналізу, як лінії тенденцій, графічні моделі, підтримка й опір. Застосування цих методів разом з RSI у поєднанні з рівнями перекупання / перепродажу та дивергенціями може дати досить цінне розуміння сутності ринкових процесів.

RSI можна побудувати для будь-якої кількості періодів (формула для розрахунку RSI наведена в п. 5.2.6). Уайлдер спочатку пропонував для обчислення RSI період 14 днів, але сьогодні багато хто з аналітиків віддає перевагу більш швидкому й чутливому індикатору: 5-, 7- або 9-денному RSI. Рівням перекупання і перепродажу зазвичай відповідають значення RSI 70 і 30 або 80 і 20. Якщо показники індексу перевищують 70 або вони нижче за 30, на графіку осцилятора може утворитися особлива модель, яку Уайлдер назвав «невдалий розмах» (failure swing). «Невдалий розмах» вершини означає, що за висхідної тенденції черговий пік кривої індексу RSI так і не досягає рівня попереднього піка. Після цього слід очікувати на спад кривої до рівня, нижчого від рівня попереднього спаду (рис.5.19).



Рис.5.19. Динаміка цін акцій корпорації Advanced Micro Devices: індикатор – RSI (можна розпізнати сформовану модель «невдалого розмаху» вершини); крива на ціновому графіку – 50-денна проста ковзна середня

“Невдалий розмах» основ маємо, коли індекс на спаді не опускається нижче від рівня попереднього спаду, а потім, піднімаючись, перевершує попередній пік. При цьому найкращий сигнал для купівлі акції одержуємо тоді, коли перший шип опустився далеко за позначку 30 униз. У випадку “невдалого розмаху» вершини, кращий сигнал для продажу виникає, коли перший пік піднявся далеко за 70 угору.

Дуже сильним сигналом із генерованих індексом RSI є дивергенція між структурою індексу і структурою цінового графіка, коли значення RSI знаходяться вище 70 або нижче 30. Автор індексу Уеллс Уайлдер називав цю розбіжність «найбільш значущим показником для індексу відносної сили». Найпомітніші сигнали подають дивергенції на тижневих графіках (рис.5.20).

Для моделей денної дивергенції деякі технічні аналітики рекомендують використовувати 10- і 14-денний RSI. При цьому слід керуватися закономірністю, що дивергенції, в яких піки розділяються лише кількома або більш, ніж 10 тижнями, звичайно не дають надійних сигналів. Також слід пам’ятати і про те, що будь-яка сильна тенденція – незалежно від того, напрямлена вона вгору чи вниз, – зазвичай досить швидко змушує осцилятор набувати кри-

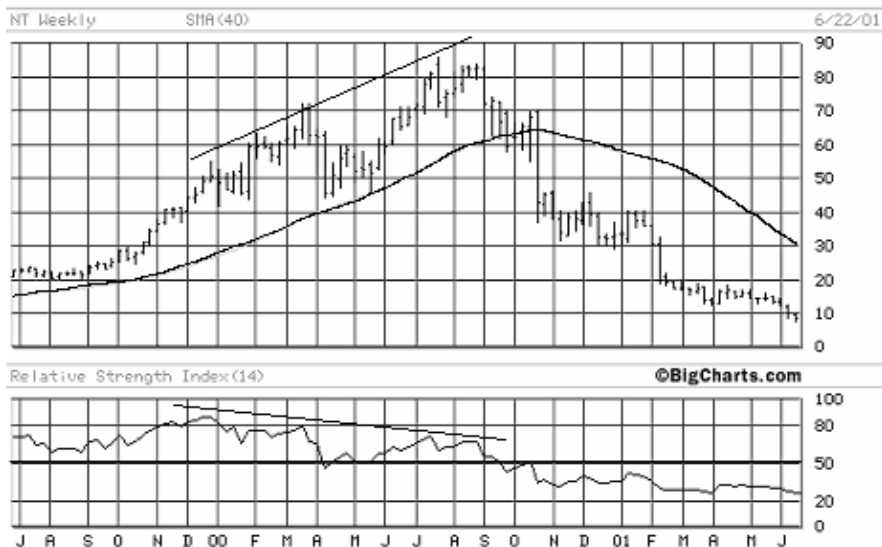


Рис. 5.20. Потрійна розбіжність класу А на тижневому графіку цін корпорації Nortel Networks Corp (NT): індикатор – тижневий RSI; крива на ціновому графіку – 40-тижнева проста ковзна середня (40ткс)

тичних значень. У таких випадках, як правило, передчасно думати, що ринок перекуплений чи перепроданий. Така помилка може призвести до раннього закриття прибуткових позицій. Наприклад, у випадку сильної тенденції зростання ринок може залишатися «перекупленим» протягом досить тривалого часу. Одне тільки те, що значення RSI знаходяться у верхній критичній зоні, ще не означає, що потрібно ліквідувати довгі позиції.

Перша поява значення осцилятора в зоні перекупання чи перепродажу – це ще тільки попередження. Сигналом, що вимагає пильної уваги, є вторинна поява кривої RSI у критичній зоні. У випадку, якщо вона не підтверджує подальшого зростання чи падіння цін, можна говорити про можливу розбіжність. Якщо ж крива повертає в інший бік і перекидає рівень попереднього піка чи спаду, це означає, що сигнал або розбіжності підтверджується.

Отже, загальна рекомендація щодо використання індексу відносної сили є такою: не можна відмовлятися від вигідних позицій тільки тому, що показник осцилятора досяг граничного значення. Варто зачекати повторної появи кривої RSI у критичній зоні і тільки після цього вживати захисних заходів, частково реалізуючи накопичений прибуток або ж використовуючи захисні стоп-накази.

### Торгівля за сигналами стохастичного осцилятора

У п.5.2.6. коротко викладено загальні поняття, що стосуються повільного стохастичного осцилятора, наведено алгоритм його розрахунку та основні принципи використання. Зупинимося на аспектах практичного застосування цього осцилятора докладніше.

Стохастичні осцилятори найкраще діють в широких цінових діапазонах або трендах з легким нахилом угору чи вниз. Для нормального використання стохастичних осциляторів гіршим є ринок зі стійким трендом, який потребує лише незначної корекції. На такому ринку стохастичні осцилятори будуть вказувати на безліч протитрендових пунктів відкриття позицій, що можуть привести до збитків. Тому обов'язковою умовою застосування стохастичного аналізу вважається визначення фази ринку.

Можна торгувати за допомогою стохастичного осцилятора на тенденції, використовуючи звичайні рівні перекупання / перепродажу (70/30 чи 80/20), але основну цінність цей інструмент технічного аналізу має як індикатор піків і западин. Коли ціновий графік формує новий пік чи западину, а стохастичний осцилятор не може цього підтвердити своїм піком чи западиною, маємо дивергенцію. Як і всі індикатори, стохастичний осцилятор може формувати три види дивергенцій (про це йшлося п. 5.2.6), але можна додати ще два такі:

- класична дивергенція Джорджа Лейна;
- та вторинна дивергенція.



Рис. 5.21. Класична дивергенція Джорджа Лейна на поденному ціновому графіку корпорації International Business Machines (IBM): індикатор – повільний стохастичний осцилятор

Сигнал класичної дивергенції формується на трьох піках стохастичного осцилятора таким чином, що другий пік лінії стохастика нижчий, ніж перший, а третій пік вищий, ніж другий, але нижчий від першого (рис.5.21).

Вторинна дивергенція також формується на трьох піках, але стохастичний осцилятор утворює три спадних піки, що й спричиняє дивергенцію. У цій моделі, на відміну від класичної, третій пік нижчий від другого. Ці дві моделі забезпечують значно сильніші сигнали, ніж стандартні три моделі розбіжностей.

Деякі технічні аналітики припускають, що повільна зміна напрямку, на яку відгукується %D, є дещо більш обґрунтованішою, ніж швидка зміна напрямку, яку вимірює %K. Ця теза приводить до понять «праве перетинання» і «ліве перетинання». У разі правого перетинання %K перетинає праву сторону піка чи западини лінії %D. За лівого перетинання лінія %K перетинає лінію %D ще до того, як остання починає змінювати напрямок, тобто перетинає ліву сторону піка чи западини лінії %D. Вважається, що праві перетинання є більш надійнішими сигналами, ніж ліві.

Під час аналізу ліній стохастичного осцилятора іноді виникає ситуація, коли %K перетинає %D знизу вгору і потім відхиляється вниз на кілька відсоткових пунктів на наступному періоді, але не може знову прорвати %D перед своїм новим кидком вгору. Така ситуація називається «коліном». Вона приблизно вказує на силу і стійкість зростання цін. Модель, що виникає в разі падіння цін, тобто у верхній частині критичних значень осцилятора, називають «плечем».

У стохастичном аналізі застосовуються ще й так називані «попереджувальні моделі». Це – гаки і петлі. Ідея розроблення цих моделей полягала в тому, щоб вони, передвіщаючи реальні перетинання, відкривали можливість завчасного входження в ринок чи виходу з нього. Модель петлі означає просте спостереження того, що лінія %D починає загинатися, попереджаючи про зміну напрямку, що тільки-но зароджується, до реального перетину з лінією %K. Модель гака призначена для спостереження екстремального повороту чи зміни напрямку лінії %K перед перетином з лінією %D. Але на думку деяких дослідників, обидві моделі подають занадто ранні сигнали і доцільно їх або зовсім не використовувати, або ж використовувати лише з метою фіксації доходів.

Значно потужніші сигнали подають дві інші моделі стохастичного осцилятора – «ведмежі» і «бичачі спрямованості настрої». Ведмежі настрої виникають, коли ціни ростуть і створюють серії

наростаючих піків та западин. Стохастичний осцилятор у стані дивергенції, створює модель западин, що знижуються, у той час, як ціни продовжують рости. Таке спрямування свідчить про те, що наступний стрибок цін може створити важливу вершину. Бичачі настрої виникають, коли ціни падають, створюючи серії западин та вершин, що знижуються. Стохастичний осцилятор у стані дивергенції і створює модель піків, що підвищуються, у той час як ціни продовжують падати. Ця ситуація вказує на те, що ціни незабаром можуть утворити важливу западину.

### ***Схема торгівлі в межах каналу з використанням сигналів стохастичного осцилятора***

Звичайна побудова лінії каналу, як правило, не викликає труднощів. У випадку висхідної тенденції, спочатку на графік наноситься основна висхідна лінія тенденції. Вона проходить через точки спадів. Потім проводиться пряма, паралельна основній висхідній лінії тренду. Ця лінія пройде через точку першого значного піка. Дві лінії, проведені знизу нагору ліворуч і праворуч і утворять канал (рис. 5.22). Якщо за наступного підйому ціни досягнуть однієї із ліній каналу (верхня лінія на рис. 5.22) і, відіпхнувшись від неї, знову попрямують униз, це буде підтвердженням існування каналу.



Рис. 5.22. Схема торгівлі в каналі

□ – відкриття позиції; ○ – закриття позиції.

Після того як побудовано зовнішні лінії каналу, і наявність каналу підтверджена подальшим рухом цінового графіка, деякі аналітики радять для зручності між нанесеними лініями провести ще одну, строго посередині. Ця лінія може бути додатковим показником рівня можливих покупок. Коли ціни в черговий раз досягають нижньої межі каналу, настає час для чергової купівлі. Якщо

ціна зростає до верхньої лінії каналу і навіть вище, то ринок характеризується надлишковою кількістю куплених акцій і варто приймати рішення про продаж позиції. Продавати потрібно на верхній лінії або поблизу її.

На рис. 5.22 наведена можлива торгова тактика в каналі з акціями компанії Lexmark International Group, Inc.(LXK) (квадратиками позначено передбачувану купівлю, а кружочками – продаж). На рис. 5.23 показана схема торгівлі цими ж акціями, але для підтвердження стану перекупання/ перепродажу використовується стохастичний осцилятор.



Рис. 5.23. Торговля в каналі з використанням сигналів стохастичного осцилятора.

Дві прямі на графіку індикатора – рівні перекупання і перепродажу: 85 і 15.

□ – відкриття позиції; ○ – закриття позиції.

Коли ціна піднімається до верхньої межі каналу і навіть вище і при цьому стан перекупання підтверджується стохастичним осцилятором, значення якого перевищує 85, у результаті одержуємо надійний сигнал до продажу. Коли ж ціна опускається до нижньої межі каналу і при цьому стохастичний осцилятор набуває значення 15 і нижче, маємо сигнал до купівлі.

Стохастичний осцилятор на рис. 5.23. свідчив про стан перекупання в кількох випадках, коли ціна не досягала верхньої лінії каналу. Такі ситуації варто ігнорувати, тому що ключовим критері-



єм для продажу є проходження цінового графіка через верхню лінію каналу, тобто стохастичний осцилятор використовується лише як підтверджуючий сигнал, а не як сигнал для продажу.

***Контрольні запитання***

- 1. Якими є особливості застосування фундаментального та технічного аналізу?*
- 2. У чому полягає сутність фундаментального аналізу? Якими є основні методи?*
- 3. У чому полягає сутність технічного аналізу? Якими основними поняттями оперують у цьому виді аналізу?*
- 4. Як охарактеризувати філософські основи технічного аналізу?*
- 5. Як охарактеризувати основні положення теорії Доу?*
- 6. Як класифікують методи технічного аналізу?*
- 7. Які основні види графіків технічного аналізу вам відомі?*
- 8. Які індикатори застосовують у технічному аналізі?*
- 9. У чому полягає доцільність графічних моделей технічного аналізу?*
- 10. У яких сферах застосовують технічний аналіз?*

## **Розділ 6. Інвестиційна діяльність міжнародних корпорацій**

### **6.1. Сутність поняття «Міжнародна корпорація»**

Міжнародні корпорації – це великі об'єднання промислових, торгових, транспортних або банківських фірм і компаній, діяльність яких виходить далеко за межі країн базування, забезпечуючи для них у такий спосіб сприятливі позиції у сфері виробництва, збуту, закупівлі товарів і надання послуг.

Міжнародна корпорація є формою структурної організації великої монополії, що здійснює прямі інвестиції в різні країни світу.

Перші міжнародні об'єднання підприємств виникли в 1860-1880-ті рр. XIX ст. в галузі видобутку, закупівлі й збуту мінеральної сировини. З розвитком капіталістичних відносин такі об'єднання почали формуватися в різних секторах світового господарства. У другій половині XX ст. форми й характер діяльності міжнародних компаній зазнали змін. Унаслідок розширення сфери функціонування великих корпорацій до масштабів світового господарства міжнародні об'єднання картельного типу, характерні для першої половини XX ст., поступилися місцем міжнародним концернам та іншим могутнім виробничим фірмам. На відміну від колоніальної епохи міжнародні об'єднання нового типу не задовольняються діяльністю на обмежених територіях, а керуються концепцією глобальної експансії, розглядаючи усе світове господарство як сферу додатка до свого капіталу.

Виникнення міжнародних виробничих формувань є закономірним наслідком розвитку поділу праці і виробничої кооперації (виробничого підприємства). Очевидно, що участь підприємств у розподілі праці спричиняє їхню спеціалізацію, яка супроводжується зростанням концентрації виробництва і капіталу, тобто збільшенням масштабів самих підприємств. Ця тенденція притаманна усім без винятку господарюючим суб'єктам.

**Головною ознакою міжнародної корпорації є здійснення нею прямих міжнародних інвестицій із країни свого базування у країни, що її приймає.**

**Країна базування** – країна, в якій знаходиться головний підрозділ міжнародної корпорації.

**Країна, що приймає**, – це країна, в якій міжнародна корпорація має дочірні, асоційовані або компанії-філії, створені на основі прямих інвестицій.

Цілеспрямоване вивчення феномену міжнародних корпорацій розпочалося з кінця 1950-х років. Більшість із дослідників відштовхувалися від теорії «економіки масштабу», яка дозволяє міжнародним корпораціям заощаджувати на витратах виробництва в результаті збільшення випуску продукції і перенесення його в інші країни. Згодом виник і сформувався технологічний напрямок теорії міжнародних корпорацій, згідно з яким поява корпорацій обумовлюється технологічною перевагою компаній розвинених країн, які створюють підприємства за кордоном для виконання допоміжних операцій, залишаючи контроль за передовою технологією прерогативою головної компанії. Трохи пізніше виникла теорія міжнародної організації, якою вважається корпорація після досягнення певного розміру.

У напрямках діяльності міжнародних корпорацій розрізняють два аспекти: територіальний та інтернаціональний. Територіальний полягає в тому мотиві, що кожна корпорація прагне одержати доступ до найдешевших природних і трудових ресурсів, скоротити витрати на транспортування товарів та обійти митні й інші бар'єри. Інтернаціональний аспект припускає, що корпорація, яка має філії в кількох країнах, може, спираючись на масштабні переваги, економічно більш ефективно виготовляти товар, ніж кілька незалежних корпорацій. Крім того, вона може маніпулювати звітністю з метою скорочення податків, а головне – забезпечувати контроль за належною їй технологією, наданою лише цілком контрольованим філіям.

Розрізняють міжнародні корпорації трьох основних видів.

**Транснаціональні корпорації (ТНК)** – їхня головна компанія належить капіталу однієї країни, а філії розкидані по багатьох країнах світу. Інакше, ТНК – це найбільші компанії переважно з однонаціональним акціонерним капіталом і характером контролю над діяльністю всієї корпорації. ТНК здійснюють свою ділову активність в інших країнах, організовуючи там філії та дочірні компанії, що мають самостійні служби виробництва та збуту продукції, науково-дослідні центри і т. ін. Типовими прикладами ТНК є фірми «Дженерал Моторс», «Форд», концерн «Нестле».

**Багатонаціональні корпорації (БНК)** – їхня головна компанія належить капіталу двох або більше країн, а філії організовані в різних країнах. Це трести, концерни та інші виробничі об'єднання, що є міжнародними фірмами не тільки за ареалом своєї діяльності, але й за контролем над ними. БНК об'єднують національні компанії двох або більше країн на виробничій і науково-технічній

базах, що належать власникам з цих країн. До БНК, наприклад, належать концерни «Юнілевер», «Фіат-Сітроєн».

Третім видом міжнародних корпорацій є **міжнародні корпоративні спілки**, які найчастіше набувають організаційної форми **консорціумів**. Вони утворюються на виробничій, науково-технічній і комерційній основі і є спеціальними об'єднаннями промислових, банківських та інших концернів, мета яких полягає у вирішенні масштабних економічних завдань. Прикладом міжнародної корпоративної спілки є консорціум «Airbus Industry».

## **6.2. Особливості функціонування транснаціональних корпорацій у міжнародній економіці**

Переважна більшість сучасних міжнародних корпорацій мають форму ТНК. Розподіл міжнародних корпорацій на ТНК і БНК досить умовний, оскільки за сучасних умов важливо не те, капіталу скількох країн належить головна компанія корпорації, а глобальність її діяльності, інвестування та отримання прибутку. У цьому сенсі міжнародними можна вважати всі корпорації, що мають хоча б одну закордонну філію, створену на основі прямих інвестицій. Проте очевидно, що до розряду ТНК у такому разі можуть бути віднесені й досить невеликі фірми, які мають один єдиний підрозділ по той бік кордону. Насправді під ТНК прийнято розуміти лише дійсно великі міжнародні корпорації, що суттєво впливають на світовий ринок товарів і фактори виробництва.

У 1974 р. при Економічній і Соціальній раді ООН були створені Комісія з питань транснаціональних корпорацій та Центр ТНК як її робочий орган. Ця подія засвідчила визнання світовим співтовариством зростання ролі ТНК в міжнародній економіці. У мандаті Комісії серед іншого значилося вивчення нового на той час феномена ТНК і розробка кодексу діяльності ТНК. Пізніше Комісія була перетворена в підрозділ Конференції ООН з питань торгівлі і розвитку (ЮНКТАД).

За оцінками, вміщеними в Доповіді зі світових інвестицій, що періодично друкуються ЮНКТАД, у середині 1990-х років у світі налічувалося близько 37 тисяч ТНК, які мали понад 206 тисяч філій в усьому світі, а на близько 100 найбільших ТНК (крім транснаціональних фінансових компаній і банків) припадало майже 1/3 усіх прямих інвестицій.

Зі 100 найбільших ТНК 38 зосереджені в Західній Європі, 29 – у США, 16 – в Японії, решта – в Австралії, Канаді, Фінляндії, Новій Зеландії та інших індустріальних країнах.

ТНК, що базуються у великих індустріальних країнах, перевершують ТНК із менш розвинутих держав за абсолютним обсягом іноземних активів. Водночас іноземні активи ТНК із малих індустріальних країн становлять відносно велику частку в загальному обсязі активів ТНК.

Приблизно третина міжнародної торгівлі припадає на внутрішньокорпораційні постачання ТНК.

Якщо ранжувати 100 найбільших ТНК за розмірами іноземних активів, то найбільш істотною є їхня частка в електронній промисловості (26 % від загальної суми іноземних активів), у гірничорудній та нафтодобувній промисловості (24 %), автомобілебудуванні (19 %), хімічній та фармацевтичній промисловості (15 %), харчовій промисловості (9 %), торгівлі (4 %) і металургійній промисловості (4%).

За останні десятиліття в діловій активності транснаціональних компаній сталися серйозні зміни. Якщо на початку своєї діяльності транснаціональні корпорації формувалися як одногалузеві структури, то сьогодні вони здійснюють свої операції в багатьох галузях промисловості. Перехід на багатогалузеву структуру підсилює економічні позиції ТНК. Розпочавши багатогалузеву справу у своїй країні, вони згодом впроваджують набутий досвід в кілька галузей закордонних країн, що дозволяє їм більш успішно конкурувати з іншими фірмами на території країн, що їх приймають.

Найбільш характерними рисами ТНК є:

- створення системи міжнародного виробництва, розподіленого між багатьма країнами, але контролюваного з одного центру;
- висока інтенсивність внутрішньокорпораційної торгівлі між підрозділами, розташованими в різних країнах;
- відносна незалежність у прийнятті рішень від країн базування та країн, що їх приймають;
- глобальна структура зайнятості й міждержавна мобільність менеджерів; розроблення, передача та використання передової технології в рамках замкнутої корпоративної структури.

Особливості сучасного етапу розвитку транснаціональних корпорацій полягають не тільки в загостренні конкуренції між ними, але, як свідчить практика, й у виникненні взаємних відносин співробітництва, що отримали назву стратегічних альянсів. У рамках цих формувань транснаціональні корпорації можуть вирішувати найрізноманітніші проблеми, що постають перед ними на всіх трьох основних ринках світу.

Очевидно, що кінцевою метою транснаціональних корпорацій є отримання прибутку. Для досягнення цієї мети вони мають безліч переваг порівняно з іншими учасниками міжнародних економічних відносин. Насамперед, це збільшення території своєї дії. Розширення сфери діяльності дозволяє їм:

- мати у своєму розпорядженні природні й людські ресурси, а також науково-технічний потенціал інших країн;
- проникати на ринки інших країн «зсередини», оминаючи митні бар'єри закордонних країн як додатка свого капіталу;
- маючи філії в різних країнах, перебороти обмеженість внутрішнього ринку країн своєї резиденції, збільшуючи розміри підприємств і масштаби виробленої продукції до найбільш прибуткового рівня.

Транснаціональні корпорації мають переваги не тільки від розширення території експлуатації, але і внаслідок отримання зиску з різниці в економічному становищі країн. Маючи філії і дочірні компанії в різних країнах, ТНК можуть:

- здійснювати швидкий господарський маневр, зосереджуючи ті чи інші виробництва у країнах з дешевою сировиною і низькими розмірами заробітної плати;
- одержувати високі прибутки у країнах з низьким рівнем оподаткування;
- оптимізувати свої виробничі й збутові програми з урахуванням специфічних умов різних національних ринків;
- маніпулювати балансами своїх закордонних філій і дочірніх компаній, підкоряючи їхню політику прибутків і втрат інтересам центральної штаб-квартири.

Позитивним наслідком діяльності транснаціональних корпорацій є розвиток в їхніх рамках внутрішньофірмових відносин. Так, великого поширення набула внутрішньофірмова торгівля між окремими філіями і дочірніми компаніями ТНК, розташова-

ними в різних країнах, що за своєю формою відповідає нормам міжнародної торгівлі. Внутрішньокорпоративний торговий обмін між різними підрозділами транснаціональних фірм захищає їх від тиску міжнародної конкуренції, у такий спосіб впливаючи на весь товарообіг.

Крім того, внутрішньокорпоративний обмін дозволяє транснаціональній корпорації уникати тарифних бар'єрів. ТНК нерідко звільняються від сплати митних виплат на раніше вивезені матеріали.

ТНК мають чималі переваги від того, що внутрішньокорпоративні комерційні відносини вони здійснюють на основі так званих трансферних цін (цін усередині ТНК).

### **6.3. Умови та правила здійснення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій**

Правила дії міжнародних корпорацій, як форми економічного зв'язку між країнами базування і країнами, що їх приймають, у багатьох випадках не регулюються постановами національних законодавчих і виконавчих органів, а підпорядковуються внутрішньокорпоративним інтересам. Космополітизм міжнародних корпорацій, що придушує державність країн, в яких вони оперують, є причиною протистояння між ТНК, з одного боку, і країнами їхнього базування та країнами, що їх прийняли, з іншого.

Поки що не розроблено універсальних правил міжнародного інвестування ТНК, хоча окремі сторони міжнародного інвестування досить жорстко регулюються на регіональному рівні, наприклад у Західній Європі. Країни базування зазвичай регулюють діяльність ТНК через національне законодавство про корпорації без винятків для ТНК порівняно з національними корпораціями. Країни, що приймають міжнародні корпорації, установлюють правила функціонування підрозділів іноземних ТНК на їхній території на основі національних законів про іноземні інвестиції. Однак переговори, що здійснювалися впродовж кількох років у рамках Комісії ООН з питань ТНК під егідою МВФ і Світового банку, хоча й не мали наслідком прийняття деяких узгоджених правил функціонування ТНК, все ж дозволили визначити деякі загальні правила міжнародного інвестування, яких мають дотримуватися як ТНК, так і країни, що їх приймають.

Головна ідея цих правил – забезпечити максимальну свободу міжнародного переміщення капіталу, лібералізацію національних ринків капіталу.

Охарактеризуємо правила міжнародного інвестування.

**Право входування.** Означає правила, за умови дотримання яких ТНК дозволяється створювати філії на території суверенної держави. В ідеалі вони припускають відсутність необхідності отримання будь-якого дозволу від влади країни, що приймає, на здійснення інвестицій. Однак у більшості випадків право входування може обмежуватися урядом, якщо іноземні інвестиції або загрожують національній безпеці, або коли їхня мета суперечить чинному законодавству. Деякі країни встановлюють перелік галузей чи підприємств, іноземні інвестиції в які заборонені. Однак у будь-якому випадку найкращим шляхом регулювання права входування вважається оформлення вичерпного списку винятків, за яких іноземні інвестиції забороняються, з розумінням того, що в решті випадків вони дозволяються.

**Справедливий і недискримінаційний режим.** Передбачає надання іноземним інвесторам правового режиму, не менш сприятливого, ніж національним інвесторам. Означає свободу репатріації прибутку, переказу зарплатні та інших платежів. ТНК має право на компенсацію втрат внаслідок обставин, перерахованих у застосовуваному праві, яким звичайно є право країни, що приймає. Будь-які пільги і винятки, які можуть надаватися урядом країни, що приймає, повинні бути однаковими як для національних, так і для закордонних інвесторів.

**Припинення контракту.** Означає право країни, що приймає, в односторонньому порядку експропріювати (націоналізувати) філію ТНК за умов дотримання чинного законодавства і виплати нормальної компенсації інвестору. Компенсація вважається нормальною, якщо вона є достатньою (виплачується справедлива ринкова вартість підприємства), ефективною (виплачується в прийнятній для інвестора валюті за ринковим курсом на день переказу), швидкою (виплати виключають необґрунтовані затримки; у випадку їхнього виникнення інвестору сплачується ринковий відсоток із затриманих сум). Експропріація іноземних інвестицій без виплати нормальної компенсації вважається припустимою тільки за рішенням суду у випадку грубого порушення ТНК законів країни, що їх прийняла, і причетності до злочинної діяльності. У таких випадках за ТНК лишається право звернутися в міжнародний арбітраж.

**Урегулювання спорів.** Вважається, що кращим способом урегулювання спорів між ТНК і країною, яка приймає, є переговори. Якщо вони не досягають результату, то спір у більшості випадків



розв'язується судом країни, що приймає, на основі її законодавства або незалежним арбітражем на основі Міжнародної конвенції з питань урегулювання інвестиційних спорів, підписаної 115 країнами під егідою Світового банку.

Серед внутрішніх причин, що спонукають корпорацію до інвестицій за кордоном виокремимо такі:

- великі транспортні витрати;
- високий митний тариф;
- обмеження на імпорт (квоти);
- преференції для місцевих виробників.

Вважається, що сприяють прийняттю корпорацією рішення про іноземні інвестиції такі фактори:

- розмір і привабливість ринку;
- сприятливий рівень виробничих витрат;
- близькість до покупців;
- пільги, надані владою.

### ***Розглянемо варіанти здійснення інвестицій.***

**Складальний завод** є компромісом між прямим експортом і закордонним виробництвом. Він дає можливість уникнути великих транспортних витрат і водночас скористатися більш низькими митними тарифами на незавершені вироби. Фірма використовує місцеву робочу силу.

**Контракти на виробництво** з місцевим виробником дають можливість фірмі обійтися без інвестицій у виробництво і без витрат на транспорт і митницю. Однак виникає проблема контролю якості, ризик передати виробничі ноу-хау іноземній фірмі, яка згодом може стати конкурентом. Цей ризик знижується, якщо головними факторами конкурентоспроможності є імідж марки і маркетингове ноу-хау.

**Ліцензійні угоди.** Ця форма інвестування має більш формальний і довгостроковий характер. Фірма (ліцензіар) передає місцевій фірмі патент, марку, найменування, «ноу-хау» і надає технічну допомогу. Фірма-покупець (ліцензіат) виплачує початкову суму і роялті. Переваги угоди для обох партнерів ті ж самі, що й для договору франшизи. Проблема полягає в ускладненні контролю та відсутності прямої участі фірми, що продала ліцензію. Є ризик втрати ринку фірмою-ліцензіаром, якщо через кілька років ліцензіат вирішить діяти незалежно.

**Спільні підприємства.** Транснаціональна фірма вкладає частину капіталу і має право голосу в керуванні створюваною фір-

мою. Така позиція забезпечує кращий контроль над операціями. Співробітництво з місцевою організацією – це фактор, що полегшує інтеграцію в незнайоме середовище.

**Пряме інвестування.** Фірма самостійно інвестує у виробництво в іншій країні, купуючи підприємство, що діє, або створюючи нове. Це максимальна участь фірми у виробництві за кордоном.



Рис.21. Складники прямого інвестування на закордонних ринках

Як бачимо, форми входження в закордонний ринок різноманітні і зазвичай пов'язані з різними ризиками та масштабами інвестицій.

## **6.4. Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав**

Міжнародні корпорації своєю політикою впливають на світову економіку, як через країни базування, так і через країни, що їх приймають.

Як свідчать звіти ЮНКТАД, міжнародні гіганти глибоко вкорінилися в господарську структуру держав, що розвиваються. Більшість іноземних корпорацій, з огляду на загострення сировинної та енергетичної кризи, ідуть на співробітництво з урядами чи підприємцями цих країн, розміщуючи свої інвестиції у підприємства видобувних галузей економіки. Підтримуючи прагнення держав, що розвиваються, покінчити зі своєю економічною відсталістю, міжнародні корпорації створюють у цих країнах філії і дочірні компанії в обробній промисловості. Однак зазначимо, що, виходячи зі своїх інтересів, ТНК переносять у країни, що розвиваються, трудомісткі, енергоємні і матеріаломісткі виробництва, а також екологічно небезпечні виробництва.

Розрізняють кілька видів філій та дочірніх компаній, створених транснаціональними корпораціями в країнах, що розвиваються.

По-перше, це залежні від ТНК філії і дочірні компанії, що зосереджені на експлуатації сировинних ресурсів. Вони, як правило, здійснюють видобуток і первинне оброблення сировини, а етапи транспортування і глибокої переробки та реалізації продукції передаються вищим ланкам технологічного ланцюга міжнародних корпорацій. Хоча країни, що розвиваються, провели націоналізацію активів ТНК у сировинних галузях, проте міжнародні корпорації, як і раніше, зберігають панівну роль у світовому виробництві та збуті паливно-сировинних ресурсів. Так, за даними ООН, усього 15 ТНК контролюють 70 % світового експорту каучуку і нафти, понад 80 % – міді й олова та понад 90 % – деревини, залізної руди і бокситів.

До другого виду належать філії й дочірні компанії, що орієнтуються на розвиток імпортозамісного виробництва у державах, що розвиваються. Цього вони досягають розширюючи виробничий потенціал філій і дочірніх компаній та імпортуючи машини й устаткування з промислово розвинутих країн базування ТНК.

Третій вид утворюють філії, налаштовані на розвиток експортоорієнтованого виробництва. З огляду на низькі ціни на місцеву сировину та мізерні розміри заробітної плати міжнародні фірми створюють у державах, що розвиваються, підприємства, які виго-

товляють продукцію, призначену на експорт у країни свого базування чи в інші країни.

Укоренившись в економіку країн, що розвиваються, транснаціональні корпорації захоплюють там провідні позиції в основних галузях національної економіки. Так, ТНК контролюють 40 % усього промислового виробництва країн, що розвиваються, половину їхньої зовнішньої торгівлі. Зазначимо, що норма прибутку на прямі капіталовкладення у державах, що розвиваються, у середньому вдвічі перевищує відповідний показник у промислово розвинутих країнах.

До сфери своєї діяльності за кордоном транснаціональні корпорації залучають безліч місцевих компаній, у тому числі малі й середні. Зростання залежності підприємств малого бізнесу від ТНК обумовлене формуванням прямих функціональних зв'язків на основі розвитку технології виробництва, спеціалізації, кооперування, організації збуту продукції, передачі ноу-хау і т. ін.

Хоча транснаціональні корпорації і не прилучаються до благодійної діяльності в державах, що розвиваються, проте об'єктивно вони сприяють розвитку їхньої промисловості, змінюють структуру їхнього народного господарства і тим самим частково модернізують участь цих держав у міжнародних економічних відносинах.

Транснаціональні корпорації, що функціонують на територіях промислово розвинутих країн, також дедалі все більше впливають на їх економіку і державну політику. У міру свого перетворення на структурний елемент національної економіки промислово розвинутих країн, різні міжнародні компанії намагаються організувати процес виробництва, реалізацію і перерозподіл продукції з орієнтацією на власні інтереси, що неминуче приводить до виникнення протиріч між економічними інтересами цих країн та інтересами ТНК. У моменти загострення політичних відносин, внутрішніх і міжнародних економічних криз ці протиріччя набувають особливої гостроти. ТНК у даний час контролюють понад одну третину промислового виробництва у світі. Водночас зростає роль міжнародних компаній у світовій торгівлі. Значна її частина припадає на зустрічні поставки сировини, готових виробів і проміжних продуктів між різними ланками однієї і тієї ж компанії, а також між філіями і підпорядкованими їм фірмами. У цілому під контролем ТНК опинилося понад половину обсягів світової торгівлі товарами і майже 80 % патентів на нову техніку та технологію.

Основна причина опору щодо діяльності ТНК у країнах базування полягає в тому, що, створюючи виробництва за кордоном, корпорації переносять туди частину робочих місць, які втрачають трудящі країни базування. Крім того, з погляду держави базування, ТНК, створюючи закордонні філії, уникають оподаткування частини зарубіжного прибутку, у результаті частка їхніх доходів у вигляді можливих податків не потрапляє до бюджету і не може бути використана для фінансування соціальних та інших суспільно важливих програм у країні базування. У багатьох великих країнах базування ТНК представники громадськості і держави нерідко висловлюють вимоги щодо впровадження податку на відтік національного капіталу за кордон чи інших обмежень міжнародної діяльності ТНК. Однак, як випливає з макроекономічного аналізу, для країни базування в цілому позитивні результати більш ефективного використання національного капіталу за кордоном значно перекривають негативні ефекти, що є наслідком скорочення розміру податків, які стягуються з ТНК.

Країни, що приймають ТНК, у більшості випадків побоюються політичного тиску з їхнього боку, а також їхнього проникнення в галузі, пов'язані з національною безпекою. Це штовхає їх на прийняття законів, що обмежують або навіть забороняють іноземні інвестиції у певні сфери цих держав. Крім того, ТНК цілком природно зустрічають опір з боку місцевих виробників аналогічних товарів, які не в змозі витримати іноземної конкуренції і тому вимагають від уряду вжиття протекціоністських заходів. Проте на практиці, в умовах низького рівня заощаджень та недостатності інвестиційних ресурсів, все більше країн, що приймають ТНК, насамперед прагнуть залучити їх до своєї економіки шляхом надання податкових та інших пільг, аніж обмежити приплив іноземного капіталу.

За останні десятиліття країни, що розвиваються, набули значного досвіду в побудові взаємовідносин із ТНК та регулюванні їхніх операцій. Це розширило можливості цих країн у використанні потенціалу ТНК для реалізації завдань власного розвитку. Ще в 1980-ті роки в більшості країн було здійснено лібералізацію інвестиційного клімату для транснаціональних корпорацій з введенням додаткових пільг для їхніх операцій. Деякі з країн, що обмежували інвестиції ТНК, почали активно залучати іноземні компанії. У той же час деяким країнам, що розвиваються, за допомогою капіталу ТНК певним чином удалося забезпечити умови для розширеного відтворення, прискорити розвиток продуктивних

сил, досягти змін у структурі економіки, збільшити експорт промислових товарів. ТНК активно прилучилися до створення у деяких з них обробної промисловості.

Оцінюючи вплив ТНК, кожній із країн варто враховувати багатоплановий ефект їхньої діяльності в національній економіці: зростання виробництва місцевих постачальників, підрядників, підвищення кваліфікації робочої сили, зростання заробітної плати, зайнятості на іноземних підприємствах і т. ін.

Як бачимо, тезу позитивної ролі транснаціональних корпорацій у світовій економіці зараз досить важко заперечувати. Усі тепер зрозуміли, що внесок ТНК у світовий технологічний прогрес величезний і він важливий не тільки для тих держав, яким належать ТНК, але й для світової економіки в цілому. Незважаючи на те, що економічні відносини між колишніми метрополіями і колоніями досить далекі від ідилії, але без транснаціональних корпорацій ці відносини були б ще гіршими, а рівень життя населення країн, що отримали незалежність, швидше за все був би набагато нижчим.

Усе це визначає необхідність формування обґрунтованої політики відносно ТНК, а також пошуку найбільш доцільних способів використання їхніх ресурсів для вирішення завдань національного розвитку. Значна лібералізація зовнішньоекономічної політики країн, що розвиваються, сприяла кількісному збільшенню інвестицій ТНК в їхню економіку. Аналогічна ситуація має місце і щодо перспектив залучення прямих інвестицій в Україну, яка зазнає значні конкуренції з боку країн, що розвиваються, у сфері отримання іноземних капіталовкладень. На сьогодні для України дуже важливим є більш глибоке інтегрування у світову економіку, а отже, й лібералізація її інвестиційного клімату.

Транснаціональні корпорації зміцнюють позиції своєї держави на території інших країн, створюючи там анклавні своєї власності у вигляді філій або дочірніх підприємств. Історія свідчить, що така система забезпечує реальний міжнародний вплив держави навіть у тих випадках, коли колоніальні країни одержують політичну незалежність. З вищевикладеного можна дійти висновку, що транснаціональні корпорації є тим самим механізмом, який дозволяє їм зберігати своє економічне панування в країнах, що одержали політичну незалежність.

Паралельно з економічним сприянням транснаціональні корпорації допомагають розвивати світові комунікації, посилювати роль міжнародних організацій.

Економічне значення транснаціональних корпорацій настільки велике, що в історично доступному періоді вони залишаються одним із важливих факторів посилення впливу промислово розвинутих країн на більшість регіонів світу. Звідси випливає очевидний висновок, що турбота про перетворення провідних вітчизняних корпорацій у транснаціональні є усвідомленою метою зовнішньої політики держав, які прагнуть до підвищення своєї ролі в міжнародному масштабі.

## **6.5 Інвестиційні аспекти корпораційної діяльності**

### **6.5.1. Доцільність процедури злиття**

Одним із головних завдань інвестиційної діяльності корпорацій є прагнення до процедури злиття, в якій віддзеркалюються інвестиційні можливості компанії, напрями її стратегічного розвитку та ефективність фінансового менеджменту. У цьому пункті ми розглянемо інвестиційні мотиви реструктуризації, а також такі її форми, як злиття, розділення, організація холдингової компанії.

Теоретичне обґрунтування високого рівня активності щодо корпоративного злиття запропоновано інвестиційними менеджерами Сполучених Штатів Америки у вигляді мотивів до злиття. Розглянемо окремі з них.

**Синергізм.** Головною мотивацією для більшості випадків злиття підприємств є підвищення їхньої загальної вартості. Якщо компанії А і В зіллються в компанію С, а вартість С перевищуватиме вартості А і В, узяті окремо, то йтиметься про ефект синергізму. Таке злиття буде корисним для акціонерів обох компаній (А і В).

Ефект синергізму забезпечують чотири джерела: 1) *економія витрат*, пов'язаних з поточною діяльністю; її одержують за рахунок зростання масштабів виробництва (ефект масштабу), підвищення рівня менеджменту, маркетингу, розподілу виробництва; 2) *економія фінансів*, що має підґрунтям більш низькі транзакційні витрати на проведення операцій та більш досконале ведення фінансової діяльності компанії; 3) підвищення результативності управління; мається на увазі, що управління однією фірмою є менш ефективним і що фонди фірми після злиття будуть використовуватися більш продуктивно; 4) *посилення впливу* на ринку через зниження конкуренції після злиття.

Зауважимо, що економія витрат, пов'язаних з поточною діяльністю, та економія фінансів соціально бажані, як і злиття, які пі-

двищують ефективність управління, але злиття, які знижують конкуренцію, є небажаними і водночас незаконними.

**Критерій компенсації оподаткування.** Компенсація податку стимулює злиття. Наприклад, фірма, яка має високі доходи і, отже, належить до найвищої категорії оподаткування, може злитися з фірмою з великою кількістю накопичених несплачених податків. Такі несплати після злиття можуть бути швидше перетворені на суму, заощаджену за рахунок зменшення податкових виплат та напевно використані в майбутньому.

Злиття може також забезпечити для компанії ринок збуту готівки. Якщо у фірми обмежені можливості зовнішньої інвестиції порівняно з потоком її готівки, то вона матиме надлишок готівки, а її дії щодо розміщення цього надлишку розвиватимуться у такій послідовності: оплата додаткових дивідендів, інвестування в ринкові цінні папери, викуп власних акцій або придбання акцій іншої фірми. Якщо фірма одержує додаткові дивіденди, то її акціонери мають сплатити прямі податки з обігу. Ринкові цінні папери, такі як «требондз», завжди забезпечують хороше тимчасове розміщення грошей. Але слід мати на увазі, що норма прибутку від таких паперів менша, ніж прибутки, яких вимагають акціонери.

**Придбання фондів.** Іноді фірма може бути запропонована як можливий кандидат для придбання, оскільки встановлена її вартість значно перевищує її ринкову вартість.

**Вкладання капіталу в різні підприємства.** Більшість менеджерів вважають, що вкладання капіталу в різні напрямки бізнесу через злиття має сенс. Вони стверджують, що таке вкладення капіталу сприяє стабілізації обігу грошей, зароблених фірмою, і тому воно вигідне її власникові. Стабілізація зароблених грошей є безперечно корисною для працівників фірми, її постачальників і замовників, проте значення цього фактора для акціонерів і кредиторів є помітно меншим. Якщо акціонера турбує нестабільність отримання прибутку за акції від фірми, він/вона може вкласти гроші, придбавши і перепродавши акцій. Як правило, фірми А і В об'єднуються для стабілізації зароблених грошей. Акціонер фірми А може продати половину своїх акцій в А та використати отриману суму для купівлі акцій фірми В, оскільки ті мають значно нижчу ціну напередодні злиття фірм.

Для власника-керівника фірми закритого типу практично неможливо продати частину своїх акцій, щоб диверсифікуватися, тому що це збіднить його володіння та, можливо, з'являться значні зобов'язання щодо сплати податків на капітальні доходи. У



цьому випадку для досягнення особистої диверсифікації також власнику варто диверсифікуватися через злиття. Однак для фірми відкритого типу диверсифікація з метою зменшення ризику для акціонерів, звичайно, не є справжнім мотивом для злиття.

**Особисті стимули менеджерів.** Інвестиційним менеджерам подобається розглядати ділові рішення з позицій економіки. Однак безсумнівно, що деякі ділові рішення мають підґрунтям переважно особисті мотиви менеджерів, аніж економічний аналіз. Більшості людей (до них належать і лідери бізнесу) до вподоби влада, до того ж пов'язана з управлінням великою корпорацією, ніж малою. Очевидно, що жоден керівник не погодиться, щоб його/її егоїзм став головним чинником серії злиттів, але досвід свідчить, що цей мотив дійсно відіграє велику роль у здійсненні більшості таких проєктів. Вважається також, що заробітна платня керівників має високий кореляційний зв'язок з розміром компанії: чим більша компанія, тим вищий заробіток має вищий керівний склад. Отож, деякі корпорації здійснюють агресивні програми придбання.

**Типи «поглинать».** Інвестиційні менеджери класифікують захоплення інших фірм за чотирма типами: 1) горизонтальні, 2) вертикальні, 3) конгенеретичні, 4) конгломеративні.

**Горизонтальне злиття** відбувається, коли одна фірма об'єднується з тією, яка має таке ж саме виробництво. Таким було, наприклад, злиття AT&T та McSaw CePiIar Cottpication Co, оскільки обидві фірми мали профілем своєї діяльності – надання телекомунікаційних послуг. Прикладом вертикального злиття є придбання виробником сталі одного зі свої постачальників – фірми, що добуває залізо або вугілля, або придбання виробником нафти компанії, що використовує його продукцію. Нещодавнє злиття Medco Containtpent Services Inc., яка продає медпрепарати за зниженими цінами, з Merch&Co., провідним виробником ліків, належить до типу вертикального злиття.

**Конгенеретичний** означає близький за природою та за діями, і тому відповідний тип злиття охоплює близькі підприємства, але не виробників однієї продукції (горизонтальне злиття), або фірм, що знаходяться у зв'язку виробник – постачальник (вертикальне злиття). Прикладами конгенеретичних злиттів є захоплення корпорацією Uniliver компанії Chesebrough-Ponds, а також придбання Philip Morris компаній General Foods і Kraft.

**Конгломеративне злиття** має місце, коли об'єднуються далекі підприємства. Прикладом є придбання компанією Mobil Oil компанію Montgotery Ward.

### 6.5.2. Процедура злиття компаній

Одна компанія (як правило, більша з двох), вирішивши купити іншу компанію, сплчатку проводить переговори про ціну з керівництвом компанії, яку планує придбати, а потім купує її.

Інколи компанія, яку «поглинають», ініціює угоду. Хоча така поведінка більше відповідає компаніям, які прагнуть до придбання інших, ніж компаніям, які хочуть бути придбаними. У нашому подальшому міркуванні будемо іменувати компанію, що хоче придбати іншу компанію, компанією, яка бажає «поглинути», а компанію, котру вона хоче придбати, компанією, яку «поглинають». Якщо компанія, яка хоче «поглинути», виявляє за можливу мету придбання, то вона повинна встановити: 1) відповідну ціну або перелік цін; 2) орієнтовний вид платежу – готівка, власні акції, облігації або їхню комбіновану (змішану) пропозицію.

Далі керівництво компанії, яка бажає придбати, повинно обговорити усі подробиці злиття разом із керівництвом компанії, що поглинається (тобто компанії, яку хочуть придбати). Якщо компанія, яка «поглинає», має підстави вважати, що керівництво компанії, яку вона «поглинає», схвалює злиття, тоді вона тільки пропонує це злиття та намагається сформулювати якісь прийнятні умови угоди. Якщо угоди досягнуто, тоді обидві команди менеджерів повідомляють про злиття утримувачів своїх акцій, зазначаючи, що вони схвалили злиття, а керівництво компанії, яку «поглинають», рекомендуватиме своїм утримувачам акцій погодитися зі злиттям. Як правило, утримувачам акцій пропонують передати (або підписати) свої акції в зазначений фінансовий інститут разом із нотаріально засвідченим дорученням, яке передає право власності на їхні акції компанії, що «поглинає». Утримувачі акцій компанії, яка буде «поглинена», згодом одержать спеціальні платежі у вигляді акцій компанії, яка «поглинає» (у цьому разі утримувачі акцій компанії, яку придбали, стануть акціонерами компанії, яка придбала), готівку, облігації або комбіновано – готівку та цінні папери. Це буде **дружнє злиття**.

Поглинання (злиття) компанії RCA компанією General Electric (GE) є прикладом такого дружнього злиття. По-перше, Ради директорів обох компаній заявили, що RCA погодилася бути придбаною GE за умови бути проданою повністю за готівку за ціною по 66 доларів і 50 центів за акцію. Злиття було спочатку схвалене акціонерами, Федеральною комісією з питань комунікації та Міністерством юстиції США, а потім остаточно оформлено. Іншими прикладами дружнього злиття є: придбання компанією Fe-

deral Express компанії Tiger International, злиття компанії Tite з компанією Warner Cottpication та придбання компанією AT&T компанії McSaw.

Однак часто керівництво компанії, яка поглинається, чинить опір злиттю. Можливо, менеджери вважають заниженою ту ціну, яку запропонували за акції їхньої компанії, або вони просто хочуть зберегти свої робочі місця. У тому чи іншому разі про пропозицію компанії, яка поглинає, заявляється як про ворожу, а не про дружню, тому компанія, яка хоче придбати, повинна звернутися безпосередню до акціонерів компанії, яку поглинають. У разі агресивного поглинання поглинаюча компанія буде переконувати акціонерів компанії, яку поглинають, що вона прагне до контролю, передачі або пропозиції до передачі їхніх акцій в обмін за пропонувану ціною (ціна, як правило, встановлюється залежно від суми, що припадає на частку придбаного акціонерного капіталу, хоча вона може встановлюватись і в показниках компанії, яку поглинають).

У разі **агресивного поглинання** все ж таки керівництво компанії, яка поглинається, буде спонукати акціонерів не передавати свої акції, як правило, стверджуючи, що запропонована ціна нижча ринкової. Через те, що пропозиція купівлі акцій є прямим зверненням до акціонерів, то вона не потребує згоди керівництва компанії, що поглинається. Практика пропозицій купити акції не нова, але кількість таких пропозицій в останні роки відчутно зростає.

**Державне регулювання злиття** (на прикладі США). До середини 1960-х років дружнє злиття, як правило, здійснювалося простим приєднанням акціонерного капіталу, що перейшов з іншої компанії, а боротьба за контроль над компаніями була єдиним аргументом у протистоянні керівництва обох компаній. Однак в середині 1960-х років скуповувачі акцій з метою придбання контролю над компаніями почали діяти по-іншому. По-перше, вони відчували, що дуже багато їхнього часу і сил потребує організація боротьби за контроль, оскільки вони вимушені були спочатку вимагати список утримувачів акцій компанії коли та відмовлялася виконати рішення суду про передачу їм цього списку. Протягом цього часу керівництво компанії, яку призначали до придбання, могло обмірковувати різні стратегії, щоб протистояти натискові покупців акцій. У результаті ініціатори боротьби за контроль в основному терпіли поразку.

З огляду на це, Конгрес США намагався полегшити становище компанії, яку поглинають, і захистити її від пропозицій ворожого поглинання. Крім того, Конгрес дійшов висновку, що власники акцій повинні мати спрощений доступ до інформації щодо пропозицій купівлі, заявлених особисто ними, разом з інформацією про кожну акцію, яку буде їм запропонований замість готівки, щоб правильно визначати, приймати чи не приймати таку пропозицію.

Згідно з законом Вільямса були внесені три основні обмеження щодо діяльності компаній, що поглинають:

1. Особи, які придбали нову компанію, повинні відкрити свої теперішні та майбутні наміри упродовж 10 днів з моменту концентрації – 5 % акціонерного капіталу компанії, а також вказати джерело фондів, які використовувалися на придбання цієї компанії.

2. Акціонерам компанії, що поглинається, повинна бути надана можливість, у крайньому разі, у 20-денний термін запропонувати до продажу свої акції. Отже, афера (пропозиція) повинна бути «відкрита», у крайньому разі, 20 днів.

3. Якщо компанія підвищить запропоновану ціну в 20-денний термін відкритого періоду, то всі акціонери, котрі пропонували свої акції на продаж до нової пропозиції ціни, повинні одержати гроші, виходячи з нової ціни.

Як бачимо, усі ці обмеження були спрямовані на те, щоб зменшити можливість стихійного прийняття пропозиції продажу акціонерами компанії, що поглинає.

### **6.5.3. Інвестиційний аналіз злиття**

Теоретично аналіз поглинань не надто складний. Фірма, яка поглинає, зазвичай аналізує стан кошторисів капіталовкладень та їхню окупність (економічний аналіз ефективності капіталовкладень) для визначення того, чи буде перевищувати очікуваний поточний прибуток у вигляді наявних грошових надходжень суму, яка повинна бути сплачена за компанію, що поглинається, і якщо чистий прибуток при цьому має позитивне значення, то фірма, яка поглинає, може укладати угоду про придбання.

З погляду фінансового аналізу здійснюються два основні типи операцій злиття: операційне та фінансове.

1. **Операційне злиття** — це злиття двох компаній, за якого їхні операції об'єднуються з метою отримання можливого ефекту синергізму. Угоди злиття компанії Chetical Banking з компанією Manufactures Hanover та компанії NCNB з компанією CLS/Sovran є позитивними прикладами операційного злиття.

2. **Фінансовим злиттям** називається таке злиття, за якого компанії, що злилися, не діють як єдина економічна одиниця і від їхнього злиття не очікується поточний економічний ефект.

Прикладом фінансового злиття є поглинання компанією Coca-Cola компанії Columbia Pictures.

Як правило, злиття поєднують в собі ознаки обох типів. Якби компанія Mobile придбала компанію Marathon Oil, то це злиття було б, в основному, операційним. Однак злиття компанії Mobile з компанією U.S.Steel, як переможницею, по суті, мало переважно фінансовий характер, ніж операційний.

**Умови злиття.** Умови здійснення злиття повинні містити відповіді на два важливих запитання:

1. Хто буде контролювати об'єднане підприємство?

2. Скільки заплатить компанія, яка поглинає, за компанію, що поглинається?

Обговоримо обидва аспекти докладніше.

Контроль після злиття. Становище у сфері службового контролю часто є життєво важливим. По-перше, уявімо ситуацію, що фірма, яка є власністю менеджера, переходить у власність великого концерну. Природно, що власник-менеджер фірми, що поглинається, стурбований можливою втратою свого високого статусу і, подбавши про дружні стосунки з робітниками, прагне до збереження за собою права управляти справами після злиття. Якщо це питання стоїть дуже гостро, то власникам компанії, що поглинає, слід його обговорити під час переговорів про злиття.

Якщо фірма, що належить органам влади, тобто вона не контролюється її менеджерами, зливається з іншою компанією, все ж безпосереднє керівництво фірми, що поглинається, також стурбоване своїм майбутнім після злиття. Якщо компанія, яка поглинає, погоджується зберегти колишнє керівництво, то воно може стати прихильником злиття і буде рекомендувати власникам своїх акцій підтримати цей захід. Якщо ж колишнє керівництво будуть примушувати піти з компанії, то воно чинитиме опір такому злиттю.

Сплатчена ціна. Другою з головних проблем злиття є ціна, яку треба сплатити за компанію, що поглинається. При цьому з'ясовується, чим буде сплачено власникам компанії, яка поглинається: готівкою чи цінними паперами. Фінансовий аналіз, що передуює з метою, аналогічний звичайному аналізу під час складання кошторисів капіталовкладень та їхньої окупності (економічному аналізу ефективності капіталовкладень, що намічаються): оцінюється додатковий прибуток (дохід), облікова ставка (обліковий відсо-

ток, ставка дисконту) використовується для визначення поточної вартості (дисконтної вартості — суми очікуваного в майбутньому доходу) цього прибутку і, якщо поточна вартість (дисконтна вартість) майбутнього додаткового доходу перевищує ціну, яку треба заплатити за компанію, що поглинається, то злиття схвалюється.

Зазначимо, що коли вартість компанії, яку поглинають, перевищує вартість компанії, що поглинає, тобто її ринкову ціну як окремої економічної одиниці, то злиття неможливе. Очевидно, що компанія, яка поглинає, намагається купити іншу за можливо нижчою ціною, у той час, як компанія, яку намагаються придбати, хотіла б бути проданою за вищу ціну.

Остаточна ціна визначається під час переговорів з тим, хто надає привабливіші умови. Чим більший прибуток від ефекту синергізму, тим більший простір для переговорів і тим більша можливість того, що злиття дійсно відбудеться.

**Розробка оборонної тактики.** Компанії, що підлягають поглинанню, і не бажають бути придбаними будь-ким, як правило, звертаються за допомогою до інвестиційного банкірського дому або ж юридичної фірми, яка спеціалізується на блокуванні поглинань.

Захист від поглинань передбачає такі тактичні прийоми:

1. зміна статусу компанії таким чином, щоб тільки одна третина директорів обиралася щорічно і щоб тільки 75 % голосів (кваліфікована більшість), а не проста їхня більшість схвалювали злиття;
2. спроба переконати власників акцій компанії, яка поглинається, у тому, що запропонована потенційним покупцем ціна занадто низька;
3. здійснення галасу навколо проблеми антитрестовського законодавства в надії на втручання в справу про злиття міністерства юстиції країни;
4. спроба підняти ціну так, щоб вона значно перевищувала запропоновану потенційним покупцем, або ж придбання раніше проданого на відкритому ринку акціонерного капіталу;
5. залучення до конкуренції з потенційним покупцем «білого лицаря», який більше підходить керівництву фірми, що поглинається, для придбання компанії (або контрольного пакету акцій);

6. звернення до «білого сквайра», тобто до особи, що дружньо ставить до нинішнього керівництва компанії, яка поглинається, з пропозицією про придбання частки акцій цієї компанії;
7. використання методу під назвою «отрутна пігулка» (про цей метод йдеться нижче).

Метод «отрутна пігулка» фактично призводить до економічного самогубства компанії. Щоб уникнути поглинання, вдаються до різних тактичних прийомів: взяття кредиту (позики) на умовах, що потребують негайної виплати всіх боргів у разі поглинення компанії; розпродаж за низькими цінами активів, які спочатку робили компанію привабливою для поглинання; проведення вигідних одноразових виплат під назвою «золотий парашут» керівництву компанії, яка поглинається, у такому розмірі, що їхнє вибуття унеможливує злиття; планування інших варіантів злиття, аби компанія залишилася з наявними активами сумнівної вартості та великим боргом обслуговування.

Найпоширенішим прийомом застосування «отрутної пігулки» є надання права на купівлю будь-якою компанією акцій компанії, що поглинає, за півціни, за умови, що злиття відбудеться. Наприклад, компанія Ig Perreg, яка є третьою за величиною серед виробників безалкогольних напоїв, розробила свій спосіб «отрутної пігулки», спрямований на зрив будь-яких планів її поглинання з боку компанії Cadbury Schweppers, найбільшого пайовика (володіє 25,9 % часткою акціонерного капіталу) компанії Ig Perreg. Прийом «отрутної пігулки» приготували до застосування на той випадок, коли б компанія Cadbury заволоділа 26 % акцій і більше. Застосування методу «отрутної пігулки» надавало б право усім акціонерам, за винятком акціонерів Cadbury, купувати звичайні акції компанії Ig Perreg зі знижкою 59 %. Проте «отрутна пігулка» не пропонувалася б тоді, якби Рада директорів компанії Ig Perreg схвалила пряму пропозицію ціни власникам акцій або ж запропонувала розрахунок, який би відповідав «корінним інтересам компанії».

Відверте використання «отрутних пігулок» компаніями, що поглинаються, стримується розумінням їхнього директорату того, що зайве використання цього засобу могло б ініціювати судові позови акціонерів особисто проти тих директорів, хто голосував за «отрутні пігулки» і, можливо, тим, що в найближчому майбутньому будуть прийняті закони, які обмежать подальше використання керівництвом «отрутної пігулки». Проте певні інвестиційні бан-

кірські будинки та адвокати, що спеціалізуються на злиттях, стурбовані обмірковуванням нових «формул отрутних пігулок», а інші ж навпаки активно намагаються винайти антиподи.

**Встановлення прийнятної ціни.** У випадку дружнього злиття, яке розробляється конфіденційно керівництвом двох компаній, важливо документально підтвердити, що узгоджена заздалегідь ціна є справедливою, інакше власники акцій кожної з компаній можуть порушити судову справу, щоб блокувати злиття. У будь-якому разі кожна сторона, що бере участь в угоді про злиття, може найняти інвестиційну банкірську фірму, щоб оцінити вартість компанії, яка поглинається, з одного боку, і допомогти встановити справедливую (прийнятну) ціну – з іншого боку. Наприклад, компанія General Electric скористалася послугами компанії Morgan Stanley для визначення справедливої ціни компанії Utop International. Так само вчинила компанія Royal Ditch, щоб їй допомогли встановити ціну, яку вона сплатила за Shell Oil. Однак навіть у разі, коли злиття не є дружнім, можна звернутися до інвестиційних банкірських фірм з проханням щодо визначення ціни.

У випадку несподіваної тендерної пропозиції (безпосередньо акціонерам компанії, що поглинається), компанія, що поглинає, прагнучиме придбати акціонерний капітал компанії, що поглинається, за якомога меншу ціну, у той час як компанія, що поглинається, буде намагатися довести, що запропонована за неї ціна занадто низька.

#### **6.5.4. Створення корпоративних альянсів та холдингових компаній**

Корпоративні альянси. Злиття – це не єдиний спосіб спільного використання ресурсів двох компаній. У дійсності багато компаній укладають спільні угоди про співробітництво, які за суттю схожі на злиття. Такі угоди корпорацій (компаній) мають назву корпоративних альянсів. Їхні різновиди охоплюють широкий спектр: від маркетингових угод до спільного володіння власністю для здійснення операцій світового масштабу. Наприклад, компанія IBM матиме доступ до засобів програмування компанії Apple, а компанія Apple матиме доступ до мікротехнологій IBM.

Іншою формою корпоративних альянсів є спільне підприємство, яке об'єднує діяльність двох або більше компаній для досягнення специфічних, певних цілей. Спільні підприємства мають об'єднане керівництвом двох (або більше) материнських компаній. Форму спільних підприємств часто використовують фірми



США, Японії та європейські фірми для участі в технологічних розробках та для маркетингової експертизи. Наприклад, компанія Whirpool оголосила про утворення спільного підприємства з голландським електронним гігантом — компанією Philips, яка буде виготовляти обладнання з фабричною маркою Philips в п'яти європейських країнах. Об'єднавшись із зарубіжними контрагентами, Whirpool намагається створити потужний плацдарм в Європі для завоювання загальноєвропейського ринку.

**Холдингові компанії.** Будь-яка компанія, що володіє часткою акціонерного капіталу іншої компанії, могла б мати назву холдингової. Однак цей термін зазвичай вживають до компанії, яка володіє великими частками акціонерного капіталу інших компаній і здійснює контроль над цими компаніями. Холдингові компанії часто називаються материнськими компаніями, а компанії, що ними контролюються, відомі під назвою дочірніх (підлеглих) компаній (філій) або діючих компаній. Материнська компанія може володіти 100 % акціонерного капіталу дочірньої компанії, але контроль над нею може здійснюватись і в разі володінні значно меншою часткою акціонерного капіталу філії. Багато переваг та недоліків холдингових компаній ідентичні тим, які притаманні великомасштабним підприємствам. Про них уже йшла мова у зв'язку зі злиттям та об'єднанням. Проте, як ми покажемо далі, холдингова форма організації великомасштабних підприємств має деякі чіткі переваги (так само як і кілька недоліків) порівняно з інтегрованими підприємствами, що мають у своєму складі філії.

### ***Переваги холдингових компаній***

До важливих переваг холдингових компаній належать: 1) контроль над часткою власності; 2) уникнення ризику; 3) окремі законодавчі правила та звітність, коли заходи регулювання роблять таке відокремлення бажаним.

**1. Контроль над часткою власності.** Діючи як холдингова компанія, будь-яка фірма може придбати 5, 10, 50 % або іншу частку акціонерного капіталу іншої компанії. Таке часткове володіння власністю може бути досить вагомим, щоб надати компанії, яка ним володіє, можливість ефективного фактичного контролю над діяльністю фірми, у якій вона придбала власність у вигляді акціонерного капіталу. Часто вважають, що фактичний контроль потребує володіння понад 25 % звичайних акцій, але, як засвідчує життя, він може здійснюватись також і за умови володіння, і 10 % акціонерного капіталу, якщо цей капітал широко дистрибутизо-

ваний (розміщений в різних підприємствах). Один фінансист нещодавно зробив таку заяву: «Рівень компетентного керівництва є більш важливим фактором, ніж кількість акцій, якими Ви володієте. Якщо вважають, що Ви можете керувати компанією, то в такому випадку керуйте нею».

**2. Уникнення ризиків.** Через те, що різні діючі компанії, які входять до холдингової системи, є законними самостійними одиницями, зобов'язання, взяті на себе однією з них, не стосуються інших компаній. Отже, катастрофічні збитки, яких зазнало одне підприємство, не можуть бути перенесені на рахунок активів інших підприємств холдингу. Однак це загальне твердження не завжди відповідає дійсності.

По-перше, материнська компанія може відчувати себе зобов'язаною урегулювати становище з боргами дочірньої компанії, навіть якщо згідно із законом вона не повинна цього робити, щоб зберегти своє добре ім'я, а отже, і своїх клієнтів. Прикладом такої ситуації є випадок, що трапився з компанією American Express, яка сплатила понад \$100 мільйонів у зв'язку із шахрайством, за яке понесло відповідальність одне з її дочірніх підприємств. Аналогічне сталося з банком United California Bank, який покрив багатомісячні збитки через шахрайство його інвестиційного дочірнього підприємства.

По-друге, материнська компанія може відчувати необхідність підтримати капітал дочірнього підприємства, щоб захистити свої первісні інвестиції. Тривала підтримка материнською компанією General Public Utilities своїх дочірніх фірм Three Mile Island, що є атомними електростанціями, приклад подібної ситуації.

По-третє, коли позичаються гроші однією з дочірніх фірм, що входять до холдингової системи, то прониклива посадова особа, яка надає позику, може вимагати гарантій від материнської компанії. Нещасний випадок, подібний до того, що стався на підприємстві Union Carbide в Бхопалі в Індії, може розглядатися як відповідальність материнської компанії з анулюванням правила обмеженої відповідальності, які б застосовувалися в іншому випадку. Холдингові компанії інколи вживають заходів до усунення збитків в одному дочірньому підприємстві, щоб уникнути падіння інших дочірніх підприємств своєї системи.

**3. Окремі законодавчі правила.** Деякі компанії, діяльність яких регулюється законодавством (це підприємства громадського обслуговування, фінансові інститути і т. ін.), вважають зручнішим для себе входити до складу корпорації, аніж бути її відділен-

ням. Наприклад, електроенергетична компанія The Soithen Со-трапу, яка функціонує на території чотирьох штатів США, і дії якої регулюються законодавством цих чотирьох штатів, виявила, що для неї доцільним є утворення холдингової компанії («Sou-then»), яка, у свою чергу, володіє мережею дочірніх компаній: Georgia Power, AlaBata Power, Mississippi Power, Golf Power, Savan-пah Electric. Так само всі компанії Bell Telephone входять до холдингової системи.

Навіть окреме підприємство громадського обслуговування, яке функціонує в межах одного штату, часто віддає перевагу вхо-дженню в якесь холдингове об'єднання, щоб відділити свої активи, користування якими регулюється правилами діяльності під-приємств громадського обслуговування, від тих активів, які під-лягають регулюванню за правилами холдингової компанії. Саме тому, компанія Florida Power & Light реорганізувалася в холдин-гову компанію під назвою FPL Groир, яка володіє підприємством громадського обслуговування (Florida Power & Light) та низкою дочірніх фірм, які спеціалізуються у сфері страхування нерухомос-ті, вирощування апельсинів тощо.

Банки, страхові компанії та інші фінансові корпорації також знаходять для себе зручним бути організованими у формі холдин-гових компаній. Наприклад, City Corporation є холдинговою ком-панією, яка володіє Citi Bank of New York, лізинговою компанією, компанією, що здійснює фінансові операції, іпотеку і т. ін. Трапса-тегіса, як холдингова компанія, об'єднує страхові компанії, що спеціалізуються на наданні малих позик та в майнових правах та компанії, що здають автомобілі в оренду, та авіакомпанію.

### ***Недоліки холдингових компаній***

Недоліками холдингових компаній вважаються:

- частково збільшене оподаткування;
- спонукання до вимушеного розчленування.

Частково збільшене оподаткування. Володіння холдинговою компанією принаймні 80 % акцій дочірніх компаній, що надають їх власникам право голосу згідно з Податковим законодавством США, дозволяє заповнювати загальні податкові декларації про доходи з такою умовою, що дивіденди, отримані материнською компанією, не оподатковуються. Проте якщо холдингова компанія володіє менше ніж 80 % акціонерного капіталу дочірніх компаній, податкові декларації не об'єднуються і оподатковується 30 % суми дивідендів, отриманих холдинговою компанією. Ставка

податку 35 % означає, що фактична ставка оподаткування на міжкорпоративні дивіденди становить:  $0,30 \cdot 35 \% = 10,5 \%$ . Таке частково подвійне оподаткування іноді зменшує дохід холдингових компаній з обмеженою (майновою) відповідальністю, але питання, чи розмір податкових санкцій 10,5 % на отримані дивіденди є настільки значним, щоб компенсувати інші можливі переваги холдингової системи, повинно вирішуватись окремо в кожній конкретній ситуації.

Спонування до вимушеного розчленування. Міністерство юстиції США володіє правом домогтись розчленування холдингової компанії, якщо якась її діяльність виявиться неприпустимою через продаж акціонерної власності (капіталу). Так, перед компанією Ви Ропі була поставлена вимога реалізувати свою частку (23 %) акціонерного капіталу компанії General Motor Corporation, яка була викуплена нею ще на початку 1920-х років. Через відсутність тісного злиття між цими двома корпораціями, вдалося легко домогтись їхнього розділення (розподілу акціонерного капіталу). За умови ж їхнього повного об'єднання здійснити таку операцію було значно складніше. Адже розформувати (розділити) компанію, коли вже минуло так багато років з часу їхнього об'єднання, було просто неможливо, та ймовірність вимушеного продажу була б ще нижчою. Однак факт вимушеного розділення AT&T, який мав місце в США, вказує на те, що навіть повністю інтегровані (об'єднані) компанії можуть бути розформовані.

#### **6.5.5. Системи корпоративного управління та внутрішньокорпоративних взаємовідносин.**

Розглядати форми іноземного інвестування з метою реструктуризації підприємств неможливо без розуміння систем корпоративного управління та взаємовідносин між акціонерами, що склалися у провідних країнах світу.

Акціонерні товариства – традиційний шлях залучення капіталу корпораціями Великобританії та США. Перевага акціонерного фінансування, розміри ринку цінних паперів і розвиток системи акціонерного (корпоративного) управління відповідним чином пов'язані між собою. У США сформувався потужний ринок акцій, у цій країні також найбільш розвинута система голосування за дорученням. У цій країні спостерігається надзвичайна активність інституціональних інвесторів. Ця суспільна група відіграє важливу роль на ринку капіталу і в корпоративному управлінні у Великобританії.

Зростання чисельності інституціональних інвесторів супроводжується посиленням їхнього впливу в суспільстві і введенням у законодавство змін на підтримку учасників корпоративних відносин.

У США кожне акціонерне товариство реєструється в тому штаті, де воно засновано, і в законах цього штату закріплені його права та обов'язків. Порівняно з іншими країнами, у США діють жорсткі правила щодо відкритої інформації про діяльність компанії, чітко відрегульовано систему відносин між акціонерами. І це не дивно з огляду на розміри і значення фондового ринку в економіці країни і на міжнародній арені.

Мета відкритості інформації щодо діяльності корпорацій полягає в наданні права адекватного й рівного доступу до інформації акціонерного товариства усім акціонерам та громадськості.

Інформаційна відкритість акціонерного товариства досягається впровадженням таких заходів:

- щорічне звітування керівництва компанії на загальних зборах акціонерів;
- подання квартальних звітів за півріччя, якщо це передбачено статутом;
- реєстрація та публікація проекту емісії;
- надання інформації про стан справ у компанії на позачергових зборах акціонерів, скликаних на вимогу меншості акціонерів та органів управління.

Для японської моделі корпораційної системи характерні такі ознаки: великий відсоток афілійованих банків у складі акціонерів; між банками і підприємствами корпорацій склалися добрі відносини; законодавство, громадська думка і промислові структури підтримують кейрецу (групи компаній, об'єднаних спільним володінням і управлінням), порівняно низький відсоток неафілійованих акціонерів, що пов'язано з ускладненими умовами їхньої участі в голосуванні.

В Японії, за безумовної важливості акціонерного фінансування корпорацій, особливий склад власників перешкоджає впливу акціонерів на дії корпорації. На відміну від англо-американської моделі, незалежні (неафілійовані) акціонери в Японії практично не в змозі вплинути на справи корпорації, тому в японських компаніях дійсно незалежних директорів мало.

Для японської системи характерні принципово особливі форми управління. У схемі корпоративного управління переваги щодо володіння акціями не є суттєво важливими. Головне полягає в

специфічних особливостях трудових і соціально-психологічних відносин, що склалися в національних корпораціях. Психологія власника акції як господаря, власника малої частки підприємства, нетипова для японського робітника – рядового акціонера (інвестора). Його мотивація до якісної праці полягає у відчутті себе в групі, в усвідомленні себе членом великої родини, одним із працівників корпорації.

Звертаючись до японського досвіду управління, слід насамперед розуміти, що високі показники ефективності праці японського робітника, в основному, пов'язані зі створенням на фірмах постійних творчих колективів. Орієнтація на групу, колектив є традиційною цінністю японського суспільства. Автори концепцій «японського типу управління» розглядають корпорацію як логічне продовження ідеальної конфуціанської сім'ї, в основу існування якої закладено п'ять принципів: шанобливе ставлення до батьків, відданість, покірність, доброта, вірність своєму господарю. Інші вбачають в японській корпорації впровадження відносин сільської общини з основним елементом сільської праці: працювати довгий робочий день за невелику плату.

Серед важливих засобів управління в японській корпоративній системі першочерговим вважається використання «людських можливостей». Найбільшого розповсюдження в цій країні одержали такі форми корпоративного управління:

- система довічного найму;
- просування по службі з огляду на стаж;
- збільшення заробітної плати з урахуванням стажу;
- система підготовки на робочому місці;
- внутрішньофірмові ринки робочої сили;
- тісний зв'язок матеріального становища працівника зі спільними результатами діяльності фірми.

Останнім часом все більше зазнають змін такі форми управління, як система довічного найму і оплата залежно від стажу роботи, хоча на сьогодні система оплати за стажем не втратила своєї актуальності.

Найважливішим важелем управління в японській корпорації є безгрошові форми заохочення. Серед них зазначимо такі: запрошення працювати зі старшим за чином і положенням, стажування, підвищення кваліфікації (такі заходи подають надію на більш високий заробіток у майбутньому), регулярні співбесіди з робітниками про успіхи й труднощі компанії, боротьба з конкурентами,

підвищення духу змагання, гіпертрофована поінформованість про життя корпорації.

До найважливіших засобів впливу на робітника-акціонера належить система «людських умов». Поняття «людські умови» в Японії означає можливість жити у фірмовому будинку з пільговою квартплатою, користуватися пільговим медичним обслуговуванням, брати участь у спортивних змаганнях, екскурсіях. Сфера «людських умов» передбачає і такі традиційні форми прояву турботи про життя робітників та службовців, як візити керівників до своїх підлеглих, влаштування їхнього сімейного життя, подарунки і привітання до свят.

Державна економічна політика також відіграє важливу роль в організації корпоративного управління. Перед другою світовою війною, у роки війни і повоєнний період японський уряд чітко здійснював економічну політику, спрямовану на підтримку японським корпораціям. Ця політика передбачала офіційне й неофіційне представництво уряду в раді корпорації.

Японські корпорації дбають про тісні фінансові зв'язки із системою афілійованих компаній. Вони мають спільний позичковий капітал, здійснюють торгівлю товарами та послугами, підтримують неформальні ділові контакти.

В японській моделі основними є четверо учасників: головний банк; афілійована компанія або кейрецу (найголовніші акціонери корпорації), менеджери та уряд.

Німецьку модель відрізняють від інших три унікальні особливості: двопалатне правління у складі виконавчої ради (чиновники корпорації) і спостережної ради (робітники, службовці компанії та акціонери); узаконене обмеження прав акціонерів щодо голосування; статут підприємства обмежує кількість голосів, яку акціонер має на загальних зборах, і вона може не узгоджуватися з кількістю акцій, якими він володіє.

Більшість німецьких корпорацій надає перевагу банківському фінансуванню перед акціонерним, тому капіталізація фондового ринку в країні поступається міцності німецької економіки. Відсоток індивідуальних акціонерів низький, що відображає загальний консерватизм інвестиційної політики в країні. Структура корпоративного управління спрямована в бік налагодження контактів між головними учасниками системи: банками і корпораціями. Система якоюсь мірою суперечлива щодо дрібних акціонерів: з одного боку, вона дослухається до внесених нами пропозицій, а з іншо-

го – дозволяє компаніям обмежувати права акціонерів під час голосування.

Серед зарубіжних корпоративних систем важливо звернути особливу увагу на практику управління акціонерними товариствами, що склалася в країнах Східної Європи, Балтії і Росії.

У кожній з країн Східної Європи і Балтії спостерігаються особливі емісії цінних паперів, не властиві Україні. Зокрема в них проявляється тенденція до розширення прав трудового колективу підприємства. Так, у Чехії випускається особливий вид цінних паперів – акціонні сертифікати, які розповсюджуються і мають обіг тільки серед працівників підприємства. В Угорщині 10 % статутного фонду безплатно розповсюджується серед працівників підприємства. У Литві привілейовані акції становлять 1/3 статутного фонду (порівняймо, в Україні – 10 %) і розповсюджуються серед працівників підприємства за низькими цінами. У Росії впроваджена емісія непідробних акцій, які залишаються в розпорядженні ради акціонерів. Цікавим є приклад Румунії, де проект емісії публікується в найпопулярніших (за тиражем) газетах регіону за місцем розташування головного офісу, у той час як в Україні вони зазвичай публікуються в одній газеті центральній, незалежно від юридичної адреси підприємства, і в одній місцевій.

Специфічним для різних країн є також і формування органів управління акціонерним товариством. У Чехії спостережна рада формується тільки в компаніях, де працює понад 50 робітників; у Литві – в компаніях, де є понад 50 робітників і 200 акціонерів. У Румунії орган оперативного управління – комітет керівників – може переобиратися з періодичністю один раз на тиждень. В Україні спостережна рада (ст. 46 Закону України «Про господарські товариства») може створюватися в будь-якому акціонерному товаристві, і цей аспект законодавчо не регулюється.

Для оцінки результатів корпоративного управління важливим є визначення кворуму на загальних зборах акціонерів. Так, у Чехії кворум перевищує 30 % голосів, у Литві, Росії та Румунії – це понад 50 % голосів, тоді як в Україні – понад 60 %.

### ***Контрольні запитання***

- 1. У чому полягає сутність поняття «Міжнародна корпорація»?*
- 2. У чому полягають особливості функціонування транснаціональних корпорацій?*



3. Що характеризує діяльність транснаціональних корпорацій?
4. Якими є умови і правила інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій?
5. Згідно з якими правилами функціонують транснаціональні корпорації на міжнародному ринку.
6. Якими є мотиви міжнародної діяльності транснаціональних корпорацій?
7. Які варіанти здійснення інвестицій транснаціональною корпорацією Вам відомі?
8. Як впливають транснаціональні корпорації на економічний розвиток держав?
9. Як оцінюється вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав?
10. Яке економічне значення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій?
11. Якими є мотиви до злиття компаній?
12. Що передбачає процедура об'єднання компаній у разі злиття?
13. Які особливості операційного та фінансового злиття?
14. Якими тактичними прийомами захищаються від поглинання?
15. У чому полягають переваги та недоліки холдінгових компаній?

## **Розділ 7. Інвестування в інші матеріальні та нематеріальні активи**

В першій половині 70-х років прибутковості ринкових цінних паперів, таких, як акції і облігації, були незадовільними, з погляду інвесторів, особливо після поправки на інфляцію. Ні акції, ні облігації не захищали від непередбаченої інфляції останніми роками. В цілому матеріальні активи краще виконували цю функцію. Привабливим засобом захисту від інфляції служила нерухомість. Як інші приклади відзначимо предмети колекціонування і дорогоцінні метали (особливе золото і срібло), які забезпечують різний але достатній ступінь захисту від інфляції.

### **7.1. Предмети колекціонування**

Недивно, що періодичні розчарування щодо доходностей ринкових цінних паперів спонукали частину інвесторів досліджувати ефективність вкладень засобів в деякі матеріальні активи, якими раніше цікавилися тільки колекціонери.

Для придбання картин, марок, монет і інших предметів колекціонування були організовані інституційні фундації і інвестиційні пули. Проте якщо вони замикають дані предмети в сховища, то їх не можуть бачити люди, одержуючи задоволення від їх споглядання. З другого боку, якщо дані предмети надаються в оренду, то єдиною втратою може бути передача частини споживацької вартості уряду.

Люди, інвестуючи в предмети колекціонування, повинні мати уявлення про два особливі типи ризику. Перше — це те, що різниця між цінами покупки і продажу буває звичайно дуже висока. Таким чином, інвестор повинен чекати значної зміни ціни, для того, щоб подолати дану різницю. Друге — це те, що предмети колекціонування є в деякому розумінні чудасією (даний ризик часто називають стилістичним ризиком (*stylistic risk*)). Наприклад, велика кількість інвесторів можуть шукати китайську кераміку сьогодні, що приводить до великих цін на неї і великих доходностям тих, хто придбав її раніше. Проте в майбутньому мода на неї може пройти, і ціна значно знизиться. На відміну від ринкових фінансових активів предмети колекціонування не мають істинній вартості, яка могла б служити «якорем» для ринкової ціни.

## **7.2. Інвестиції у колекції вин**

Протягом сторіч винні колекції, так само як і твори мистецтва, були гордістю власника, що збирав їх заради задоволення й підтвердження власної величі. Перетворення колекційного предмета в товар, що відповідає ринковим законам і надає можливості інвестувати, тобто вкладати гроші при сприятливих умовах і продавати при зростанні цін через певний період часу з метою одержання прибутку, стало віянням недавнього часу.

Для тих, хто, наприклад, у серпні 1997 р. вклав у якісне бордоське вино \$2200, це віяння могло виявитися досить удалим: п'ять років потому продаж цього вина принесла б \$3850. За розрахунками експертів британської компанії-негоціанта Farr Vintners, подібна операція забезпечила б прибутковість вкладень у два рази більшу, ніж інвестиції в «блакитні фішки» на ринку акцій. Ще більш істотний прибуток могли б принести вина 1982 р. Так, ящик Chateau Margaux, куплений за \$750, зараз коштує \$12000, а вартість Chateau Petrus підскочила з \$3685 до \$29525. Примітно, що досить прибутковими можуть виявитися навіть інвестиції у вина «Нового Світу»: пляшка елітного каліфорнійського каберне Screaming Eagle 1993 р., що коштувала \$75 в 1996 р., зараз «тягне» на \$1600. Насправді, як відзначають експерти Christie's, інтерес до винних колекцій значно виріс за останні 30 років, що спричинило різке подорожчання колекційних вин. Перший аукціон із продажу вина був організований Christie's у Лондоні в грудні 1766 р. У цей час «винні» аукціони проводяться також в Амстердамі, Женеві, Парижі, Гонконгу, Лос-Анджелесі, Нью-Йорку, Сінгапурі й Токіо.

Дослідження динаміки цін шести провідних марок бордоських вин за період з вересня 2001 м по квітень 2003 р. доводить, що з шести вин – Cheval Blanc, Haut-Brion, Lafite-Rothschild, Latour, Margaux і Mouton-Rothschild кращих урожаїв з 1959 р. по 1996 р. – лише деякі виростили в ціні більш ніж на 10%. Так, з вин урожаю 1996 року тільки вартість Lafite у середньому збільшувалася на 11% у рік, тоді як ціна на Mouton продемонструвала середньорічне зниження на 1,5%. Відзначаючи, що ці цифри не включають витрат, пов'язаних зі зберіганням вина, сплатою страхових внесків і комісійних при продажі (наприклад, 10% при продажі через Farr Vintners). Реальний щорічний приріст вартості винних колекцій виявився досить невеликим і не відповідним численним заявам про їхній здатності приносити до 20% – 30% прибутку в рік.

Не піддаючи сумнівам розрахунки, треба, однак, відзначити, що більша частина зазначеного тимчасового періоду характеризу-

валася різким погіршенням світової економічної кон'юнктури й скочуванням до рецесії ведучих індустріально розвинених країн. Ця ситуація зробила помітний негативний вплив на товарні ринки й, мабуть, не могла пройти непоміченою для ринку вина. У зв'язку із цим, екстраполяція висновків періоду з 2001 по 2003 р., на більше широкий часовий період представляється не зовсім коректною, а можливість одержання прибутку порядку 20% – 30% у сприятливий рік – не такою вже неймовірною.

Але є й наступні факти: ящик Chateau Margaux 1990 р., що коштував 400 фунтів стерлінгів в 1991 р., через 10 років був проданий на аукціоні за 3300 фунтів стерлінгів, тобто прибуток склав 725%. Однак навіть цей результат виглядає скромним на тлі того, що ящик Chateau Le Pin, урожаю 1982 р., куплений за 500 фунтів стерлінгів в 1983 р., в 2001 р. продавався за 15950 фунтів стерлінгів. Бадворт наполягає на тому, що ефективність вкладення коштів у винні колекції перевершує інші види інвестицій, у тому числі, в акції. За десятилітній період з 1990 р. по 2000 р. індекс FTSE All-Share виріс на 151%, тоді як вартість якісного бордоського вина збільшилася на 169%. Він погоджується з думкою ряду експертів про те, що винні інвестиції здатні забезпечувати щорічну прибутковість у розмірі 20%. У той же час, ніхто не намагається заперечити твердження, що «винні» інвестиції є високо ризиковані, і вино навряд чи може займати домінуючі позиції в інвестиційному портфелі. Алан Харди (Alan Hardy) з Lloyds TSB Wealth Management відзначає, що його компанія не рекомендує клієнтам розміщати в цьому виді інвестицій більше 5% активів.

Можливістю купувати кращі вина провідних виробників по найбільш вигідній початковій ціні володіють переважно неогоціанті – великі торговельні компанії. Найбільш відомими й авторитетними посередниками при покупці-продажі вина є такі компанії, як Farr Vintners, Berry Bros & Rudd, John Armit і Corney & Bargon. Система ф'ючерсних торгів кращими марками бордоських вин побудована таким чином, що не тільки рядовий інвестор, але й велика компанія-імпортер не може здійснювати закупівлі вина в замках Grand Cru. Для них закупка вина на ранніх стадіях виробництва може бути здійснена через неогоціантів або такі інтернет-сайти, як [uvine.com](http://uvine.com) і [uk.chateauonline.com](http://uk.chateauonline.com). У той же час, наприклад, бургундська система торгівлі не виключає можливості контрактів, і навіть ексклюзивних, безпосередньо з виноробами.

У ряді випадків вино відпускається тільки клієнтам, включеним у спеціальний список. Зокрема, у Бордо вина продаються ло-

тами: найбільш надійним, довгостроковим і великим клієнтам вони відпускаються в першу чергу й за мінімальними цінами. У Каліфорнії випускається тільки тисяча ящиків Screaming Eagle у рік, і по одних-двох пляшки продається клієнтам, які, як правило, очікують своєї черги протягом декількох років. Виробництво іншого елітного вина, Colgin Cellars, обмежено 700 ящиками, і черга з 4000 бажаючих купити розтягується на п'ять років. Деякі винороби виключають зі списку клієнтів-перекупників вина. Наприклад, Арацjo Estate з каліфорнійського регіону Напа (Напа), нумерує свої трилітрові пляшки для того щоб мати можливість відслідковувати спекулятивні операції.

**Ф'ючерсні операції** з молодим вином, при сприятливому збігу обставин здатні принести більший прибуток, сполучені з високим ризиком. Відомі випадки, коли куплений товар не був доставлений, а постачальники ставали банкрутами. Більше традиційним фактором ризику є та обставина, що про якість вина можна буде судити лише через півтора року, коли воно буде розлите по пляшках і надійде в роздрібний продаж. Ще більше часу – додатково від шести до 8 років – буде потрібно для того, щоб вино досягло своєї зрілості, як смаковий, так і «фінансової», і попит на нього істотно підвищився. Що стосується так званих «великих» вин, то мінімальний строк їхнього дозрівання становить 7 років. Таким чином, для одержання прибутку по «винним» інвестиціях треба чекати мінімум 5 років, переважніше – 10.

**Вартість вина**, аналогічно цінам на будь-який інший товар, визначається співвідношенням попиту та пропозиції. Ситуація із пропозицією досить легко прогнозується, оскільки обсяги поставок кращих вин на ринок жорстко регламентуються, і щорічно реалізовується певна кількість конкретного вина. Прогнозувати ситуацію відносно попиту набагато складніше. Після азіатської фінансової кризи 1998 р. вартість деяких вин упала на 40% у зв'язку з їхнім активним продажем інвесторами з південно-східної Азії. Вино Le Pin урожаю 1990 р., що коштувало 8500 фунтів стерлінгів у серпні 1997 р., через рік упало в ціні до 5000 фунтів стерлінгів. Та обставина, що в результаті значного ослаблення економічної кон'юнктури ціни на вино знизилися, представляється цілком природним.

При **виборі об'єктів інвестицій** на винному ринку експерти радять звертати увагу на краще з того, що дозволяють кошти і, по-можливості, купувати кращі вина кращих років. Однак вони не рекомендують здобувати занадто багато вина одного виробника

або вина одного року, оскільки й те, і інше може вийти з моди, і радять диверсифікувати «винні» активи так само, як і будь-який інший інвестиційний портфель.

Звичайне вино продається й купується ящиками з 12 пляшок. Повні ящики викликають більше довіри в інвесторів, оскільки ймовірність їхнього відповідного зберігання вище, ніж пляшок. По цій же причині ніколи не варто купувати ящик з 11 пляшок, оскільки це може бути ознакою того, що продавець спробував вино й залишився їм незадоволений. При покупці окремих пляшок деякі експерти радять купувати пляшки більших розмірів. Вони обґрунтовують це тим, що шестилітрові Мафусаїли й девятилітрові Сальманазари не тільки рідко, але й сприяють збільшенню тривалості життя вина в порівнянні зі стандартними 750-миліметровими пляшками: чим менше обсяг пляшки, тим швидше дозріває й старіє вино. Найбільшою популярністю такі пляшки користуються в американських колекціонерів, і практично всі колекціонери особливо виділяють півторалітрові Магнуми. Необхідно, однак, урахувувати, що багато провідних виноробів розливають у пляшки великого формату лише дуже невелику кількість вина.

Більша **витримка** є необхідною, але недостатньою умовою для того, щоб визначити, чи є дане вино вдалим об'єктом для вкладення коштів. Так, наприклад, дивне напівсолодке вино з Вувре (Vouvray), невеликого сільця в долині ріки Луари, може витримуватися більше 20 років, але навряд чи стане при цьому вдалим інвестиційним об'єктом.

Колекція того самого вина, зібрана за серію послідовних років, менш коштовна чим ящик вина одного, але **видатного по якості року**. Виключення становить лише Chateau Mouton-Rothchild, причому не стільки через якість самого вина, скільки через етикетки на пляшках, дизайн яких з 1945 р. щорічно замовляється в знаменитих художників. Зокрема, безпосереднє відношення до створення неповторного іміджу цього вина мають Пикассо (Picasso), Уорхол (Warhol), Шагал (Chagall), Далі (Dali), Балтус (Balthus), Миро (Miro), Жан-Поль Риопель (Jean-Paul Riopelle) і інші прославлені майстри.

Певну роль при виборі колекційних вин грає **історичний фактор**. Наприклад, 1945 рік був не тільки роком відмінного врожаю в Бордо, але й роком «вина перемоги», що ознаменували завершення окупації Франції німецькими військами. Вінтаж 2000 року несе на собі відбиток тисячоріччя. З урахування того, що врожай

цього року був досить гарним, ціни на вино виявилися завищеними вже при продажі en primeur. Окремі вина також можуть мати свої пам'ятні дати, зв'язані, наприклад, з одержанням нагороди на престижному конкурсі.

У всіх цих випадках при покупці вина цілком логічно очікувати надбавки до ціни – одного з основних відмінностей між інвестуванням і колекціонуванням. Для колекціонерів має значення тільки фактор популярності, будь-яке інше вино не представляє інтересу, навіть якщо воно дивного смаку й коштує досить дорого. Одні вина цінуються за популярність винороба: напр., каліфорнійський Helen Turley або італійський Angelo Gaja. Інші є відблиском слави того, кому вони належали. Сама більша ціна за пляшку вина – \$136248 – була сплачена за Chateau Lafite 1787 з написаними ініціалами Томаса Джефферсона (Thomas Jefferson) на аукціоні Christie's в 1985 р. В 1997 р. на аукціоні Sotheby's винний погребок Ендрю Ллойда Уэббера (Andrew Lloyd Webber) з 18000 пляшок був проданий більш ніж за \$6 млн.

Рейтинг Wine Spectator найкращих вин XX століття

- Chateau Margaux 1990
- Chateau d Yquem 1921
- Quinta do Noval Nacional 1931
- Domaine de la Romanee-Conti 1937
- Inglenook Cabernet Sauvignon Napa Valley 1941
- Chateau Mouton-Rothschild 1945
- Chateau Cheval Blanc 1947
- Biondi-Santi Brunello di Montalcino Riserva 1955
- Penfolds Grange Hermitage 1955
- Chateau Petrus 1961
- Paul Jaboulet Aine Hermitage La Chapelle 1961
- Heitz Cabernet Sauvignon Napa Valley Martha's Vineyard 1974

Провідним центром виноробства є **Франція**. На основі середньоринкової вартості 20 ведучих бордоських вин урожаїв 1982, 1985, 1986, 1990 і 1995 років компанія Bourdeaux Index ([www.bordeauxindex.com](http://www.bordeauxindex.com)), що надає послуги з інвестування у винні колекції, розраховує індекс, що дозволяє відслідковувати динаміку винного ринку.

Придбання бургундських вин деякою мірою є авантюричним підприємством, оскільки їхня вартість може коливатися досить істотно. У той же час, бургундські вина гарного врожаю можуть принести інвесторові більший вигравш, чим дорогі вина з Бордо.

Що стосується винтажів останнього років, то експерти особливо виділяють вина врожаю 1999 і 2001 років, звертають увагу на 2002 рік, але рекомендують остерігатися вин врожаю 2000 р. До числа найбільше, що рекомендують часто марок, ставляться *Domaine de la Romanée-Conti, Domaine Leroy, Henri Jayer, Emmanuel Rouget, Meo-Camuzet, Vogey, Lafon, Rousseau і Roty*.

Вина з долини ріки Рони (*Vallee Du Rhone*), що відрізняються відмінною якістю при відносно невеликій ціні, лише недавно потрапили в поле зору колекціонерів і інвесторів. Увага до цих вин залучив Роберт Паркер, що дав їм дуже високу оцінку. Одним з деяких факторів, здатних обмежити ефективність інвестицій у ці вина, є більші обсяги виробництва, майже у два рази перевищуючі обсяги виробництва в Бордоіль. Серед кращих вин цього регіону експерти виділяють *Jaboulet's Hermitage la Chapelle, Chateaux Rayas, Beaucastel, Chave Hermitage і Guigal's Cote Rotie*.

У Шампані (*Champagne*) класифікація використовується не для оцінки винограднику, а для оцінки якості винограду, вартість якого визначається відповідно до уведеного в 1911 р. шкалою цін. Виноград, що ставиться до категорії *Grand Cru*, продається за максимальною ціною; виноград категорії *Premier Cru* продається за ціною 90-99% від базової, інший виноград – за ціною 80-87% від базової.

Відповідно до закону 1935 р. більшість французьких виноградників були згруповані по **апелласьонам** – певних земельних ділянках, до кожного з яких пред'являються тверді вимоги по вирощуванню виноградних лоз і виробництву провина. Правила виробництва вин, уведені декретом міністерства сільськогосподарства, установлюють границі апелласьона, вирощувані на його території сорту винограду, максимальний обсяг врожаю (виходячи із принципу: чим нижче врожай, тим вище якість), вік виноградних лоз, що не повинен бути менше 4 років, мінімальне втримування спирту, тип і кольори вина. Загальнонаціональна класифікація французьких вин передбачає їхній розподіл на чотири категорії, найбільш престижної з яких є категорія вин контрольованих найменувань по походженню (*Appellation d'Origine Controlee, АОС*). Провина, зроблені в тім або іншому апелласьоне, перед надходженням у продаж проходять обов'язкову дегустацію, що підтверджує їхня відповідність даної категорії. У цей час у Франції провадять до 75 млн. гектолітрів вина, а площа французьких виноградників перевищує 1 млн. гектарів.



**Італія** є другим найбільшим виробником і провідним експортером вина у світі. Вищою категорією італійських вин є Denominazione di Origine Controllata e Garantita, DOCG, – контрольовані й гарантовані найменування по походженню. На думку експертів, вартість італійських вин є завищеною внаслідок особливої популярності вин і регіону в цілому. Тосканське вино 1997 р. називається вином сторіччя. Ще одним видатної для виноробів роком минулого століття вважається 1985. До числа кращих вин цього регіону ставляться Biondi-Santi, Sassicaia, Solaja, Ornellaia, Tignanello і Gaja.

Серед **іспанських вин** як можливі об'єкти для інвестицій експерти виділяють тільки Vega Sicilia, Torres і Mas la Plana, хоча й не виключають імовірності появи інвестиційних вин у регіонах Приорат (Priorat) і Рибера дель Дуэро (Ribera del Duero). Вищою категорією якості іспанських вин є Denominacion de Origen Calificada, DOC. На сьогоднішній день Іспанія перебуває на третім місці у світі по обсязі виробництва провина й на першому – по площах виноградників.

Портвейн, завдяки високій популярності й довголіттю (більшість винтажних портвейнів досягає свого розквіту через кілька десятків років), завжди вважався гарним об'єктом для довгострокових інвестицій, що уступають по своїх можливостях лише винам з Бордоль. Своя назва це кріплене вино бере від міста Порто – північної столиці й другого за розмірами міста **Португалії**. Поросійському портвейн (port, port-wine) вимовляється на німецький манер. Основне виробництво портвейну зосереджене в долині ріки Дору на півночі Португалії. Виноград, з якого провадиться портвейн, росте на сланцевих землях в умовах дуже жаркого літа й холодної зими й внаслідок особливих ґрунтово-кліматичних характеристик регіону має дуже високу концентрацію ароматів. У містечку Вила Нова де Гайя (Vila Nova de Gaia) розташовано близько 70 будинків по виробництву портвейну, одним з найстарших з яких є Taylor Fladgate & Yeatman, заснований в 1692 р. За увесь час свого існування фірма, що поставляє портвейн в 54 країни миру, жодного разу не міняла свого статусу, і дотепер їм продовжують управляти прямі нащадки трьох засновників. На сьогоднішній день Taylor є єдиним незалежним англійським будинком класичного портвейну.

Серед **Каліфорнійських** (США) вин найбільшою популярністю користуються Stag's Leap, Dominus, Opus One, Ridge, Phelps, Mondavi, Screaming Eagle, Colgin, Harlan Estate, Bryant. У число

австралійських вин, що представляють інтерес для інвесторів, входять Penfolds Grange, Henschke Hill of Grace, Clarendon Hills, Rockford Basket Press, Noon Reserve Shiraz, Duck Muck Shiraz, Torbrek's Runrig, Greenock Creek, Magpie Estate, Brokenwood Graveyard Shiraz, Three Rivers, Wendouree, Giaconda, Jasper Hill і Jim Barry Armagh.

**Державне регулювання** «винного» ринку в більшості країн не здійснюється. Можливо, із цієї причини на ньому постійно збільшуються випадки шахрайства: деякі компанії заповнюють дешевим вином пляшки із престижними етикетками, інші продають вино, якого не мають у наявності. Певні дії з метою боротьби з поширенням фальсифікованого вина вживають винороби. Наприклад, Ets. JP Moueix, виробник найвідомішого Chateau Petrus, з 1986 р. почав гравірувати напис «Petrus» на дні усередині кожної пляшки, а з 1996 р. – на склі пляшки під етикеткою. Представники компанії припускають, що значна частина старих пляшок «Petrus», особливо вин урожаїв 1921, 1929 і 1945 років, проданих на ринку, є підробками. Вони відзначають, що, наприклад, урожай 1945 р. був настільки малий, що навіть у самому замку не залишилося ні однієї пляшки.

За деякими оцінками, із середини 1990-х років обсяги **шахрайських операцій** з вином досягли \$200 млн. Одним з найпоширеніших явищ є роздування цін на вино окремими фірмами – посередниками. Так, наводиться на сайті [www.investdrinks.org](http://www.investdrinks.org) інформацію про сумнівну фірму, що продавала ящик Chateau Petrus за \$28600, у той час як в авторитетній компанії Corney & Barrow він коштував \$11880. Лобіюючи в британському парламенті законопроекти про введення контролю над ринком вина, Бадд, проте, відзначає, що більшість операцій розробляється й здійснюється в міжнародних масштабах, внаслідок чого відстежити факти шахрайства й порушити кримінальну справу є досить складним завданням. Найбільш загальні рекомендації для приватних інвесторів зводяться до того, щоб користуватися послугами провідних фірменоціантів і уникати сумнівних угод з маловідомими фірмами.

Вкладення коштів у винні колекції має певні риси подібності й ще більше розходжень із іншими напрямками інвестицій, при цьому є вкрай складним і ризикованим методом гри на ринкових коливаннях цін. Варто визнати, що невдалі вкладення можуть принести збитки, подібно інвестиціям в акції. Втім, як жартують на «винному» ринку, у цьому випадку розрадою інвесторові може послужити вміст обраних їм інвестиційних об'єктів.

### **7.3. ІНВЕСТИЦІЇ В ЗОЛОТО**

Інвестиції в золото – один з самих розвинутих секторів ринка інвестування. Серед найбільших держав – провідних продуцентів золота – **ЮАР (15% світової здобичі), США і Австралії (по 11%), КНР і Росії (по 7-8%), Перу, Канади і Індонезії (6-7%), Узбекистан (5%)**.

В США приватне володіння злитками золота було незаконним до 1970-х рр. В інших країнах інвестування в золото є давньою традицією. Ґрунтуючись на деяких оцінках, на кінець 1984 р. золото представляло більше 6 % світового портфеля ринкових активів.

Золото є хорошим інструментом диверсифікації для інвестора в звичайні акції. Ціни на золото ув'язані з рівнем інфляції в США, що вимірюється за допомогою змін індексу споживацьких цін. Це підтверджує традиційну роль золота як захист від інфляції, оскільки при збільшенні темпів інфляції росте і ціна на золото.

Інвестори, що цікавляться золотом, не повинні займатися тільки золотими злитками. Існують інші можливості: від акцій золотодобувних компаній і ф'ючерсів на поставку золота до золотих монет і пам'ятних знаків. Крім того, існують інші дорогоцінні метали, такі, як срібло, які також можуть розглядатися інвестором як об'єкт для вкладення засобів.

**Росія** є крупним учасником світового ринку золота. Останніми роками здобич в країні збільшилася в середньому на 1-2%. За оцінками експертів, середні витрати виробництва російського золота складають 200 дол. за унцію. 85% покладів доводяться на рудні родовища.

Нині золото в Росії здобувають порядку 650 підприємств. Щорічні об'єми інвестицій в галузь досягають 50-100 млн. поділ.

В країні вже розвідано понад 6 тис. родовищ. Найкрупніші з низ є локалізований в Красноярському (об'єм здобичі – 30 т/год), Хабаровському краях (21 т/год), Магаданській (23 т/год) і Іркутську областях. Їх сукупні запаси оцінюються в 2-3 тис. т.

Так, «Норникель» контролює понад 1/3 загальний об'єм здобичі в РФ. Компанія об'єднує підприємство «Лензолото» (порядка 100 розсипних родовищ), родовище Наталкинськое, ЗАТ «Полус» (об'єм здобичі – 15 т/год) і ряд копалень в Східному Сибірі і Красноярському краю. «Норникель» вже витратив близько 1 млрд. поділ. на придбання золотодобувних активів в Росії і має намір істотно розширити свою присутність на зовнішньому ринку. З цією метою компанія скуповує акції південноафриканського

підприємства «Gold Fields» – одного з п'яти найбільших світових продуцентів золота.

Річний об'єм продажів якутської алмазної монополії «АЛРО-СА» оцінюється в 1,6 млрд. поділ. Здобич золота є для неї новою сферою діяльності. Компанія контролює 50% активів Нежданінського родовища.

До лідерів галузі відноситься також міжрегіональне НВО «Поліметалл». В склад холдингу входять 14 розвідувальних, добувних і переробляючих підприємств. Він володіє ліцензіями на розробку 11 родовищ в 7 російських регіонах. Щорічна здобич досягає 7 тонн. Ресурсна база оцінюється в 600 тонн.

ТОВ «Руссдрагмет» володіє золоторудними родовищами в Хабаровському краю, Читинській області і Чукотському автономному окрузі. Об'єм здобичі – 10 т/год. АТ «Золото Північного Уралу» контролює Воронцовське родовище (близько 2 т/год). «Ланта-банк» створив декілька золотодобувних компаній в Хабаровському краю, Якутії, областях Іркутська і Читинського.

Понад 1/6 загальний об'єм виробництва російського золота припадає на частку іноземних корпорацій, зокрема, «Kinross Gold» (володіє золоторудною компанією «Омолонська»), «Highland Gold Mining» (ЗАТ «Багатовершинне», Дарасунське, Новоширокинське і Тасєєвське родовища), «High River Gold Mines» (ВАТ «Бурятзолото», Новофірсовське родовище).

Британська фірма «Trans-Siberian Gold» проводить геологорозвідувальні роботи в Красноярському краю на родовищі «Ведуга». Ірландська компанія «Celtic» бере участь в реалізації проекту розробки Нежданінського і Суздальського родовищ.

Основними споживачами золота в Російській Федерації виступає ювелірна промисловість (85-90%) і стоматологія (5-6%).

Більше 80% вироблюваного в країні золота закупають комерційні банки, серед яких – «Росбанк», «Альфа-банк», «Ланта-банк».

За даними Держкомгеології **України**, прогнозні запаси золота на вітчизняних родовищах складають 3,2 тис. т. На 12 родовищах золотовмісних руд проводяться геологорозвідувальні роботи. Як вважають експерти, в розвиток золотодобувного комплексу країни необхідно інвестувати не менше 0,8 млрд. дол.

В 90-х роках минулого сторіччя в Україні була зроблена спроба налагодити золотодобування на Мужівському родовищі. Фахівці багато кого тоді вказали на низький рівень змісту золота в породі і неефективність вітчизняних технологій його виробниц-

тва, не передбачаючих процес видалення срібла. Собівартість металу оцінювалася в 400 дол./унцію. В результаті в 1999 р. відлив перший і останній злиток золота з цього родовища, яке не окупилося до цих пір. Спроба його розробки нанесла колосальну утрату екології Закарпатської області, були знищені сотні гектарів виноградників (в ЄС один такий гектар коштує 0,2 млн. дол.).

Нині здобиччу золота в країні займаються АТ «Укрполіметали» і компанія «Донецький кряж». На думку експертів, рентабельна здобич можлива на Бобріковському, Сергєєвському і Травневому родовищах.

Недавно Міністерство економіки України анулювало ліцензію на експлуатацію родовища «Сауляк», видану російській компанії «Тукурінгра». Підтверджені запаси цього родовища складають 11,3 т золота. Воно також має в свій розпорядженні значні запаси срібла.

Питома вага золота на внутрішньому ринку дорогоцінних металів досягає 85-90%.

В кінці 2003 р. набуло чинності Положення Національного банку України про здійснення уповноваженими банками операцій з банківськими металами. Відповідні ліцензії отримали банки «Правекс», «Брокбізнес-банк», «Аваль», «ВАБанк», «Надра» і ін. Злитки імпортуються переважно з ФРН, Швейцарії і Нідерландів.

#### **7.4. Ставки на результати спортивних змагань**

У всьому світі велика кількість грошей заробляється на результатах спортивних подій. В Сполучених Штатах ставки на скачки коней офіційно приймаються на іподромах в штатах багатьох, крім того, в деяких штатах ставки можна зробити і в інших місцях. І, звичайно ж, неофіційні букмекери у всіх штатах приймають ставки на скачки. Ставки на інші спортивні події — звичайно результати професійних футбольних ігор — офіційно приймаються букмекерами в шт. Невада і неофіційно практично скрізь.

Існують деякі цікаві паралелі між спортивними ставками і інвестиціями в цінні папери. І ті і інші мають на увазі початкові грошові витрати і дохід, який через свою невизначеність може бути розглянутий як випадкова змінна. І для здійснення ставок, і для інвестування необхідно мати деяку стратегію ухвалення рішення про вкладення грошей, оскільки існують багато спортивних подій, так само як і цінних паперів. Крім того, дані стратегії можна розглядати і як фундаментальні, і як чисто технічні. У разі застос-

ування фундаментальних стратегій інвестор або гравець оцінює силу фірми, команди або коня, тоді як у разі застосування технічної стратегії розглядається тільки їх минула ефективність. Обидва ці стратегії звичайно засновано на доступній інформації. Таким чином, ефективність минулої поведінки інвесторів і гравців може бути досліджена для визначення того, чи є ефективними фінансовий ринок і «ринок спортивних подій». Для того, щоб почати обговорення, проведемо паралель між ділером цінних паперів і букмекером.

## 7.5. Альтернативні інвестиції

В 80-х рр. інституційні інвестори стали вкладати певну частину засобів в міжнародні акції і облігації. Крім того, вони зробили великі **вкладення в групу фінансових активів, яка в цілому називається альтернативними інвестиціями (alternative investments)**.

Хоча у даного терміну немає точного визначення, але фактично інституційні інвестори розуміють під альтернативними інвестиціями будь-який тип активів, який не продається широко на ринку, як фінансовому, так і на інших ринках.

Ціллю при альтернативному інвестуванні є зростання інвестованого капіталу. На відміну від класичного підходу альтернативний керівник для отримання прибутку прагне максимально використовувати коливання ринкових цін.

Цей вид інвестицій зв'язаний з використанням нетрадиційних фінансових інструментів і стратегій. Альтернативне інвестування дуже популярне сьогодні у всьому світі і частка цього сегмента в загальному інвестиційному процесі швидко росте.

При альтернативному інвестуванні використовуються як класичні фінансові інструменти, такі як акції і облігації, так і похідні інструменти (деривати), такі як ф'ючерси і опціони, дозволяючи заробляти на «падаючому» ринку. Інвестиційні керівники при цьому використовують такі прийоми як короткі продажі і хеджування. При цьому тактика і стратегія кожного керівника в значній мірі індивідуальна.

Альтернативні керівники орієнтовані на приріст інвестованого капіталу. Їх діяльність вважається успішною тільки в тому випадку, якщо вона приносить реальний прибуток інвестору. Від цього прибутку розраховується їх винагорода і вони кровно зацікавлені в конкретному інвестиційному успіху.

Найпривабливішою стороною альтернативних інвестицій є можливість діставати дохід від інвестицій в будь-яких ринкових умовах (як на тому, що росте, так і на падаючому ринку).

В значенні їх відносної важливості для портфеля інституційного інвестора альтернативні інвестиції можна розділити на наступні типи:

**Фінансові програми:**

**Програма «Перший орел»**

В цій інвестиційній програмі, яка використовує «альтернативний підхід до інвестування», застосовується метод короткострокової тактичної торгівлі ф'ючерсами на акції російських емітентів. Порядку 20% активів депонуються на біржі ФОРТС як маржинального забезпечення для торгівлі терміновими контрактами, а решта засобів розміщується на ринку боргових зобов'язань.

Для конкретного періоду часу визначається діючий на ринку тренд і вірогідний напрям його зміни. Аналіз проводиться по двох методах торгівлі — реверсивному і трендфоловинговому.

Інвестиційні керівники здійснюють ретельний контроль над ризиком і слідуєть строгим принципам управління засобами. Розміри відкритих позицій і виконання операцій ретельно контролюється.

Мінімальний розмір рахунку — 25 000 доларів США.

**Програма «Глоубэл Макро»**

Ця програма, як і попередня, використовує альтернативний підхід до інвестування. В програмі використовується зміна тенденцій на світових фінансових ринках.

Перед програмою ставиться задача отримання доходу вище середнього рівня з одночасним забезпеченням прийнятного ступеня ризику.

Інвестиційний портфель «Глоубел Макро» є диверсифікований. Він складається з набору термінових фінансових інструментів, куди входять довгі і короткі позиції на валютних ринках, ринках процентних ставок, біржових індексів і сировинних товарних контрактів.

Мінімальний розмір рахунку — 150 000 доларів США.

**Ризикований капітал (venture capital)**, який включає інвестиції в молоді компанії, від тільки що сформованих до розвинутих і підготовлюваних до первинної пропозиції своїх акцій на ринку.

**Інвестиції в сировину (resource investments)**, які включають головним чином володіння власністю, що проводить або здатною

проводити сиру нафту або природний газ. Останніми роками власність на деревину придбала велике значення в значенні інвестицій в ресурси.

**Викуп з використанням позики (leveraged buyouts)**, що має на увазі придбання вже існуючих компаній з використанням великого об'єму позикових засобів для фінансування операції. Звичайно дані компанії потім реструктуруються, причому деякі підрозділи продаються для покриття заборгованості, а інші підрозділи об'єднуються для досягнення більшої ефективності і подальшого продажу акцій даного підприємства на ринку.

**Нерухомість (real estate)**, під якою маються на увазі реальні структури, що проводять дохід, включаючи роздрібні торгові центри, офісні будівлі, житлові будинки і комерційні склади.

## **7.6. Інвестиції в нерухомість**

### **7.6.1. Загальні поняття**

**Інвестиції в нерухомість** – це ще один спосіб вкладення вільних грошових коштів, до якого вдаються інвестори з метою підвищення ступеня диверсифікації свого портфеля, а також для отримання сприятливого співвідношення між ризиком і прибутковістю. На відміну від інвестицій в акції або облігації, прибутковість інвестицій в нерухомість в значній мірі залежить від подальшого управління придбаним нерухомим майном. Так, Вам доведеться вирішувати такі питання, як здавати або не здавати Вашу нерухомість в оренду, а якщо здавати, то за якою ціною, де і як часто розміщувати рекламу, скільки витратити на технічне обслуговування і ремонт нерухомості і т.п. Тому, придбаваючи нерухомість, необхідно раніше визначитися, навіщо вона Вам потрібна – для роботи з нею або просто для подальшого перепродажу? Інакше кажучи, необхідно сформулювати цілі інвестування. Постановка цілей припускає три основні кроки:

- порівняти між собою інвестиційні характеристики різних видів нерухомості;
- встановити цілі і обмеження для себе;
- визначити для себе, що саме Вам необхідно дізнатися про об'єкт інвестування.

Розглянемо більш детально ці кроки. Оцінка і порівняння інвестиційних характеристик об'єкту нерухомості є визначенням виду майна і рішенням питання про порядок придбання, тобто по-



купка відразу за повну вартість або придбання в кредит. Звичайно нерухомість підрозділяють на три основні категорії:

1. за ознакою функціональності:
  - нерухомість споживчого призначення (особиста нерухомість);
  - нерухомість виробничого призначення;
2. за фінансовою ознакою:
  - прибуткова нерухомість;
  - спекулятивна нерухомість.
- прибуткова нерухомість;
- спекулятивна нерухомість.

До особистої нерухомості відносяться приватні будинки, квартири, які використовуються Вашою сім'єю, гараж(и), в якому(ых) Ви тримаєте Ваш(и) автомобіль(и), дача, або заміський(е) будинок(а). До прибуткової нерухомості належать ті ж об'єкти, але що використовується Вами для отримання доходу, тобто все те, що Ви здаєте в оренду. Вище ми згадували про необхідність управління нерухомим майном, так от це в першу чергу відноситься до даного виду майна. До спекулятивної нерухомості відносять об'єкти, що придбаваються з метою подальшого перепродажу. Звичайно це земельні ділянки або споруди спеціального призначення.

Вважається, що безпечніше всього інвестувати засоби в особисту нерухомість. Цей вид нерухомості, з одного боку, менш інших схильний ризику знецінення, і з другого боку, вкладений в неї капітал зростає в середньому на 2-10% в рік (залежно від країни, на території якої отримується нерухомість). Прибуткова нерухомість має додатковий чинник ризику, пов'язаний з порядністю орендарів, їх акуратністю (погані орендарі можуть зіпсувати меблі, забути закрити кран і затопити сусіда знизу, висадити квартиру, врешті-решт, поводяться неакуратно з газом), коливанням ринкових цін на оренду приміщень і т.п. Спекулятивна нерухомість, як випливає з самого назви, дає можливість, як добре працювати, так і крупно втратити. Ви можете, наприклад, за порівняно невисокою ціною придбати ділянку землі з розташованою на ньому «завалюхой», розрахувавши, що в цьому районі незабаром може бути почато будівництво дорогих особняків. Якщо Ваш розрахунок виявиться вірним, то ділянка може бути продана в 10 або більш раз дорожче, ніж Ви його придбали. Але ж може виявитися, що в цьому районі високі ґрунтові води, або весною

він схильний підтопленню, або в 100 метрах почнуть прокладати залізницю. В будь-якому з цих випадків ні про яке великомасштабне будівництво не може бути і мови і Вам не вдасться повернути гроші, інвестовані Вами в ділянку. Таким чином, стає очевидним, що перш, ніж інвестувати в нерухомість, слід визначити, які ризики пов'язані з тим або іншим видом майна і до якого роду ризикам Ви готові.

Далі, відповідно до раніше наміченого плану, необхідно встановити цілі і обмеження для себе. При цьому потрібно сформулювати свої цілі і обмеження як фінансового, так і іншого характеру. При визначенні фінансовий обмежень Ви вирішуєте, яку частину Вашого інвестиційного портфеля Ви готові пов'язати з нерухомістю і скільки грошей Ви можете витратити на придбання об'єктів нерухомості. Далі ставиться фінансова ціль. Звичайно це приблизна прибутковість, яку інвестор чекає мати від експлуатації і подальшого продажу своєї нерухомості. Для того, щоб сформулювати нефінансові обмеження і цілі, необхідно визначитися, наскільки Ваші знання, здібності, темперамент, бажання відповідають тому, що зажадає від Вас майно. Т.е., чи схочете Ви самостійно шукати орендарів або вважаєте за краще передати цю роботу спеціалізованому агентству, чи хочте Ви жити в одному будинку з орендарями або Ви б вважали за краще бачитися з ними якомога рідше і т.п.

В рамках третього, останнього пункту визначення цілей інвестування, а саме «визначити для себе, що саме Вам необхідно дізнатися про об'єкт інвестування» вимагається вирішити наступні питання:

- отримати повні відомості про дану нерухомість;
- визначити об'єм прав власності на неї;
- визначити часовий горизонт Вашого капіталовкладення;
- визначити межі простору, на якому знаходиться об'єкт нерухомості.

Отримання повних відомостей про нерухомість. Придбаваючи нерухомість, слід переконатися в том, що Ви купуєте саме те, на що розраховуєте. Так, Вам необхідно отримати на руки план ділянки, на якій знаходиться нерухомість (якщо це будинок), точні дані про площу і об'єм будов. Крім того, якщо це будинок, бажано було б мати дані обстежень на предмет виявлення можливих дефектів, наприклад, наявність шкідливих будівельних матеріалів, сухої гнилизни або непридатної електропроводки. Крім того, при операціях з нерухомістю, слід звертати увагу на те, чи включений

в контракт об'єкти особистого майна, тобто те, що не відноситься до поняття «нерухомість». Так, купивши будинок, Ви пізніше можете знайти, що всі кондиціонери, віконні ґрати з фігурним куванням, всі завіски, люстри, а можливо, і всі двері зняті і відвезені старим господарем. Тому, підписуючи контракт про покупку нерухомості, слід переконатися в том, що в ньому міститься точний опис об'єкту і перелік всього особистого майна, яке Ви хотіли б отримати разом з об'єктом нерухомості.

**Об'єм власності.** Купуючи нерухомість, Ви «купуєте» юридичні права, які не тільки визначають способи отримання благ від користування об'єктом, але і встановлюють певний круг зобов'язань. Ці права і зобов'язання на мові юристів мають такі назви, як договір, титул, сервітут, право утримання і ін. Люди, що купили нерухомість, часто знаходять, що вони не отримали коректного титулу і тому не можуть користуватися майном так, як припускали. Може трапитися і таке, що, купивши ділянку землі де-небудь, в штаті Queensland (Австралія), Ви можете зіткнутися з проблемою, що не можете зрубати жодного дерева на своїй ділянці без тривалої і складної процедури узгодження з місцевими властями. Або ж, купивши старий особняк, Вам можуть не дозволити його поруйнувати або радикально змінити його зовнішній вигляд, оскільки цей особняк є пам'ятником архітектури. Тому операції з нерухомістю повинні готуватися грамотними юристами, щоб інвестор згодом не мав неприємних сюрпризів.

**Часовий горизонт.** Подібно тому, як змінюються ціни на акції, ціни на нерухомість також то ростуть, то опускаються. Так, якщо ще кілька років тому, в 1999-2002 роках один квадратний метр житлової площі (в багатоквартирних будинках старої житлової фундації) в центральних районах таких крупних міст України, як, наприклад Дніпропетровськ або Донецьк коштував від 200 до 400 \$США, то вже в 2005 році цей же квадратний метр оцінювався не нижче 900 – 1200 \$США. В розвинутих країнах волатильність цін на нерухомість не така висока, але вона так само має місце і це необхідно урахувати. Тому перш, ніж інвестувати капітал в нерухомість, слід визначитися, на який термін Ви хочете придбати об'єкт нерухомості. Якщо Ви придбаваєте нерухомість для власного використання або на тривалий термін (15-20 або більше років), то Вас не особливо турбуватимуть місячні або сезонні коливання цін на цьому ринку. Інвестори – спекулянти, навпаки, прагнуть придбати нерухомість в періоди спаду цін, щоб мати нагоду запрацювати при черговому циклічному підйомі.

**Розташування в просторі.** Це дуже важливий параметр, оскільки нерухомість – це товар, існуючий в просторовому вимірюванні і його цінність прямо пропорційна зручностям або яким-небудь певним умовам, існуючим в цьому просторі. Так, якщо Ви плануєте придбати нерухомість для здачі її в оренду, Вас, в першу чергу цікавитимуть наявність зручностей в районі розташування Вашої нерухомості. Це школи, дитячі сади, близька прихильність до транспортних ліній, наявність продуктових магазинів, універмагів, аптек і т.п. Якщо Ви купуєте квартиру або будинок для себе, то, можливо, нічого з вищепереліченого Вас не цікавитиме. Якщо Ви віддаєте перевагу свіжому повітрю благам цивілізації, то, зрозуміло, що кращим вибором для вас буде нерухомість у віддалених районах міста.

### **7.6.2. Вартість нерухомості**

В цьому розділі ми не зупинятимемося на тому, як впливають на вартість нерухомості економічні, демографічні, психологічні, інші умови, а також фазу ринку, в якій інвестор знаходиться в даний момент. Тут ми розглянемо питання, що стосуються безпосередньо самого об'єкту нерухомості. Вартість об'єкту визначається наступними основними чинниками:

- загальним станом об'єкту нерухомості;
- розташуванням і особливостями місця;
- можливими поліпшеннями, які можна провести;
- можливістю управління нерухомістю.

По першому пункту у читача не повинно виникати питання, оскільки з самого назви витікає, що під загальним станом об'єкту розуміється його вік, можливість подальшої експлуатації, стан газо-, електро- і водопровідних мереж в будинку (квартирі) і т.п.

Розташування нерухомості грає ключову роль у формуванні вартості нерухомості. Якщо об'єкт розташований в хорошому місці, він буде привабливішим для інвестування в нього засобів. В загальних словах «хороше місце» можна визначити, як місце, зручно розташоване і мати якісне середовище. Зручність розташування означає, що людям даного району легко добиратися туди, куди ним частіше за все доводиться добиратися. Наприклад, орендарі і покупці житла, як ми вже згадували раніше, звичайно судять про порівняльну зручність житлового кварталу по тому, чи є поряд з ним учбові заклади, місця відпочинку, підприємства і установи, де можна знайти роботу, магазини роздрібною торгівлі, підприємства послуг, місця розваг і т.п. У будь-якого сегмента ринку жит-

ла і нежилых будівель є свій характерний набір крапок, які повинні бути досяжні для клієнтів – покупців і орендарів. Інша складова поняття «зручність» припускає наявність транспортних комунікацій: метро, автобусних, тролейбусних ліній, ліній маршрутних таксі і т.п.

Під середовищем розуміється цілий комплекс понять. Це, поперше, стан природи в місці розташування нерухомості – наявність парків, лісонасаджень, річок, озер, відсутність промислових підприємств. По-друге, це естетична цінність місця – красиво виконана забудова, раціональне планування місця, відсутність будівельних ділянок і т.п. І в третіх, це соціально-економічне середовище, що має на увазі демографічні характеристики і стиль життя тієї частини населення, яке живе і працює недалеко від вибраного Вами об'єкту нерухомості. Іноді розглядають також правове і податкове середовище, але їх стан робить менший вплив на формування вартості об'єкту нерухомості.

Кажучи про особливості місця, перш за все, мається на увазі розміри і характеристики ділянки під будинком (або будь-яким іншим об'єктом нерухомості). Як правило, бажаним чинником є наявність просторої ділянки. Якщо йдеться про офісні або торгові будівлі, то наявність вільних ділянок перед ними є необхідною умовою, оскільки власник об'єкту неодмінно схоче мати майданчик для парковки машин. Чимале значення має також і якість ділянки, наприклад, родючість ґрунту, рельєф, природний дренаж. Так, низько розташовані ділянки можуть подтапливатись водою. Цей недолік може виявитися не відразу, а можливо, тільки через декілька років після придбання ділянки, наприклад, весною, після особливо сніжної зими. При вивченні ділянки необхідно, по можливості звертати увагу на всі його особливості, інженерні споруди: чи є огорожа, чи хороший в'їзд на ділянку, чи є каналізація, електро-, водо-, газопроводи і як вони підключені. Наприклад, якщо водопровідна труби підключена не безпосередньо до магістральної труби, а через сусіда, у Вас можуть бути проблеми з натиском води і т.п. Всі ці елементи впорядкування підвищують цінність нерухомості, а, отже, і дохід, яку вона може принести.

Під можливими поліпшеннями, які можна провести розуміється все те, що Ви можете побудувати і влаштувати на ділянці: парковки, тротуари, споруди різного призначення або ще один або декілька будинків, плавальний басейн, спортивний майданчик і т.п.

Якщо Ви купуєте велику будівлю, слід основну увагу надати фундаменту – можливо, Ви схочете надбудувати ще один або декілька поверхів, плануванню поверхів, товщині цегляної кладки – на випадок, якщо Ви схочете в майбутньому змінювати конфігурацію і призначення кімнат.

Коли йдеться про управління нерухомістю, перш за все, маються на увазі такі об'єкти, які Ви придбаваєте з метою їх експлуатації і отримання від цього поточного прибутку. Зрозуміло, що у випадках придбання житла для себе (особиста нерухомість) або земельних ділянок або квартир з метою їх найшвидшого перепродажу (спекулятивна нерухомість), послуги сторонніх керівників Вам не будуть потрібні. Управління прибутковою нерухомістю вимагає від власника (мул найманого керівника) як повсякденних турбот (збирати квартплату, шукати орендарів, проводити дрібні поточні ремонти і т.п.), так і максимальної відповідальності. Він повинен оцінювати орендарів, піклуватися про поліпшення ділянки і будівлі, стежити за конкурентами, вести маркетингову кампанію. Керівник також повинен продумувати, як захистити будинок від можливих ущербів – пожеж, повеней, грабежів або утрат, заподіяних через недбалість орендарів. В широкому значенні під управлінням об'єктом нерухомості розуміється оптимізація рівня благ, які вона може надати і пропозиція цих благ за якнайменшою ціною.

### **7.6.3. Оцінка ринкової вартості нерухомості**

У сфері операцій з нерухомістю мінімальна прийнятна ціна продавця рідко співпадає з максимальною ціною, на яку згоден покупець. Іноді ці розбіжності можуть досягати десятків відсотків. Тому остаточна ціна, по якій полягає операція, формується в ході переговорів між сторонами. Проте, інвестору дуже корисно володіти інструментарієм визначення ринкової вартості нерухомості, щоб до початку переговорів мати зразкову цифру, від якої не слід сильно відхилитися. Звичайно як покупці, так і продавці користуються трьома основними способами оцінки, а потім порівнюють отримані результати і виводять остаточний. До цих способів оцінки відносяться:

- витратний підхід;
- метод ринкових порівнянь;
- прибутковий метод.

**Витратний підхід** заснований на тому, що інвестор не повинен платити за об'єкт більше, ніж коштує його будівництва наново, за

поточними цінами на землю, будівельні матеріали і роботи. Проте цей підхід може бути використаний, коли йдеться про нові або відносно нових будівлях. Старіші будинки часто мають значний фізичний знос, що серйозно утрудняє застосування витратного методу. Доводиться застосовувати специфічні коефіцієнти, ураховуючи ступінь фізичного і морального зносу, а це не завжди себе виправдовує. Тому більшість експертів-оцінювачів нерухомості визнають, що витратний метод може бути корисний лише для перевірки розрахункової вартості, а покладатися на нього можна лише у випадках оцінки нових об'єктів нерухомості.

**Метод ринкових порівнянь** полягає в порівнянні цін продажу об'єктів нерухомості, аналогічних об'єкту, підлягаючому оцінці. Цей метод заснований на міркуванні, що ціна даного об'єкту повинне приблизно відповідати цінам аналогічних об'єктів, проданих в даному районі останнім часом. Позитивним моментом цього методу є те, що він оперує цінами, по яких продаються аналоги (тобто ціною, досягнутою сторонами в результаті проведених переговорів), а не запрошуваними цінами. Тому, якщо інвестор зможе зібрати дані про операції з продажу декількох аналогічних об'єктів в даному районі за останній час, він отримає зразковий діапазон цін, усередині якого повинна уміщатися і його ціна придбання бажаного об'єкту нерухомості.

**Прибутковий метод** достатньо складний і ми не вважаємо доцільними детально говорити про нього в рамках тематики даного підручника. Тому ми розглянемо лише найпростіший варіант даного методу, званий прямий капіталізацією. Відповідно до цього методу ринкова вартість об'єкту нерухомості визначається по наступній формулі:

$$\text{Ринкова вартість} = \frac{\text{Річний чистий операційний прибуток від об'єкту}}{\text{Норма капіталізації}}$$

Річний чистий операційний прибуток від об'єкту підраховується як різниця між валовим потенційним доходом від здачі об'єкту в оренду і збитками від приміщення, що порожніє, несплати орендної платні, а також поточними витратами на зміст об'єкту і сплаченими податками. Норма капіталізації визначається на основі даних про об'єм ринкових продажів за останній час і поточній нормі прибутковості, на яку інвестори розраховують в даний час.

Щоб краще зрозуміти суть методу, розглянемо конкретний приклад. Припустимо, що Ви маєте в свій розпорядженні наступні дані про продажі двокімнатних квартир в р. Дніпропетровську за нижчевказаними адресами:

Адреса	Річний чистий операційний прибуток	Ціна продажу	Норма капіталізації
Пр. К.Маркса, 33	4800	60000	0,08
Вул. Серова, 9	3600	40000	0,09
Вул. Московська, 8	3840	50000	0,077
Вул. Плеханова, 12	3600	38000	0,095

Квартира, яку Ви бажаєте придбати, знаходиться за адресою вул. Леніна, 1 і вона може принести річний чистий операційний прибуток 3600 доларів США. Порівнюючи характеристики близьких за якістю об'єктів, Ви приймаєте середню величину норми капіталізації, яка складе 0,085. Тепер Вам неважко розрахувати зразкову вартість Вашої квартири:  $3600:0,085= 42353$  доларів США.

Тепер Ви маєте ціновий орієнтир, а остаточна ціна залежатиме від Вашого уміння вести переговори.

Може показатися, що цей метод розрахунку виглядає просто і переконливо. Але насправді все йде значно складніше. Ви, швидше за все зустрінетеся з серйозною проблемою з першого ж Вашого кроку – визначення величини річної чистої операційної прибутку від об'єкту. Оцінка нерухомості – це дуже складна, технічно важко здійсненна процедура, вимагаюча надійної інформації про параметри порівнюваних об'єктів, ціни, по яких продаються аналоги, можливих умовах фінансування і т.п. Всі ці дані мають в свій розпорядженні спеціалізовані агентства і експерти, до яких доцільно звертатися для визначення ринкових цін на об'єкти нерухомості. Методи ж, приведені вище, можуть дати Вам лише поверхневе уявлення про процес розрахунку ринкових цін на нерухомість, дозволити Вам ясніше сформулювати задачу експерту і розмовляти з ним «на одній мові».

#### **7.6.4. Пасивні форми інвестування в нерухомість**

Інвестування в нерухомість проводиться звичайно або шляхом особистої покупки об'єкту (про це йшла мова в даному розділі аж до цього місця), або шляхом вкладень до трастових фондів інвестицій в нерухомість – **REIT (Real Estate Investment Trust)** або партнерства по управлінню нерухомістю – **RELP (Real Estate Limited Partnership)**. Володіння нерухомістю на правах індивідуальної власності особливо типово для забезпечених інвесторів або для тих, хто професійно займається приміщенням капіталу в нерухомість. Головний недолік подібної форми володіння –



необхідність мати в свій розпорядженні крупні грошові кошти. Інвестування ж до фондів REIT або RELP дозволяє проводити інвестиції в нерухомість і порівняно дрібним інвесторам.

REIT – це різновид інвестиційної компанії закритого типу, яка акумулює грошові кошти за рахунок продажу своїх акцій інвесторам і потім інвестує ці засоби в різні об'єкти нерухомості. Фондації REIT були засновані в США на початку 60-х років минулого століття і були вельми популярні до середини 70-х років, коли на ринку нерухомості США відбувся обвал. З початку 80-х років популярність фондаций REIT знов почала рости і вже до 1989 р. в США налічувалося близько 170 таких фондаций.

В даний час популярність американської моделі інвестиційних трастів – REIT росте у міру того, як все більше число країн приймає на розгляд законопроекти, регулюючі діяльність цих компаній. Інвестиційні трасти або їх аналоги в даний час ведуть діяльність в країнах багато кого Європи, Азії і Латинської Америки. Це Мексика, Франція, Гонконг, Тайвань, Японія, Сінгапур і деякі інші.

Основні цілі створення інвестиційних трастів у всьому світі приблизно однакові, це спрощення доступу інвесторів на ринки нерухомості і забезпечення джерел фінансування для власників і забудовників нерухомості.

Як вже мовилося вище, фондації типу REIT продають свої акції всім охочим і вкладають виручені засоби в портфелі інвестицій в нерухомість. Акції вільно торгуються на фондових біржах, таких, як Нью-йоркська, Американська фондові біржі, а також на позабіржовому ринку OTC. Особливістю акцій фондаций REIT є те, що їх ціни звичайно рухаються в напрямі, не залежному від руху решти сегментів фондового ринку, що робить їх хорошим інструментом диверсифікації інвестиційних портфелів. Крім того, відповідно до американського законодавства, фондації REIT зобов'язані виплачувати велику частину своїх доходів акціонерам. Тому їх папери є, як правило, стабільним джерелом дивідендного доходу.

Проте, необхідно відзначити, що інвестиції до фондів REIT не є безризиковими. Спад на ринку нерухомості може привести до відчутних збитків для фондаций, що є утримувачами їх паперів, що, природно, відобразиться і на власниках акцій фондаций.

Перед початком 2003 року аналітики писали про несприятливі перспективи сектора нерухомості в США, проте зростання індексу NAREIT Equity, що розраховується Національною асоці-

ацією іпотечних інвестиційних трастів США, NAREIT, і що відображає рух акцій REIT, склав цього року 37%. В 2004 році ці побоювання значною мірою посилювалися через старт кампанії посилювання грошово-кредитної політики Федеральної резервної системи США. Проте, сектор в 2004 році виріс на 31%. Ті ж самі доводи приводилися аналітиками і на початку 2005 року, і хоча зростання сектора REIT в порівнянні з попередніми роками сповільнилося, він, проте, виявився краще за інші сегменти фондового ринку. В 2005 році індекс NAREIT виріс на 12,2% в порівнянні з 4,9%, показаними за цей же період індексом S&P 500. Тим інвесторам, які в даний час розглядають варіанти вкладення засобів на ринку REIT, агентство Morningstar рекомендує повернути увагу на взаємні фундації JP Morgan U.S. Real Estate (SUSIX), Morgan Stanley Real Estate (REFAX), T.Rowe Price Real Estate (TRREX), а також Fidelity Real Estate Investment (FRESX). Самий «бичачий» настрій керівники фундаціями виражають щодо іпотечних трастів, володіючих власністю в Нью-Йорку і Вашингтоні, – містах, що характеризуються високою діловою активністю і високими бар'єрами для входження на ринок нерухомості. Зокрема, Джо Родрігес (Joe Rodriguez), портфельний менеджер фундації AIM Real Estate, рахує іпотечний траст S.L. Green (SLG), працюючий на ринку нерухомості Нью-Йорка, перспективним об'єктом для вкладення засобів. Майкл Торрес особливо виділяє компанію Boston Properties (BXP), здійснюючу операції з нерухомістю в декількох регіонах, у тому числі, в Нью-Йорку і Вашингтоні. Лібер, у свою чергу, акцентує увагу на Alexander's (ALX) і Vornado Realty Trust (VNO).

Ще однією позитивною властивістю цінних паперів фундацій типу REIT, є їх здатність скорочувати ризик інвестиційного портфеля за умови тривалого періоду часу володіння цими паперами. Так, за даними компанії Ibbotson Associates, для портфеля, перебуваючого на 40% з облігацій, на 50% з акцій і на 10% з казначейських векселів, середньорічна прибутковість за період з 1972 р. по 2000 р. склала 11,8%, а рівень ризику – 11,2%. В той же час портфель, в якому 35% складали б облігації, 45% – акції, 10% – казначейські векселі і 10% – папери REIT, за той же період запропонував би інвесторам середньорічну прибутковість 12% при рівні ризику 10,9%, тобто більш високу прибутковість в поєднанні з меншим ризиком. Включення невеликої частки паперів REIT збільшило прибутковість портфеля майже на половину процентного пункту, одночасно понизивши його волатильність. Відносно

скромне підвищення прибутковості здатний зробити значний вплив на кінцевий прибуток, одержуваний інвестором. Портфель, що містить 20-процентну частку паперів REIT, за період з 1972 р. по 2000 р. виріс би в ціні з \$10000 до \$238349, тоді як без цих паперів його вартість досягла б тільки \$219049. Різниця складає майже \$20000.

Про зростаючу популярність цього виду активів красномовно говорять наступні цифри. За даними NAREIT на початок 2006 року, загальна ринкова капіталізація фондів REIT складала близько 680 млрд. доларів США і експерти прогнозують, що в найближчі п'ять років світовий ринок акцій REIT досягне 1,3 трильйонів доларів США.

Інший вид інвестиційних інструментів, дозволяючих здійснювати пасивне інвестування в нерухомість – партнерства по управлінню нерухомістю – RELP (Real Estate Limited Partnership). Це об'єднання інвесторів, вкладаючі засоби в різні види нерухомості і здійснюють професійне управління інвестиціями. Існують два основні типи партнерств – «синдикат одного об'єкту», який фондувався для збору грошей на покупку конкретного об'єкту нерухомості, і «незрячий пул» – який формується його організатором для збору оголошеної суми грошей для покупки об'єкту, підбраного самим організатором. Основний недолік інвестування до фондів типу RELP полягає в тому, що продати свій пай буває вельми проблематично унаслідок того, що для таких паїв не існує організованого ринку.

### **Контрольні запитання**

1. Назвіть типи ризиків при інвестуванні у предмети колекціонування.
2. Які переваги та недоліки інвестування в колекції вин?
3. Надайте особливості закупівлі вина на ранніх стадіях.
4. Охарактеризуйте США як провідний продуцент золота.
5. Охарактеризуйте Росію на світовому ринку золота.
6. Перелічіть особливості інвестування в золотодобувний комплекс України.
7. Надайте характеристики ставок на результати спортивних змагань як особливого виду інвестування.
8. Які особливості розвитку альтернативного інвестування?
9. Які особливості інвестування в нерухомість в Україні?
10. Назвіть форми інвестування в нерухомість на міжнародних інвестиційних ринках.

## **Розділ 8. Україна на міжнародному інвестиційному ринку**

На нинішньому етапі докорінної перебудови економіка України потребує значних інвестицій. Через відсутність коштів на реалізацію конкретних проєктів у господарському комплексі потерпає вся економічна система країни.

Особливо гострою є проблема відновлення виробничих фондів. За практично повної відсутності власних коштів велике значення мають іноземні інвестиції як додаткове неінфляційне джерело фінансування. Обсяг необхідних іноземних інвестицій в економіку України перевищує 40 млрд дол. США. Однак інвестиційний процес в Україні гальмується низкою суб'єктивних і об'єктивних факторів, серед них політична й економічна нестабільність, часті зміни законодавства, повільні темпи приватизації, неврегульованість питань про земельну власність тощо. Усе це потребує від Уряду України впровадження зваженої, науково обгрунтованої і водночас активної інвестиційної політики, підмурком якої має бути в першу чергу чітка й стабільна нормативно-правова база господарської діяльності як вітчизняних, так і іноземних інвесторів.

### **8.1. Іноземні інвестиції в реформування економіки України**

Економічний розвиток країн з перехідною економікою і країн, що розвиваються, гальмується несформованістю ринкового механізму та звуженістю баз капіталу. Розвиток країни зі зрілою ринковою економікою забезпечений накопиченим капіталом та спектром норм його внутрішнього зростання. Для країн, що розвиваються, необхідною умовою є висока внутрішня норма заощаджень і нагромаджень. Економісти доводять, що економічне зростання таких країн немислиме без присутності іноземного капіталу. Вони також припускають, що сприятливий вплив інокапіталу на господарство, що розвивається, не залежить від форми його вливання в національну економіку: чи то приватних прямих інвестицій і кредитів, чи то державних інвестицій і кредитів чи в будь-якій іншій формі.

У будь-якому випадку знаходяться аргументи, що виправдовують присутність іноземного капіталу як найбільш ефективний спосіб для досягнення національного процвітання. Прямі капіталовкладення в промисловість не тільки приносять країнам, що

розвиваються, чистий приріст національного багатства, але їй сприяють поширенню новітніх технологій долученню іноземних фахівців до підйому технічного й культурного рівня країни, полегшують підготовку висококваліфікованих кадрів. Державні капіталовкладення у транспорт, зв'язок, комунальне господарство розглядаються як один з найпотужніших стимулів національного підйому.

Дійсно, з одного боку, інокапітал, залучений в національну економіку і з ефектом використаний, сприяє економічному зростанню країни, допомагає їй подолати відсталість та інтегруватися у світову економіку. З іншого боку, залучення інокапіталу накладає на країну, що його приймає, певні зобов'язання, створює різноманітні форми залежності країни-позичальника від кредитора, часом призводить до різкого зростання зовнішнього боргу. Отже, для національної економіки інокапітал може мати неоднозначні наслідки. Однак його переваги переконливі.

На сьогодні залучення іноземних інвестицій в українську економіку є найважливішим завданням для керівництва держави. Зростання фінансування в Україні найближчому майбутньому буде залежати від стану внутрішніх заощаджень і прямих іноземних інвестицій.

Головне в проблемі інвестицій – створення умов для їхніх вкладень в найбільш перспективні, конкурентоспроможні виробництва зі швидкою віддачею, що дозволяє максимально збільшити доходи підприємств, населення і бюджету; при цьому слід запобігати тим капітальним та іншим витратам, які призводять лише до розтринькування ресурсів та посилення інфляції.

## **8.2. Правові засади іноземного інвестування в Україні**

В Україні власне законодавство про інвестиційну діяльність та про іноземні інвестиції було започатковане після прийняття 24 серпня 1991 року Акта проголошення незалежності України.

У Законі України від 18 вересня 1991 року. «Про інвестиційну діяльність» уперше в узагальненому вигляді було викладено правові, економічні й соціальні умови інвестиційної діяльності на території України.

Закон України «Про іноземні інвестиції» від 13 березня 1992 року був першим нормативним актом, що регламентував процес саме іноземного інвестування в Україні. Але Декретом Кабінету Міністрів України від 20.05.93 р. № 55-93 дія закону була припи-

нена, оскільки він мав ряд істотних недоліків. Зокрема, у ньому не були передбачені мінімальний розмір та вид іноземних інвестицій, для яких устанавлювалися податкові пільги. За період дії цього Закону за деякими підрахунками до 42 % усіх іноземних інвесторів вклали в економіку України менше ніж 1000 доларів США, а траплялися й такі спільні підприємства, в яких іноземні інвестиції становили 7 доларів США.

19 березня 1996 року Верховна Рада України прийняла новий Закон України «Про режим іноземного інвестування», що скасовував дію вищевказаного Декрету. У цілому цей Закон містить безліч положень, запозичених з Декрету. Однак у ньому є й багато якісно нових елементів. Найбільш істотною рисою нового Закону, на відміну від попереднього законодавства про іноземні інвестиції, є те, що для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної й іншої господарчої діяльності, за винятком випадків, передбачених законодавством. Згідно із зазначеним Законом для окремих інвестиційних проектів із залученням іноземних інвестицій, що реалізуються відповідно до державної програми розвитку пріоритетних галузей економіки, соціальної сфери і територій, може встановлюватися пільговий режим інвестиційної та іншої господарської діяльності. Чітко відрегульовано момент присвоєння підприємству статусу підприємства з іноземними інвестиціями.

У розділі II Закону України «Про режим іноземного інвестування» передбачені державні гарантії захисту іноземних інвестицій. До них належать:

1. Гарантії від примусового вилучення іноземних інвестицій (за винятком випадків виконання рятувальних робіт у разі стихійного лиха, аварій, епідемій і надзвичайних ситуацій), а також незаконних дій державних органів та їхніх посадових осіб.
2. Гарантії компенсації і відшкодування збитку іноземним інвесторам (разом з втраченою вигодою і моральним збитком, заподіяним їм унаслідок дій чи бездіяльності, неналежного виконання державними органами України своїх обов'язків).
3. Гарантії у випадку припинення інвестиційної діяльності (тобто право на повернення не пізніше ніж через 6 місяців від дня припинення діяльності, інвестицій у натуральній формі чи у валюті інвестування без сплати мита, а також

доходів з цих інвестицій у грошовій чи товарній формі відповідно до їхньої реальної вартості на момент припинення інвестиційної діяльності).

4. Гарантії безперешкодного і негайного переведення за кордон прибутку, доходів та інших коштів, отриманих унаслідок здійснення іноземного інвестування.

### **8.3. Іноземні інвестори в Україні**

*Іноземні інвестиції – це всі види цінностей, які вносяться іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності на території даної держави.*

Іноземні інвестори мають право здійснювати інвестиції на території України у формі таких активів:

- конвертованої валюти; валюти України під час реінвестицій в об'єкт первинного інвестування, а також за умови сплати податку на прибутки від інвестицій у будь-які інші об'єкти реінвестування відповідно до чинного законодавства України (реінвестування – переміщення капіталу з одних активів в інші більш ефективні);
- будь-якого рухомого та нерухомого майна і пов'язаних з ним майнових прав;
- акцій, облігацій, інших цінних паперів, а також інших корпоративних прав, виражених у конвертованій валюті за ринковою вартістю;
- грошових вимог і права вимог про виконання договірних зобов'язань, гарантованих першокласними банками, які мають вартість у конвертованій валюті;
- будь-яких прав інтелектуальної власності, вартість яких підтверджується відповідно до законів держави інвестора або міжнародними торговельними звичаями;
- прав на здійснення господарської діяльності, а саме на розробку, видобуток або експлуатацію природних ресурсів.

Українським законодавством передбачені такі корпоративні форми іноземного інвестування:

- часткова участь у підприємствах, створюваних спільно з українськими юридичними і фізичними особами або придбання частки в діючому підприємстві;

- створення підприємств, які повністю належать іноземним інвесторам, відділів та інших окремих підрозділів іноземних юридичних осіб або придбання у власність підприємства повністю;
- придбання прямо не забороненого законами України нерухомого або рухомого майна, включаючи земельні ділянки, будинки, квартири, приміщення, обладнання, транспортні засоби та інші об'єкти власності шляхом прямого придбання майна або майнових комплексів, а також у формі акцій, облігацій та інших цінних паперів;
- придбання самостійно або за участю українських юридичних чи фізичних осіб прав користування землею і концесій на використання природних ресурсів на території України;
- придбання інших майнових прав;
- здійснення інвестицій в інших формах, частково на підставі погодження із суб'єктами господарської діяльності в Україні, які прямо не заборонені законами України.

**Пріоритетними сферами для іноземного інвестування** в Україні визначено: агропромисловий комплекс, легку промисловість, лісопромисловий комплекс, машинобудування, медичну промисловість, металургійний комплекс та виробництво матеріалів, паливно-енергетичний комплекс, транспортну інфраструктуру, зв'язок, хімічну і нафтохімічну промисловість, соціальну інфраструктуру.

Підприємства з іноземними інвестиціями, діяльність яких пов'язана з пріоритетними сферами інвестування і критеріями, визначеними Державною програмою заохочення іноземних інвестицій в Україну, можуть самостійно ухвалювати рішення про застосування норм прискореної амортизації (але не більше двократного розміру чинних норм).

У перелічених та інших сферах економіки підприємства з іноземними інвестиціями створюються і діють у формах, передбачених чинним законодавством України. Вони можуть здійснювати будь-які, не заборонені законодавством види діяльності, що відповідають цілям, викладеним у статуті. Припинити дію цих підприємств можливо в таких випадках:

- за рішенням власників, прийнятим відповідно до статутних документів підприємства;
- після закінчення терміну дії договору про заснування підприємства;
- відповідним рішенням суду, арбітражного суду.



Здійснюючи інвестиції в Україні, іноземні компанії і банки можуть мати на меті:

- 1) одержання високої норми прибутку в разі створення виробництв з випуску дефіцитної в Україні продукції, ціни на яку значно перевищують світові;
- 2) використання факторів виробництва, вартість яких в Україні нижча від світових: порівняно дешева (але кваліфікована) робоча сила, низька вартість деяких видів сировини;
- 3) використання родовищ корисних копалин та інших природних ресурсів, розробка яких в Україні коштує дешевше, ніж в інших країнах, або доступ до яких в інших країнах ускладнений.
- 4) придбання потенційно ефективних українських підприємств (звичайно експортноорієнтованих) за низькою ціною з метою отримання високого прибутку після обмежених інвестицій у створення системи збуту, проведення маркетингу і реструктуризації номенклатури виробленої продукції;
- 5) просування на український ринок своєї продукції: створення торговельно-збутової мережі, складальних виробництв, сервісних підприємств, упровадження своїх стандартів на українському ринку. До інвестицій такого типу підштовхують і високі митні збори;
- 6) використання морально застарілого або екологічно шкідливого устаткування, яке неможливо ефективно експлуатувати у розвинутих країнах; випуск застарілої продукції, технологія виробництва якої добре відпрацьована;
- 7) інвестування коштів українського походження під виглядом іноземних, щоб мати більше можливостей для захисту капіталу від дій влади.

На думку деяких вітчизняних учених, диференціація привабливості для іноземних інвесторів полягає у бажанні отримати прибуток за короткий термін. Але це стосується лише незначної частини економіки.

Дійсно, переважна більшість інвесторів, що володіють реальними фінансовими ресурсами і мають мотивацію, обумовлену станом світового ринку, жадає від країни-реципієнта інвестицій мінімального циклу обороту капіталу. В Україні така ситуація склалася в деяких підгалузях транспорту, в оптово-торговельних

ланках хімічної, металургійної і харчової промисловості. У цих підгалузях велика частка обороту практично монополізована підприємствами з іноземними інвестиціями. Водночас стосовно використання й модернізації базових галузей частка іноземних інвесторів мізерна.

#### **8.4. Спеціальні економічні зони й іноземні інвестиції**

Специфічним інструментом іноземного інвестування є спеціальні (вільні) економічні зони.

**Вільна (спеціальна) економічна зона – це територія, в межах якої відповідним законодавством встановлюється і діє особливий, сприятливий для учасників інвестиційної діяльності, правовий режим.**

Спеціальні (вільні) економічні зони створюються з метою залучення іноземних інвестицій та сприяння їм, активізації спільно з іноземними інвесторами підприємницької діяльності для нарощування експорту товарів і послуг та їх постачання на внутрішній ринок; залучення та впровадження нових технологій, ринкових методів господарювання, розвитку інфраструктури ринку, прискорення соціально-економічного розвитку України.

Спеціальні (вільні) економічні зони повинні забезпечувати:

- довгостроковий та передбачуваний характер економічної політики;
- лібералізацію умов переміщення капіталу та товару;
- умови виробництва і торгівлі, які відповідали б світовим стандартам, і правові гарантії захисту прав власності;
- формування ефективних форм взаємодії місцевих органів державної виконавчої влади, органів місцевого та регіонального самоврядування з об'єктом господарського розвитку і управління зоною на принципах спільної зацікавленості в досягненні високих соціально-економічних показників діяльності.

На території України можуть бути створені такі функціональні типи спеціальних (вільних) економічних зон:

- вільні митні зони і порти;
- експортні транзитні зони;
- митні склади;
- технологічні парки, технополіси;
- комплексні виробничі зони;

- туристсько-рекреаційні зони;
- страхові, банківські та інші зони.

Останнім часом активно обговорюється питання ефективності функціонування теперішніх і доцільності впровадження нових спеціальних економічних зон (СЕЗ) і особливих режимів інвестиційної діяльності. З одного боку, пільгові умови на територіях пріоритетного розвитку (ТПР) забезпечують реальне зростання зовнішніх і внутрішніх інвестицій. З іншого боку, це призводить до дискримінації суб'єктів підприємницької діяльності, що перебувають за межами СЕЗ і ТПР.

На сьогодні спеціальні правові режими інвестиційної діяльності охоплюють 10 % території України. За прогнозами, ще до 2010 р. до СЕЗ і ТПР буде залучено близько 16 млрд дол. США.

Загальні принципи і стратегія розвитку СЕЗ в Україні викладені у Концепції створення спеціальних (вільних) економічних зон, затвердженій постановою Кабінету Міністрів України у 1994 р. У цьому документі СЕЗ визначаються як інструмент досягнення відкритості економіки України для зовнішнього світу і стимулювання міжнародного економічного співробітництва на основі залучення іноземних інвестицій. На сьогодні прийняті відповідні законодавчі акти щодо створення 12 СЕЗ і впровадження спеціального режиму інвестиційної діяльності на 9 територіях пріоритетного розвитку.

## **8.5. Місце України у світовій інвестиційній системі**

Для України, що стала на шлях інтеграції у світове господарство і прагне створити відкриту економічну систему, участь у процесах руху капіталу і як імпортера, і як експортера є питанням стратегічно важливим. Сьогодні ж спрямованість України на ці процеси важко назвати активною, а з позицій залучення закордонних капіталовкладень їй доведеться конкурувати з країнами, ринки яких виявляються зараз більш привабливими для інвесторів.

Отже, залучення іноземних інвестицій в українську економіку є одним з найважливіших завдань, яке має бути в найближчі роки вирішене економічним керівництвом України. Заохочення закордонних джерел капіталу необхідне нашій країні з кількох причин:

- економічна криза і різке скорочення внутрішніх інвестиційних ресурсів спонукають звертання до закордонних джерел фінансування як конкретних проєктів у сфері ви-

- робництва, так і в бюджетній сфері (через збільшення зовнішнього державного боргу);
- залучені іноземними інвесторами в українську економіку сучасні технології здатні істотно підвищити конкурентоспроможність вітчизняного виробництва (що особливо важливо для експортноорієнтованих галузей);
  - підприємства з іноземними інвестиціями, створюючи нові робочі місця, сприяють підвищенню рівня зайнятості населення України і зниженню соціальної напруги;
  - конкуренція підприємств з іноземними інвестиціями з «давніми» українськими підприємствами на внутрішньому ринку може відігравати суттєву роль у боротьбі з монополізмом;
  - у довгостроковій перспективі «вбудовування» України у світовий цикл руху капіталу сприятиме інтеграції країни у світове господарство і отримання нею оптимальної «ніші» у всесвітньому розподілі праці.

В умовах інвестиційної кризи в Україні залучення іноземних інвестицій стає завданням, від ефективності вирішення якого залежать хід, темпи і багато в чому результати здійснюваних реформ. В умовах переходу від однієї господарської системи до іншої потрібна величезна кількість інвестицій для забезпечення такої реформації.

Для перебудови всього народногосподарського комплексу на ринковій основі, модернізації економіки, посилення її соціальної орієнтації потрібні величезні капіталовкладення. Звичайно, наївно думати, що іноземні капітали зможуть утамувати наш інвестиційний голод повною мірою. Однак деякою мірою, у рамках розвитку окремих ключових галузей і сфер виробництва, це зробити можливо.

Маючи безліч альтернативних пропозицій з більш сприятливими, ніж в Україні, умовами, іноземний капітал не поспішає і не буде поспішати інвестувати в українську економіку. Готовність інвесторів вкладати капітал в економіку тієї чи іншої країни залежить від наявного в ній інвестиційного клімату.

А в Україні інвестиційний клімат для широкого залучення іноземних інвестицій досить несприятливий. Політична нестабільність, економічна криза, загроза інфляції, розгул злочинності та інші «негативні явища» перехідного періоду обумовлюють у край низький рейтинг України в західних організацій, що здійсню-

ють порівняльний аналіз умов для інвестицій і визначають ступінь їхнього ризику в усіх країнах світу.

Всесвітньо відоме американське видання Wall Street Journal разом з американським фондом Heritage Foundation публікують цікавий рейтинг під назвою «індекс свободи економіки», який дає можливість довідатися, де знаходиться Україна в масштабах глобальної економіки. Згідно з цим рейтингом наша країна посідає 22-ге місце з кінця або 133-тє з початку. Відповідно до результатів останнього дослідження Україна дещо втратила позиції порівняно з попереднім рейтингом. У 2004 році кількість балів становить: 3,85 (у 1995 р. – 3,7; у 1996 – 3,8; у 1997 – 3,75; у 1998 – 3,8; у 1999 – 3,8; 2000 – 3,6). Економічні категорії оцінюються за п'ятибальною шкалою, і чим вище бал, тим гірше оцінка.

Ці та багато інших факторів змушують західних інвесторів проводити обережну й вичікувальну політику у сфері інвестиційного співробітництва з Україною.

Названі проблеми переважають такі привабливі особливості України, як потужний, хоча й технічно застарілий виробничий апарат, наявність дешевої і кваліфікованої робочої сили, високий науково-технічний потенціал.

Для того щоб іноземні інвестори пішли на вкладення, необхідні дуже серйозні зміни в інвестиційному кліматі. Потрібно вжити ряд кардинальних заходів, спрямованих на формування у країні як загальних умов розвитку цивілізованих ринкових відносин, так і специфічних, які мають безпосереднє відношення до вирішення завдання залучення іноземних інвестицій. Серед заходів загального характеру як першочергові слід назвати:

- досягнення національної згоди між різними владними структурами, соціальними групами, політичними партіями й іншими громадськими організаціями з приводу пріоритетності вирішення загальнонаціональної проблеми виходу України з економічної кризи;
- прискорення роботи Верховної Ради над суспільним і карним законодавством, спрямованим на створення в країні цивілізованого некриміногенного ринку;
- радикалізацію боротьби зі злочинністю;
- гальмування інфляції усіма відомими у світовій практиці заходами, за винятком невиплати трудящим зарплатні;
- перегляд податкового законодавства у бік його спрощення і стимулювання виробництва;

- мобілізацію вільних коштів підприємств і населення на інвестиційні нестатки шляхом підвищення відсоткових ставок за депозитами і внесками;
- надання податкових пільг банкам, вітчизняним і іноземним інвесторам, що йдуть на довгострокові інвестиції, з тим щоб цілком компенсувати їм збитки від уповільненого обігу капіталу порівняно з іншими напрямками їхньої діяльності;
- формування загального ринку пострадянських країн з вільним переміщенням товарів, капіталу і робочої сили.

Перелічені заходи не абсолютні, але вони, на наш погляд, можуть відіграти позитивну роль у становленні вітчизняної економіки.

### **8.6. Регіональні аспекти іноземного інвестування**

Світовий досвід сучасних високорозвинених країн, зокрема Японії, підтверджує ефективність синтезу державної і регіональної економічної політики щодо створення сприятливих умов для національного бізнесу та його підтримки з орієнтованістю на експорт та залучення іноземних інвестицій. Досвід цих країн доводить, як важливо правильно врахувати момент, коли від політики імпортозаміщення і торгівлі сировиною слід переходити до високотехнологічних виробництв, орієнтованих на зовнішні ринки. Нині для України у сфері зовнішньоторговельних відносин нагальним є перехід від переважно сировинного експорту до розвитку власної переробної промисловості, спроможної конкурувати на світових ринках. Втішним є приклад дніпропетровських підприємств «КБЮ», «Південмаш», «Олейна», «Дніпромайн», «Злагода», «ДЕВЗ», які успішно працюють у системі вже світової економіки.

Перспективне значення має прийнята у 2004 році на спеціальному засіданні Кабінету Міністрів України Державна програма стимулювання експорту продукції вітчизняних виробників. У ній окреслено два взаємозалежні завдання: 1) переорієнтація від вивозу сировини й напівфабрикатів на вивіз готової продукції, у тому числі сучасної високотехнологічної; 2) підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів та підприємств. Для реалізації цієї програми заплановано залучити коштів із різних джерел: держбюджетні капіталовкладення, кошти приватних українських

і закордонних інвесторів, інвестиційні кредити вітчизняних і закордонних банків. Тільки на модернізацію виробництва на найближчі п'ять років (передбачено капіталовкладення в сумі 6,4 млрд грн.

Прийняття цієї програми є офіційним визнанням українським керівництвом значення експорту для розвитку вітчизняної економіки. Тенденція на активний пошук власних ніш у світовому розподілі праці має бути продовжена, оскільки тиск закордонних виробників товарів і послуг буде посилюватися й протиставити йому можливо тільки власну активну наступальну тактику. Традиційні заходи захисту власного ринку (митні бар'єри, заборони, квоти, ліцензії) втрачають колишню ефективність. Конкурентне середовище на світових ринках набуває винятково агресивного характеру, і без допомоги владних структур, без чіткої державної політики активного залучення українських підприємств до міжнародної торгівлі Україна не зможе зайняти гідне місце в економіці, що глобалізується.

Економічне відродження України та її провідних підприємств вимагає формування міжнародних господарських зв'язків на рівні регіонів, областей, міст, галузей та окремих підприємств. Економічна діяльність керівництва цих структур має бути зорієнтована на пріоритети співробітництва з іншими країнами. Не випадково в рамках реалізації програми стимулювання експорту вітчизняних виробників уряд поставив перед регіональною владою завдання надати свої пропозиції про пріоритети у розвитку конкурентоспроможних галузей та окремих підприємств своїх регіонів.

Сьогодні ми є свідками того, що світова глобалізація спонукає розвиток інтеграційних процесів на регіональному, субрегіональному та міжрегіональному рівнях. Регіональну інтеграцію називають однією з головних рушійних сил і каталізаторів глобалізації. Перетворення національних економік із замкнених систем в елементи єдиного світового господарства змінює сутність поняття «національна економіка». У рамках однієї держави виникає ніби «подвійна» економіка: поряд з «анклавами процвітання», «регіонами-донорами» утверджуються добре відомі «дотаційні області». Цілі регіони або сегменти національної економіки перетворюються в постачальників сировини та ринки збуту для транснаціональних корпорацій, не піклуючись при цьому про власне виробництво. небезпека такого розвитку подій велика для багатьох регіонів України.

Технологічний стан вітчизняної промисловості не дає підстав розраховувати на великомасштабний прорив її продукції на захід-

ні ринки. Діяльність окремих підприємств щодо цього скоріше виняток, аніж закономірність. Відомо, що 70 % українського експорту продукції чорних металів визнано неконкурентоспроможною, тому що на її виробництво витрачається у 2-3 рази більше сировини й електроенергії порівняно зі світовими стандартами. Це при тому, що експорт продукції чорної металургії у 2000 р. становив 44 % від загального експорту України.

Бурхливе зростання новітніх технологій формує високі вимоги до якості виробленої продукції. Однак, за оцінками експертів ООН, 80 % промислового обладнання в Україні безнадійно застаріло, вік лівової його частки перевищує 20 років. Показовим є такий факт: лише 400 із 22 тисяч українських стандартів (близько 2%) гармонізовано з відповідними міжнародними стандартами. За час незалежності в Україні було введено близько 2 тисяч стандартів, решта – успадковане від СРСР. Щоправда, починаючи з 2000 р., зокрема, після виходу Указу Президента України «Про заходи щодо підвищення якості вітчизняної продукції», приведення вітчизняних стандартів у відповідність з міжнародними активізувалося. Проте із розроблених нині 1,6 тисячі українських стандартів, адаптованих до міжнародних вимог, в найближчому майбутньому очікується впровадження тільки 500 з них.

Отже, неконкурентоспроможність і неінтегрованість України у світовий розподіл праці й споживання роблять наш промисловий експорт надзвичайно уразливим для зовнішніх факторів.

Скорочення промислового експорту й вихід України зі світових ринків, наприклад чорних металів, можуть мати для нашої економіки досить серйозні наслідки. Тим більше, що за 10 років внутрішнє споживання продукції гірничо-металургійного комплексу скоротилося з 26,6 млн. тонн у 1990 р. до 4,6 млн. тонн у 2000 р. Деякі закордонні експерти пропонують за цих умов повну переорієнтацію економіки України від традиційних галузей до інших її складових. Зокрема вони вважають, що торгівля, яка домінувала в міжнародних економічних зв'язках, відіграє все меншу роль у відносинах між розвиненими країнами. Сьогодні вона багаторазово перекривається більш вагомими операційними потоками – рухом капіталів, технологій, людей. Однак такі експерти забувають додати, що стратегія промисловорозвинених країн полягає не у відмові від промислового виробництва, а в його оптимізації з використанням контролю з боку уряду та в гарантуванні забезпечення зовнішніх інтересів державними ресурсами. Цей шлях повинен бути магістральним і для України. Активізація інвести-



цій у високотехнологічні виробництва зовсім не повинна обезкровлювати традиційні галузі. Зокрема в дніпропетровському регіоні згідно з програмою реструктуризації та модернізації підприємств горно-металургійного комплексу передбачається скоротити неконкурентоспроможне виробництво прокату на 8,5 млн. тонн, труб – на 1,5 млн. тонн. Нагадаємо, що більше половини промислового виробництва області припадає на гірничо-металургійний комплекс, який у свою чергу, більш ніж на 80 % зорієнтований на зовнішні ринки.

Курс на збереження та утримання давніх традиційних ринків збуту української продукції, де переважають потоки продукції виробничо-технічного призначення, є одним із пріоритетних в умовах глобалізації світової економіки.

Тридцять відсотків українського експорту припадає на країни Азії, Африки та Латинської Америки. В його номенклатурі – машини, обладнання, труби та інша промислова продукція. Однак зважаючи на помітні тенденції курсу країн цих континентів на індустріалізацію й залучення сучасних технологій, наші торговельні партнери найближчим часом зможуть самі задовольняти свої потреби. Про це свідчить і той факт, що експорт української металургійної промисловості в ці держави постійно знижується.

Традиційними споживачами української промислової продукції були і залишаються країни СНД і Росія. І хоча Росія, захищаючи своїх виробників, вводить митні обмеження на імпорт українських труб і вважає антидемпінгові заходи щодо низки груп українських товарів, співробітництво із цією країною у зовнішньо-економічній сфері має першорядне значення для України.

В умовах глобалізації світової економіки загострюється конкуренція не тільки за ринки збуту товарів, але й за залучення інвестицій. На думку західних аналітиків, настав час конкуренції щодо інвестицій не тільки серед країн, але й територій в середині країн інвестицій. Усе частіше інвестиційні потоки йдуть не в країну в загалі, а в конкретне місто або регіон.

Інвестиційний клімат в Україні помітно покращився. Держава прийняла важливі складові економічного законодавства, у тому числі Земельний кодекс. З урахуванням цих факторів МВФ поновив співробітництво з Україною, активізувалися її відносини зі Світовим банком. Досягнута реструктуризація українського боргу в Паризькому клубі. Однак прямі інвестиції в Україну все ще залишаються на низькому рівні порівняно з іншими постсоціалістичними країнами.

Виграш у конкурентній боротьбі за інвестиції досягається створенням для інвесторів кращих умов на загальнодержавному рівні. Це – скорочення податкових ставок, чіткі правові основи для ведення бізнесу і т. ін. Але й регіони можуть додати своє у створення сприятливих факторів для залучення інвесторів. Це – розвиток інфраструктури на місцях, підготовка кваліфікованих кадрів, де бюрократизація адміністративних процедур, розумна структура місцевих податків. Досвід Дніпропетровщини свідчить, що досить ефективним у створенні інвестиційної привабливості регіону є проведення бізнес-форумів з опорою на широку інформаційну основу.

Процеси глобалізації обумовлені новими суспільно-економічними явищами. У всьому світі економічне співтовариство є свідком нових політичних та економічних феноменів: інфраструктурними мегапроектами, вартість яких перевищує багато мільярдів доларів. В Європі це тунель під протокою Ла-Манш, міст Ерсенсуд між Данією та Швецією, міст Васко да Гама в Португалії, німецький потяг Маглев між Берліном та Гамбургом. До таких проєктів можна віднести створення залізничної мережі для всієї Європи, міжнаціональних систем автострад, тунелів в Альпах, шляхів сполучення між Німеччиною та Данією через Балтику, плани перетворення аеропортів у “вікно в Європу», величезні інвестиції в нові порти для вантажоперевезень, проєкти транспортної інфраструктури, що пов’язані з об’єднанням Східної та Західної Німеччини, сполучення через протоки Гібралтар та Месіна. Такими проєктами є найдовший тунель в Норвегії, телекомунікаційні мережі, що постійно розбудовуються, системи міжнародних трубопроводів для транспортування нафти та газу, міжнаціональні електроенергетичні мережі для потреб європейського ринку, що постійно збільшуються.

Аналогічна ситуація в інших розвинутих країнах, та країнах, що розвиваються. До таких проєктів, що значною мірою пов’язані з розвитком транспортної інфраструктури, необхідно віднести аеропорт Чек Леп Кок у Гонконзі, тунель Квілінг у Китаї, міст Акаші Кайкію в Японії, тунель через гавань Сіднея, Північно-Південну швидкісну автомагістраль в Малайзії, другу швидкісну автомагістраль у Таїланді, пропозиції про об’єднання Євроазійської транспортної системи. На американському континенті споруджено автостради та залізничні магістралі в Каліфорнії, новий міжнародний аеропорт в Денвері, міст Конфедерації в Канаді, суперавтострада між Сан-Паолоу та Буенос-Айросом, міжконтинентальна авто-

страда через всю Південну Америку від Атлантики до Тихого океану, автострада Венесуела – Бразилія. Навіть запропонований в США проєкт вартістю 50 мільярдів доларів – шляхопровід, що має з'єднати США та Росію, на думку його промоутерів, може бути реалізований найближчим часом.

Не вписується в стандартні інвестиційні проєкти «Дамба трьох розцілин» у Китаї, газові трубопроводи в Росії, дамба Пергау в Малайзії, газовий трубопровід між Болівією та Бразилією, лінія електромережі між Венесуелою та Бразилією. До найбільших та найвідоміших мегапроєктів слід віднести Інтернет з відповідними інфраструктурними та телекомунікаційними проєктами.

Накопичена за останній час інформація дає можливість спрогнозувати значне надходження інвестицій в транспортну інфраструктуру, що сприятиме економічному зростанню регіону. До факторів зростання регіонального інвестування можна віднести такі:

Інвестиції з метою усунення значних проблем у транспортній мережі регіону позитивно вплинуть на зайнятість та капіталовкладення в регіоні.

Інвестиції у великі урбанізовані регіони, де нова потужність транспортної мережі сприятиме значній економії вартості транспорту, можуть активізувати рух бізнесу та домогосподарств, що приведе як до економічного, так і до соціального ефекту.

Комбінація різних типів інвестицій в інфраструктуру і соціальний капітал.

Наявність в регіоні промислових підприємств, які можуть отримати замовлення на виробництво устаткування, обладнання, необхідного для реалізації інвестиційних проєктів.

Транзитні можливості території держави або регіону.

Одним із важливих моментів перспективного розвитку економіки України є гарантування економічної безпеки країни в умовах прогресуючої глобалізації. Підкреслимо, що в умовах глобалізації зовнішня торгівля й закордонні інвестиції будуть відіграти значну роль в економіці України й надалі. При цьому підтримку динаміки експорту може забезпечити його подальша індустріалізація. Для цього необхідно буде вирішувати завдання забезпечення технічного прогресу, розвитку високотехнологічних галузей. Можливий і доцільний відхід від не виправдано широкої номенклатури виробництва в машинобудуванні, зосередження на відносно вузькому колі спеціалізованих конкурентноздатних виробництв. Слід мати на увазі можливе згорання та відмирання окре-

мих експортних виробництв. Це неминуха плата за пристосування до глобального ринку та переходу до відкритої економіки.

У перспективі все більшої ваги набуватиме удосконалення регіональної зовнішньоекономічної політики, посилиться дія формули «Сильні регіони – сильна держава», що відповідає загальносвітовій тенденції децентралізації та розвитку інститутів місцевого самоврядування. Регіони за умови зваженої зовнішньоекономічної діяльності зможуть забезпечити більш ефективне й органічне входження України у світову економіку. На цьому етапі важливим є вибір обґрунтованої довгострокової зовнішньоекономічної спеціалізації міст і областей.

Комплексний підхід, системний аналіз наявних умов, розробка заходів різної спрямованості повинні скласти зміст діяльності регіональних владних структур у сфері зовнішньоекономічної політики.

З боку владних структур потребує перегляду та удосконалювання діяльність торгово-економічних місій України за кордоном, яка недостатньо орієнтована на роботу з регіонами. Слід зазначити, що зі свого боку регіони також рідко звертаються до послуг цих місій і в такий спосіб втрачається конкретика зовнішньоекономічної діяльності держави в цілому.

Необхідно передбачити представництво регіонів в міжурядових комісіях з економічного співробітництва між Україною та її основними торговельними партнерами. Ці комісії, які мають у своєму складі представників офіційних і ділових кіл, повинні більше опікуватися проблемами регіонів.

Важливим для регіону є створення інформаційно-аналітичного центру, основним завданням якого має стати накопичення та оброблення інформації зовнішньоекономічного характеру, постійний моніторинг зовнішнього світу та надання їх результатів суб'єктам економічної діяльності регіону.

Світовий досвід показує, що одержання й акумулювання зовнішньоекономічної інформації відіграє важливу роль для економіки держави. Більшість антидемпінгових переслідувань, яких зазнає нині українська продукція, виникають іноді просто через банальну цінову непоінформованість українських трейдерів.

Є доцільним проаналізувати показники залучення іноземних інвестицій до Дніпропетровської області. Загальний обсяг іноземних інвестицій, що надійшли в економіку області станом на 01.01.2003, становив 382,3 млн дол. США. З них за основними видами економічної діяльності максимальна питома вага припадає

на промисловість, оптову і роздрібну торгівлю, операції з нерухомістю та послуги юридичним особам, хімічну та нафтохімічну промисловість, металургію й обробку металу, машинобудування і целюлозно-паперову промисловість.

Дніпропетровська область за результатами щорічного рейтингу інвестиційної привабливості регіонів України, проведеного київським Інститутом Реформ, визнана третьою після Київської та Донецької областей. Насамперед, пріоритети стосуються промисловості і торгівлі. З огляду на специфіку регіону ці галузі можна прогнозувати як найбільш привабливі. У сфері надання послуг питома вага іноземних інвестицій максимально сконцентрована на операціях з нерухомістю і наданні послуг юридичним особам. Такі галузі, як хімічна та нафтохімічна, металургія й обробка металу, харчова і переробка сільгосппродукції, машинобудування, целюлозно-паперова, є менш популярними серед інвесторів щодо прямого інвестування.

Основна частина залучених у регіон інвестицій – це прямі інвестиції. На 01.01.2003 питома вага їх становила близько 94 % від загального обсягу залучених інвестицій на той же період. Розглядаючи структурний розподіл іноземних інвестицій, залучених в економіку регіону за 2002 р., у розрізі міст і районів, побачимо, що значна частина з них припадає на м. Дніпропетровськ – 75,2 %, що становить 287,3 млн дол. США. Помітними в цьому ряді є: міста Кривий Ріг – 22,1 млн дол. США, Орджонікідзе – 16,2 млн дол. США, Дніпродзержинськ – 7,07 млн дол. США; райони – Дніпропетровський – 24 млн дол. США, Нікопольський – 4,62 млн дол. США, Покровський – 3,45 млн дол. США.

За даними статистики на 01.01.2003 упродовж 2002 р. в регіоні зареєстровано 451 підприємство з прямими іноземними інвестиціями, а капітал інвестора – 359,43 млн. дол. США.

Серед основних партнерів у сфері інвестиційної діяльності треба відзначити Кіпр (залучено 118,8 млн дол. США), Сполучені Штати Америки (86,37 млн дол. США), Великобританію (44,6 млн дол. США), Австрію (37,07 млн дол. США), Швецію (17,73 млн дол. США), Швейцарію (14,13 млн дол. США).

Вкладення інвестицій за основними галузями таке:

- харчова промисловість – 151,17 млн дол. США;
- промисловість – 131,85 млн дол.;
- оптова і роздрібна торгівля – 128,9 млн дол. США;
- хімічна і нафтохімічна промисловість – 26,9 млн дол. США;
- будівництво – 19,6 млн дол США;

- металургія й обробка металу – 18 млн дол. США;
- целюлозно-паперова промисловість – 16,3 млн дол. США;
- сільське господарство – 8,7 млн дол. США;
- транспорт – 144,5 млн дол. США;
- машинобудування – 16,18 млн дол. США;
- фінансова діяльність – 10,98 млн дол. США;
- операції з нерухомістю – 36,6 млн дол. США.

За остаточною даними щодо наявності іноземних інвестицій в економіці регіону, наданими обласним управлінням статистики, обсяг прямих іноземних інвестицій на 1 мешканця області на кінець 2002 року склав 102,3 дол. США при чисельності населення 3,533 млн осіб, тобто на 8,7 дол. США менше, ніж середній національний показник, але це більше, ніж у деяких регіонах, де створені спеціальні економічні зони та запроваджений спеціальний режим інвестиційної діяльності. Показник наявності іноземних інвестицій на душу населення Дніпропетровської області, на початку 2003 р. був більший, ніж у Донецькій області на 20,7 дол. США (81,56 дол. США), Харківській – на 45,5 дол. (56,8 дол. США), Житомирській – на 60 дол. США (42,3 дол. США), Волинській – на 51,5 дол. США (50,8 дол. США), Миколаївській – на 50,1 дол. США (52,24 дол. США), Автономній Республіці Крим – на 5,8 дол. (96,5 дол. США). Зазначимо, що за станом на 1 січня 2003 року тільки чотири регіони України мали обсяг прямих іноземних інвестицій на 1 мешканця вищий за середній національний показник.

Необхідно відзначити зростання обсягу прямих інвестицій, вкладених у сферу надання послуг населенню: ресторанний і готельний бізнес, лікувально-оздоровчий комплекс, центри дозвілля. У зв'язку з цим зросла необхідність у прямому інвестуванні у сфері операцій з нерухомістю, і, як наслідок, підвищується потреба інвестування безпосередньо будівництва.

Понад 30 великих компаній з 9 країн світу інвестували в економіку регіону у 2002 р. кошти, в основному, у вигляді майна. Подібна ситуація є яскравою ілюстрацією того, чому інвестор не прагне вкладати валютні кошти, тоді як охоче направляє інвестиції на створення і розвиток основних фондів. У такий спосіб він намагається максимально завбачити усілякі ризики.

За станом на 1 січня 2003 р. максимальна кількість прямих інвестицій, вкладених в економіку Київської області, становила 419,5 млн дол., а Києва – майже 2 млрд дол. США. У Донецькій області обсяги залучення прямих іноземних інвестицій на 01.01.2003 досягли 389,4 млн дол. США. За кількістю залучених прямих іноземних

інвестицій область поступається також Запорізькій, де на 01.01.2003 зафіксовано обсяг інвестицій на суму 362 млн дол.

Підприємства м. Дніпропетровська, які працюють за участю іноземного капіталу, відомі далеко за її межами: ЗАТ «Дніпропетровський олійноекстракційний завод», ВАТ «Іста-центр», ЗАТ «Міжнародний готель «Україна», НВП «ЛВС», ЗАТ «Дніпро-майн» та ін.

Успішно впроваджуються інвестиційні проекти і в інших містах і районах нашої області. Продукція ЗАТ «Ольвія Бета Клінінг Продактс», ЗАТ «Птахокомбінат «Дніпровський», ВАТ «Новопавлівський гранітний кар'єр», компанії «Вільногірське скло», ЗАТ «Акціонерне товариство Дніпро-Каолін» користується стійким попитом за межами області і на зовнішніх ринках України.

Основними факторами інвестиційної привабливості Дніпропетровського регіону є рівень економічного розвитку, обсяги зовнішньоекономічної діяльності, людські ресурси, рівень розвитку банківського сектора, а також роль місцевих органів влади у розв'язанні проблем залучення іноземних інвестицій в економіку регіону.

Дніпропетровський регіон займає п'яте місце в Україні за обсягами залучення інвестицій і третє місце в рейтингу інвестиційної привабливості.

### ***Контрольні запитання***

- 1. Яка роль іноземних інвестицій у реформуванні економіки України?*
- 2. Якими є правові засади іноземного інвестування в Україні?*
- 3. Які іноземні компанії діють на українському ринку?*
- 4. Що таке спеціальна економічна зона і прямі іноземні інвестиції?*
- 5. Яке місце України у світовій економічній системі?*
- 6. Що характерно для функціональних типів спеціальних економічних зон?*
- 7. Які форми інвестиційних активів можливі на території України?*
- 8. У чому сутність корпоративних форм іноземного інвестування?*
- 9. Які сфери іноземного інвестування в Україні є пріоритетними?*
- 10. Що викликає припинення діяльності іноземних та спільних підприємств в Україні?*

## Тести для перевірки знань

**1. Економічною умовою збагачення суспільства в наявності не просто грошей , а капіталів вважав:**

- а) Адам Сміт;
- б) Джон Ло;
- в) Томас Ман;
- г) Девід Юм.

**2. Власне тлумачення проблем інвестування капіталів в роботі „Начала політичної економії і оподаткування” подано:**

- а) Давідом Рікардо;
- б) Адамом Смітом;
- в) Джоном Ло;
- г) Девідом Юмом.

**3. Цілоспрямоване законодавство, підпорядковане ідеї залучення інвестицій у промисловість, висував як політику держави :**

- а) Чарлз Кері;
- б) Давід Рікардо;
- в) Адам Сміт;
- г) Джон Ло.

**4. Засновником Стокгольмської школи економіки був:**

- а) Кнут Віксель;
- б) Артур Пігу;
- в) Йозеф Шумпетер;
- г) Чарлз Кері.

**5. Неокласичну теорію інвестицій розвинув в концепцію „економіки добробуту”:**

- а) Артур Пігу;
- б) Йозеф Шумпетер;
- в) Кнут Віксель;
- г) Чарлз Кері.

**6. Інституціональний підхід до аналізу інвестиційних процесів започаткував у своїй теорії ефективної конкуренції:**

- а) Йозеф Шумпетер;
- б) Д.М. Кейнс;



- в) Артур Пігу;
- г) Кнут Віксель.

**7. Вагомого значення проблемі державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку в роботі „Загальна теорія зайнятості, процента і грошей” надав:**

- а) Д.М. Кейнс;
- б) Йозеф Шумпетер;
- в) Артур Пігу;
- г) Кнут Віксель.

**8. Міжнародна інвестиційна діяльність (корпорацій) – це діяльність, що пов’язана:**

- а) з експортом та імпортом технологій, послуг, зі здійсненням проектів, спільних з іншими державами, зі створенням спільних підприємств з інтеграційними процесами у різних сферах;
- б) з експортом та імпортом капіталів, технологій, послуг, зі здійсненням спільних проектів з іншими державами у різних сферах на умовах інтеграції;
- в) з експортом та імпортом капіталів, технологій, послуг, зі здійсненням з іншими державами спільних проектів, створенням спільних підприємств у різних сферах на умовах інтеграції;
- г) з експортом капіталів, технологій, послуг, зі здійсненням спільних проектів з іншими державами, створенням спільних підприємств у різних сферах на умовах інтеграції.

**9. Основні завдання міжнародного інвестування компаній-інвесторів:**

- а) розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок засвоєння нових ринків за кордоном;
  - досягнення економії за рахунок збільшення масштабів виробництва;
  - збільшення прибутку за рахунок порівняльних переваг інших країн;
  - збільшення валютних ресурсів фірми.
- б) модернізація і розширення виробничої бази фірми;
  - досягнення економії зміною використовуваної сировини;

- розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок освоєння нових внутрішніх ринків;
- розширення асортименту на національному споживчому ринку.
- в) розширення виробництва, збільшення прибутку через освоєння нових ринків за кордоном;
  - досягнення економії через розширення масштабів виробництва;
  - збільшення валютних ресурсів фірми.
- г) розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок освоєння нових ринків за кордоном;
  - досягнення економії за рахунок розширення масштабів виробництва;
  - збільшення валютних ресурсів фірми;
  - можливості емісії цінних паперів у країні-реципієнті.

**У процесі розвитку міжнародної інвестиційної діяльності компанії можливі такі етапи:**

- |                                                                                                       |                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| а) експорт;<br>стадія контракту;<br>пряме інвестування;<br>стадія участі;<br>автономна філія;<br>ТНК. | б) експорт;<br>стадія контракту ;<br>стадія участі;<br>автономна філія;<br>пряме інвестування;<br>ТНК. |
| в) експорт;<br>стадія контракту;<br>стадія участі;<br>пряме інвестування;<br>автономна філія;<br>ТНК. | г) експорт;<br>стадія контракту ;<br>стадія участі;<br>пряме інвестування;<br>автономна філія.         |

**11. На міжнародному інвестиційному ринку розрізняють такі акції:**

- |                                                                                                                          |                                                                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| а) першокласні акції;<br>дохідні акції;<br>акції зростання;<br>спекулятивні акції;<br>американські депозитарні розписки. | б) глобальні депозитарні розписки;<br>дохідні акції;<br>акції зростання;<br>спекулятивні акції;<br>оборонні акції. |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

- |                                                                                                                          |                                                                                                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| в) першокласні акції;<br>доходні акції;<br>акції зростання;<br>спекулятивні акції;<br>оборонні акції;<br>циклічні акції. | г) першокласні акції;<br>доходні акції;<br>акції зростання;<br>спекулятивні акції;<br>циклічні акції. |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|

**12. До характеристик ефективності менеджменту на міжнародному інвестиційному ринку належать:**

- а) показник рентабельності власних засобів;
  - показник рентабельності інвестицій;
  - показник рентабельності активів.
- б) коефіцієнт ціна/прибуток;
  - зростання коефіцієнта ціна/прибуток;
  - коефіцієнт ціна/обсяг продажу;
  - коефіцієнт ціна/балансова вартість.
- в) коефіцієнт “Бета” (b);
  - коефіцієнт ціна/прибуток;
  - коефіцієнт ціна/обсяг продажу;
  - коефіцієнт ціна/балансова вартість.
- г) коефіцієнт ціна/прибуток;
  - зростання коефіцієнта ціна/прибуток;
  - коефіцієнт ціна/обсяг продажу;
  - коефіцієнт ціна/балансова вартість;
  - коефіцієнт покриття дивідендів за привілейованими акціями.

**13. Стратегіями інвестування у звичайні акції є:**

- а) ефективний менеджмент;
  - довгострокове володіння;
  - довгострокове зростання інвестицій;
  - агресивне керування портфелем акцій;
  - спекуляції.
- б) довгострокове володіння;
  - отримання високих прибутків на інвестований капітал;
  - довгострокове зростання інвестицій;
  - спекуляції.
- в) довгострокове володіння;
  - отримання високих прибутків на інвестований капітал;
  - ефективний менеджмент;

- агресивне керування портфелем акцій;
- стратегія спекуляції.
- г) довгострокове володіння;
  - отримання високих прибутків на інвестований капітал;
  - ефективний менеджмент;
  - агресивне керування портфелем акцій.

**14. Емітентами облігацій на ринку США є:**

- |                                                                                            |                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| а) Казначейство США;<br>урядові відомства;<br>муніципалітети;<br>корпорації.               | б) Казначейство США;<br>урядові відомства;<br>муніципалітети;<br>корпорації;<br>банки. |
| в) Казначейство США;<br>урядові відомства;<br>муніципалітети;<br>корпорації;<br>банки ФРС. | г) Казначейство США;<br>урядові відомства;<br>муніципалітети;<br>банки ФРС.            |

**15. Єврооблігації – це облігації:**

- а) які розповсюджуються в Європі для розміщення в США;
- б) емітуються в Європі для розміщення в США;
- в) емітуються в Європі для розміщення в Україні;
- г) розповсюджуються в Європі за кордонами країни-емітента або країни, у валюті якої вони номіновані.

**16. Під депозитарною розпискою право США розуміє:**

- а) випущений американським депозитарієм сертифікат, що підтверджує право власності на визначену кількість депозитарних акцій (американських депозитарних або глобальних депозитарних розписок);
- б) випущений іноземним емітентом сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість депозитарних акцій (американських депозитарних чи глобальних депозитарних розписок), які у свою чергу надають право власності на певну кількість цінних паперів іноземного приватного емітента;
- в) випущений американським депозитарієм сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість депозитарних акцій (американських депозитарних чи глобальних де-

позитарних розписок), що у свою чергу надають право власності на визначену кількість облігацій іноземного приватного емітента;

- г) випущений американським депозитарієм сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість депозитарних акцій (американських депозитарних чи глобальних депозитарних розписок), що у свою чергу надають право власності на певну кількість цінних паперів іноземного приватного емітента.

### **17. Найбільш відомі фондові індекси США:**

- а) промисловий індекс Доу Джонса (DJIA);  
– транспортний індекс Доу Джонса (DJTA);  
– комунальний індекс Доу Джонса (DJUA);  
– зведена середня Доу Джонса (DJCA);  
– S&P 500;  
– NASDAQ;  
– зведений індекс NYSE;  
– зведений індекс AMEX;  
– Russell-3000;  
– Wilshire-5000.
- б) промисловий індекс Доу Джонса (DJIA);  
– транспортний індекс Доу Джонса (DJTA);  
– комунальний індекс Доу Джонса (DJUA);  
– зведена середня Доу Джонса (DJCA);  
– NASDAQ;  
– зведений індекс NYSE;  
– зведений індекс AMEX;  
– Russell-3000;  
– Wilshire-5000.
- в) промисловий індекс Доу Джонса (DJIA);  
– комунальний індекс Доу Джонса (DJUA);  
– зведена середня Доу Джонса (DJCA);  
– S&P 500;  
– NASDAQ;  
– зведений індекс NYSE;  
– зведений індекс AMEX;  
– Russell-3000;

- Nikkei-225;
- Wilshire-5000.
- г) промисловий індекс Доу Джонса (DJIA);
- комунальний індекс Доу Джонса (DJUA);
- S&P 500;
- NASDAQ;
- зведений індекс NYSE;
- зведений індекс AMEX;
- Russell-3000;
- Nikkei-225;
- Wilshire-5000.

**18. Рейтинг Ваа, визначений агенцією “Moody’s Investors Service” для довгострокових зобов’язань, означає, що це:**

- а) папери середнього рівня надійності. Основна сума боргу і відсотки в даний час захищені, але є деякі сумніви щодо перспективи. Такі папери не мають інвестиційних ознак і водночас їм властиві деякі спекулятивні характеристики.
- б) папери зі спекулятивними ознаками. У даний час основна сума боргу і відсотки вважаються захищеними, проте майбутнє непередбачуване.
- в) папери, які не мають ознак привабливих інвестицій. Основна сума і відсотки у довгостроковій перспективі захищені слабо.
- г) папери, які мають спекулятивні характеристики. У даний час основна сума боргу і відсотки вважаються захищеними, проте майбутнє непередбачуване. Ці папери не мають ознак привабливих інвестицій. Основна сума і відсотки у довгостроковій перспективі захищені слабо.

**19. Емітенти, короткострокові боргові зобов’язання яких позначені одним із нижчезказаних індексів “Moody’s Investors Service”, мають достатню спроможність погашати короткострокові борги, але вони значною мірою залежать від кон’юнктури ринку. Нестабільність їхніх прибутків може призвести до потреби у відносно високих кредитах і до зростання відношення позичкового та власного капіталу. Таким емітентам присвоюється рейтинг:**

- а) Prime – 1;
- б) Prime – 2;
- в) Prime – 3;
- г) Not prime.

**20.** У даний час за цими облігаціями вчасно сплачуються відсотки, але малоймовірно, що у довгостроковій перспективі фінансові зобов'язання будуть гарантуватися з такою ж пунктуальністю. Агенція “Standard & Poor’s” присвоює таким довгостроковим зобов'язанням рейтинг:

- а) BBB;                      в) B;  
б) BB;                        г) CCC.

**21.** Короткострокові зобов'язання адекватно захищені, але погіршення ситуації призведе до ослаблення становища боржника, що викличе загрозу несвоєчасності платежів. Агенція “Standard & Poor’s” присвоює таким короткостроковим борговим зобов'язанням рейтинг:

- а) A – 1;                      в) A – 3;  
б) A – 2;                      г) A – 4.

**22.** Динаміку рейтингу інвестицій, що можуть у перспективі знизитися, або підвищитися, агенція “Standard & Poor’s” кваліфікує як:

- а) Positive;                      г) Developing;  
б) Negative;                      д) N. M. (not meaningful).  
в) Stable;

**23.** Яка із перелічених міжнародних фінансових організацій ставить собі за мету:

- заохочення міжнародного співробітництва у сфері валютної політики;
- сприяння збалансованому зростанню світової торгівлі для стимулювання й підтримки високого рівня зайнятості і реальних доходів, для розвитку виробничого потенціалу всіх членів як головного показника виробничої політики;
- підтримку стабільності валют й упорядкування валютних відносин між країнами-членами, а також стримування девальвації валют і позицій конкуренції;
- участь у створенні багатосторонньої системи платежів, усунення обмежень на трансфер валюти;
- надання коштів для ліквідації незбалансованих платіжних балансів країн – членів.

- а) ЄБРР;                      в) БАГІ;  
б) МВФ;                      г) Банк міжнародних розрахунків.

**24. На інвестиційному ринку США розрізняють такі інвестиційні фонди:**

- |                                                             |                                                                                |
|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| а) відкриті (взаємні);<br>закриті;<br>трастові інвестиційні | б) відкриті;<br>закриті;<br>звичайних акцій.                                   |
| в) звичайних акцій;<br>облігаційні;<br>збалансовані.        | г) трастові інвестиційні;<br>фонди з навантаженням;<br>фонди без навантаження. |

**25. Відкриті (взаємні) фонди поділяються на:**

- |                                                      |                                                   |
|------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| а) фонди звичайних акцій;<br>облігаційні фонди.      | б) збалансовані фонди;<br>фонди грошового ринку.  |
| в) фонди з навантаженням;<br>фонди без навантаження. | г) закриті фонди;<br>трастові інвестиційні фонди. |

**26. Вимоги до капіталу, що ґрунтуються на ризику; способи оцінки активів з метою надання звітності; вимоги до інвестицій – це аспекти інвестиційних стратегій:**

- |                          |                        |
|--------------------------|------------------------|
| а) пенсійних фондів;     | б) страхових компаній; |
| в) інвестиційних фондів; | г) донорських фондів.  |

**27. У формі консорціумів найчастіше функціонують:**

- а) ТНК;
- б) БНК;
- в) міжнародні корпоративні союзи;
- г) трансатлантичні альянси.

**28. Придбання фірмою-виробником одного із своїх постачальників – це злиття:**

- |                   |                     |
|-------------------|---------------------|
| а) горизонтальне; | б) вертикальне;     |
| в) конгеретичне;  | г) конгломеративне. |

**29. Контроль над частковою власністю, уникнення ризику, окремі законодавчі правила та звітність є перевагами:**

- а) консорціумів;
- б) корпоративних альянсів;
- в) холдингових компаній;
- г) поглинаючої компанії.



**30. Злиття, за якого компанії, що зливаються, не діють як ціла економічна одиниця і від якого не очікується поточного економічного ефекту – це:**

- а) операційне злиття;
- б) конгеретичне злиття;
- в) фінансове злиття;
- г) конгломеративне злиття.

**31. Варіанти здійснення інвестицій ТНК:**

- а) контракти на виробництві;  
спільне підприємство;  
пряме інвестування.
- б) складальний завод;  
ліцензійні угоди;  
спільне підприємство;  
іноземне підприємство;  
пряме інвестування.
- в) складальний завод;  
контракти на виробництво;  
спільне підприємство;  
пряме інвестування;
- г) складальний завод;  
ліцензійні угоди;  
контракти на  
виробництво;  
спільне підприємство;  
пряме інвестування.

**32. Мінімальним рівнем володіння вважається участь в акціонерному капіталі на рівні:**

- а) 50 %;
- б) 33 %;
- в) 25 %;
- г) 10 %.

**33. Головними продавцями вин є:**

- а) негоціанти;
- б) колекціонери;
- в) інвестори;
- г) торгові дома.

**34. Найбільшим продуцентом золота в світі є:**

- а) ПАР;
- б) США;
- в) Австралія;
- г) Росія.

**35. Перший вітчизняний золотий злиток було відлито у:**

- а) 1999 р.;
- б) 1997 р.;

- в) 2001 р.;
- г) 2002 р.

**36. На „ринку спортивних подій” працюють:**

- а) букмекерські контори;
- б) страхові компанії;
- в) ІСІ;
- г) брокери.

**37. Інвестиції в молоді компанії це:**

- а) інвестиції в ризикований капітал;
- б) фінансові інвестиції;
- в) реальні інвестиції;
- г) інвестиції в матеріальні активи.

**38. Інвестиції в нафту, газ, деревину кваліфікуються як:**

- а) інвестиції в сировину;
- б) ризикований капітал;
- в) фінансові інвестиції;
- реальні інвестиції.

**39. Активні форми інвестування в нерухомість це:**

- а) особиста купівля-продаж нерухомості ;
- б) інвестування в партнерства по управлінню нерухомістю;
- в) вкладення до трастових фондів управління нерухомістю;
- г) орендні операції.

**40. Якщо інвестор вважає, що він не повинен платити за об'єкт більше, ніж коштує його будівництво наново за поточними цінами на землю, будівельні матеріали, роботи, то це:**

- витратний підход;
- метод ринкових порівнянь;
- прибутковий;
- заощадження.

## **Приклади розв'язування типових задач**

### **Задача 1**

Державні облігації, термін обігу яких 91 день, пропонуються до продажу за курсом 93,5. Визначити дохідність облігацій до погашення.

*Розв'язання*

Дохідність облігацій до погашення визначаємо за формулою

$$D_{II} = \frac{100 - P}{P} \cdot \frac{Y}{t} \cdot 100\%$$

де  $P$  – курс облігацій у відсотках до номіналу;

$Y$  – тривалість року (365 днів);

$t$  – термін, дні до погашення облігації.

Отже,

$$D_{II} = \frac{100 - 93,5}{93,5} \cdot \frac{365}{91} \cdot 100\% = 27,9\%$$

Відповідь. 27,9 %

**Задача 2**

Державні облігації, термін обігу яких 31 день, пропонуються до продажу за курсом 91,5. Визначити дохідність облігацій до погашення.

*Розв'язання*

Використовуємо формулу, наведену у розв'язуванні до задачі 1. Таким чином,

$$D_{II} = \frac{100 - 91,5}{91,5} \cdot \frac{365}{31} = 0,093 \cdot 11,774 = 1,095 \cdot 100\% = 109,5\%$$

Відповідь. 109,5%.

**Задача 3**

Державні облігації, термін обігу яких 91 день, пропонуються до продажу за курсом 93,5. Ставка податку на прибуток 30 %. Розрахувати дохідність державних облігацій до погашення з урахуванням податкових пільг.

*Розв'язання*

Дохідність державних облігацій з урахуванням податкових пільг знаходимо за формулою

$$D_{II} = \frac{100 - P}{P} \cdot \frac{Y}{t} \cdot \frac{1}{1 - Z} \cdot 100\%,$$

де  $P$  – курс облігацій у відсотках до номіналу;

$Y$  – тривалість року (365 днів);

$t$  – термін у днях до погашення облігації;

$Z$  – ставка податку в одиницях.

Отже,

$$D_{II} = \frac{100 - 93,5}{93,5} \cdot \frac{365}{91} \cdot \frac{1 \cdot 100\%}{1 - 0,3} = 39,9\% \text{ річних.}$$

Відповідь. 39,9 % річних.

#### Задача 4

Державні облігації, термін обігу яких 31 день, пропонують до продажу за курсом 91,5. Ставка податку на прибуток 20 %. Розрахувати дохідність державних облігацій до погашення з урахуванням податкових пільг.

#### Розв'язання

Використовуємо формулу, наведену у розв'язанні до задачі 3. Таким чином,

$$D_{II} = \frac{100 - 91,5}{91,5} \cdot \frac{365}{91} \cdot \frac{1 \cdot 100\%}{1 - 0,2} = 46,6\%.$$

Відповідь. 46,6 %.

#### Задача 5

Курс облігації номіналом 100 грн зі щорічними сплатами відсотків по ставці 10%, до погашення якої лишилося два роки, становить 90 грн. Визначити дохідність облігації до погашення з урахуванням кількості років до погашення.

#### Розв'язання

Дохідність облігації до погашення з урахуванням кількості років до погашення знайдемо за формулою

$$D_{IV} = \frac{\frac{gN}{2} + \frac{N - P}{2}}{N + P} \cdot 100\%,$$

де  $g$  – відсоткова ставка по облігації;

$n$  – кількість років до погашення;

$P$  – поточна вартість однієї облігації;

$N$  – номінальна вартість облігації.

Отже,

$$D_{IV} = \frac{\frac{10 \cdot 100}{100 + 90} + \frac{100 - 90}{2}}{2} \cdot 100 \% = \frac{10 + 5}{95} \cdot 100 \% = 15,79 \% \text{ річних.}$$

Відповідь. 15,79 % річних.

### **Задача 6**

Курс облігації номіналом 200 руб. зі щорічними сплатами відсотків за ставкою 12 %, до погашення якої лишилось 4 роки, дорівнює 160 руб. Визначити дохідність облігації до погашення з урахуванням кількості років до погашення.

#### *Розв'язання*

Скористаємося формулою, наведеною у розв'язуванні задачі 5:

$$D_{IV} = \frac{\frac{12 \cdot 200}{200 + 160} + \frac{200 - 160}{4}}{2} \cdot 100 \% = \frac{24 + 10}{180} \cdot 100 \% = 18,89 \% \text{ річних.}$$

Відповідь. 18,89 %.

### **Задача 7**

Довгострокові облігації номіналом 250 грн та з річною купонною ставкою 15% повинні бути погашені 31 грудня 2006 року. На 11 лютого 2005 року курс таких облігацій – 97.5%. Визначити нарахований купонний дохід на 1 облігацію за станом 11.02.2005 р.

#### *Розв'язання*

Нарахований купонний дохід на 1 облігацію  
де  $g$  – процентна ставка купона;

$$Q = \frac{g}{100} \cdot N \cdot \frac{t_n}{Y},$$

$N$  – номінальна ціна однієї облігації;

$t_n$  – кількість календарних днів у розрахунковому періоді після дня останньої сплати;

$Y$  – тривалість року (365 днів).

Отже,

$$Q = \frac{15}{100} \cdot 250 \cdot \frac{42}{365} = 4,32 \text{ грн.}$$

Відповідь. 4,32 грн.

### Задача 8

Дохідні облигації номіналом 300 руб. з річною купонною ставкою 20% повинні бути погашені 31 грудня 2006 року. За станом на 11 лютого 2005 року курс таких облигацій 95.ю5%. Визначити нарахований купонний дохід на 1 облигацію за станом на 11.02.2005 р.

#### Розв'язання

Скористаємося формулою, наведеною у розв'язуванні до задачі 7:

Таким чином,

$$Q = \frac{20}{100} \cdot 300 \cdot \frac{42}{365} = 6,90 \text{ руб.}$$

Відповідь. 6,90 руб.

### Задача 9

Довгострокові (два роки) облигації номіналом 250 руб. та з річною купонною ставкою 12% повинні бути погашені 31 грудня 2006 року. За станом на 10 січня 2005 року ринкова ціна таких облигацій складала – 240 руб. Визначити дохідність до погашення.

#### Розв'язування

Дохідність облигації до погашення знаходимо за формулою

$$D_{IV} = \frac{\frac{gN}{100} + \frac{N - P}{n}}{\frac{N + P}{2}} \cdot 100 \%$$

де  $g$  – відсоткова ставка купона;

$N$  – номінальна вартість однієї облигації;

$n$  – кількість років до погашення;

$P$  – поточна вартість однієї облигації.

Таким чином,

$$D_{IV} = \frac{\frac{12 \cdot 250}{100} + \frac{250 - 240}{2}}{\frac{250 + 240}{2}} \cdot 100 \% = \frac{30 + 5}{245} \cdot 100 \% = 14,29.$$

Відповідь. 14,29 %

### **Задача 10**

Довгострокові (чотири роки) облигації номіналом 400 руб. та з річною купонною ставкою 15% повинні бути погашені 31 грудня 2006 року. За станом на 10 січня 2005 року ринкова ціна таких облигацій становила – 390 руб. Визначити дохідність до погашення.

*Розв'язання*

Скориставшись формулою, наведеною у розв'язуванні до задачі 9, одержимо

$$D_{IV} = \frac{\frac{15 \cdot 400}{100} + \frac{400 - 390}{2}}{\frac{400 + 390}{2}} \cdot 100 \% = \frac{60 + 5}{395} \cdot 100 \% = 16,46 \%$$

Відповідь. 16,46 %.

### **Задача 11**

Облигації номіналом 1000 USD зараз коштує 940 USD, її купонна ставка становить 6% річних. Облігація погашається через 6 років. Обчислити:

- А) поточну дохідність облигації;
- Б) дохідність облигації до погашення.

*Розв'язання*

А. Поточна дохідність = Річний відсотков.дохід / Поточ.ринковий.курс

Поточна дохідність = (1000 USD x 0,06 / 940 USD) x 100 % = 6,38 %.

Б. Дохідність облигації до погашення знаходимо за формулою

$$D_{IV} = \frac{\frac{gN}{N+P} + \frac{N-P}{2}}{\frac{N+P}{2}} \cdot 100 \%,$$

де g – відсоткова ставка купона;

N – номінальна вартість однієї облигації;

n – кількість років до погашення;

P – поточна вартість однієї облигації.

$$D_{IV} = \frac{\frac{6\% \cdot 1000 \$}{100\%} + \frac{1000 \$ - 940 \$}{6}}{1000 \$ + 940 \$} \cdot 100\% = \frac{60 + 10}{970} \cdot 100\% = 7,22\%$$

Відповідь. А. 6,38 %. Б. 7,22 %.

### Задача 12

Фірма „WestManage” вирготовляє меблі. Вивчення балансових даних фірми дає такі відомості:

- сукупні активи 12000000 євро;
- довгострокові та короткострокові зобов'язання 7000000 євро;
- випущено привілейованих акцій на суму 2000000 євро та 1000000 звичайних акцій з номіналом 1 євро.

Обчислити балансову вартість однієї звичайної акції.

*Розв'язання*

$$\text{Бал. вартість} = \frac{\text{Варт. активів} - \text{Варт. зобов'язань} - \text{Варт. прив. акцій}}{\text{кількість випущених акцій}}$$

$$\text{Бал. вартість} = \frac{12000000 \text{ євро} - 7000000 \text{ євро} - 2000000 \text{ євро}}{1000000} = 3,00 \text{ євро}$$

Відповідь. 3,00 € .

### Задача 13

Фірма “Rolehill” нещодавно оголосила, що її чистий прибуток після сплати податків становив 75,4 млн. євро. Фірма випустила привілейовані акції з 10%-вим дивідендом на суму 30 млн євро та 10 млн штук звичайних акцій. Обчислити такі показники:

- А) прибуток фірми в розрахунку на одну акцію;
- Б) розмір дивідендів, за умови, що курс акції дорівнює 50 євро, а її поточна дохідність 8%;

В) враховуючи інформацію пунктів „А” і „Б”, обчислити, яку частку прибутку фірма виплачує у вигляді дивідендів.

*Розв'язання*

$$\text{А. } EPS (\text{Прибуток на акцію}) = \frac{\text{Чист. прибуток} - \text{Див. по привіл. акц.}}{\text{Кількість звич. акцій в обігу}}$$

$$\text{Д. прив. акц.} = \frac{30000000 \cdot 10\%}{100\%} = 3000000.$$



$$EPS = \frac{75400000 - 3000000}{10000000} = 7,24 \text{ €}.$$

Б. *Поточна доходність* =  $\frac{\text{Розм. Див. На акцію}}{\text{курс акції}}$

*Розм. Див. На акцію* = *Поточна доходність* · *курс акцій* .

$$\text{Розм. Див. На акцію} = \frac{8\% \cdot 50 \text{ євро}}{100\%} = 4,00 \text{ євро}.$$

В. *Приб. у див.* =  $\frac{\text{Див. на акцію}}{EPS}$

$$\text{Приб. у див.} = \left( \frac{4,00 \text{ євро}}{7,24 \text{ євро}} \right) \cdot 100\% = 55,25\%$$

Відповідь. А. 7,24 €. Б. 4,00 €. В. 55,25%.

#### **Задача 14**

Дохід фірми “АFC” – 130 млн дол. Чистий прибуток після сплати податків 13 млн. дол. Компанією емітовано 2 млн звичайних акцій. Компанія сплачує дивіденди в розмірі 1,5 дол. На одну акцію, які в теперішній час котируються на рівні 32,5 дол. Привілейовані акції компанією не випускалися. Розрахувати наступні такі показники діяльності фірми:

- прибуток на одну акцію;
- коефіцієнт “кратно доходу”;
- коефіцієнт “кратно прибутку”;
- коефіцієнт сплати дивідендів;
- поточну доходність акцій.

*Розв`язання*

$$EPS = \frac{13 \text{ млн дол.}}{2 \text{ млн акцій}} = 6,5 \text{ дол за акцію}.$$

$$\frac{\text{Видобуток}}{\text{курс}} = \left( \frac{130000000}{2000000} \right) \cdot \frac{1}{32,5} = 2.$$

$$\frac{\text{Курс акції}}{\text{прибуток на акцію}} = \frac{32,5 \text{ дол.}}{6,5 \text{ дол.}} = 5.$$

$$\text{Коефіцієнт сплати дивідентів} = \frac{1,5 \text{ дол.}}{6,5 \text{ дол.}} \cdot 100 \% = 23 \%;$$

$$\text{Поточна доходність} = \frac{1,5 \text{ дол.}}{32,5} \cdot 100 \% = 4,6 \%$$

Відповідь. 6,5 доларів на акцію; 2; 5; 4,6%.

### Задача 15.

Продажі фірми “Medline” склали 35 млн дол., чиста рентабельність реалізації 5 %, сукупні активи 14 млн. дол., нетто-капітал 7 млн. дол. Емітовано 1 млн звичайних акцій. Привілейовані акції не випускалися. Визначити такі показники:

- чистий прибуток після сплати податків;
- норму доходності активів (*ROA*);
- норму доходності власного капіталу (*ROE*);
- коефіцієнт обіговості сукупних активів;
- балансову вартість акції.

#### Розв'язання

*Чистий прибуток після сплати податків* = 35 млн дол.  $\times$  0,05 = 1,75 млн. дол. (з рівняння чистої рентабельності реалізації).

$$ROA = \left( \frac{1,75 \text{ дол.}}{14 \text{ дол.}} \right) \cdot 100 \% = 12,5 \%$$

$$ROE = \left( \frac{1,75 \text{ дол.}}{7 \text{ дол.}} \right) \cdot 100 \% = 25 \%$$

$$\text{Обіговість сукупних активів} = \frac{35 \text{ дол.}}{14 \text{ дол.}} = 2,5.$$

$$\text{Балансова вартість акції} = \frac{7 \text{ млн. дол.}}{1 \text{ млн. акцій}} = 7,00 \text{ дол. за акцію.}$$

Відповідь. 1,75 млн. дол.; 12,5 %; 25 %; 2,5; 7,00 дол. за акцію.

### Задача 16

Доходність активів фірми “Skyline” 15 %. Знайти чисту рентабельність реалізації, якщо сукупні активи фірми становлять 2 млн дол., а коефіцієнт їхньої обіговості дорівнює 3.

*Розв'язання*

*Чиста рентабельність реалізації = Чистий прибуток після сплати податків / дохід.*

Оскільки невідомі ні чистий прибуток після сплати податків, ні дохід, будемо використовувати наявну інформацію.

*Оборотність сукупних активів = Дохід / Сукупні активи ( 3,0 = дохід / 2 млн дол.).* Дохід дорівнює 6 млн дол.

*Доходність сукупних активів = чистий прибуток після сплати податків / сукупні активи (0,15 = чистий прибуток після сплати податків / 2млн дол.).* Чистий прибуток після сплати податків 300 000 дол.

*Чиста рентабельність реалізації = 300 000 / 6 000 000 дол. = 5 %.*

Відповідь. 5%.

**Задача 17**

Згідно з рішенням корпорації емітовано 2,5 млн акцій. Чиста рентабельність реалізації 8 %, річний дохід 80 млн дол., коефіцієнт сплати дивідендів 40 %. Компанія не випускала привеліювані акції. Якщо акція в тепер коштує 30 дол., то якими є значення таких показників корпорації:

- прибуток на акцію;
- коефіцієнт “кратне доходу”;
- коефіцієнт “кратне прибутку”;
- дивіденди на акцію;
- поточна доходність акції.

*Розв'язання*

*EPS = (чистий прибуток після сплати податків за привеліюваними акціями) / кількість звичайних акцій в обігу.*

Необхідно знайти чистий прибуток. Для цього скористаємося формулою чистої рентабельності реалізації. (*Чиста рентабельність реалізації = чистий прибуток після сплати податків / видобуток*). 0,08 = чистий прибуток після сплати податків / 80 млн дол.

Таким чином, чистий прибуток дорівнює 6,4 млн дол.

$$EPS = \frac{6,4 \text{ дол.}}{2,5} = 2,56 \text{ дол. на акцію.}$$

$$\text{Коефіцієнт "кратне видобутку"} = \left( \frac{\left( \frac{80 \text{ дол.}}{2,5} \right)}{30 \text{ дол.}} \right) = 1,07.$$

$$\text{Коефіцієнт "кратне прибутку"} \left( \frac{30 \text{ дол.}}{2,56 \text{ дол.}} \right) = 11,7.$$

$$\text{Дивіденди на акцію} = 0,40 \cdot 2,56 = 1,02 \text{ дол. на акцію.}$$

$$\text{Поточна дохідність} = \frac{1,02 \text{ дол.}}{30 \text{ дол.}} = 3,4 \%$$

Відповідь. 2,56 дол. на одну акцію; 1,07; 11,7; 1,02 дол. на одну акцію; 3,4%.

## Теми рефератів

- Економічна сутність та сучасні класифікації міжнародних інвестицій.
- Особливості міжнародного інвестування на ринку фінансових активів.
- Цілі міжнародного інвестування на ринку реальних інвестицій.
- Стратегії зовнішньоекономічної стратегії держав.
- Міжнародна інвестиційна діяльність компанії та етапи її розвитку.
- Сутність та мета лізингу як інструмента міжнародного інвестування.
- Акції як інструмент інвестування на міжнародних фінансових ринках.
- Класифікація звичайних акцій.
- Основні показники оцінки акцій як інвестиційного інструменту.
- Стратегії міжнародного інвестування у звичайні акції.
- Сутність та види облігацій як інструментів інвестування на міжнародних фінансових ринках.
- Депозитарні розписки – інструмент міжнародного інвестування.
- Структура ринку цінних паперів (на прикладі США).
- Загальні індекси світових фондових ринків.
- Індекс Доу-Джонса в міжнародній інвестиційній діяльності.
- Фондовий індекс S&P 500 в міжнародній інвестиційній діяльності.
- Зведений індекс ринку акцій NASDAQ в міжнародній інвестиційній діяльності.
- Характеристика відомих світових індексів: Nikkei 225 index, FTSE – 100, DAX – 30, Russel 3000 index, Wilshire – 5000
- Міжнародні інвестиційні рейтинги.
- Рейтинги агенції “Moody’s Investors Service”.
- Рейтинги агенції Standard & Poor’s.

- Види інвесторів на міжнародному інвестиційному ринку.
- Недоліки і переваги інвестування через інвестиційні фонди.
- SPDR – інвестиційний фінансовий інструмент.
- Фонди звичайних акцій. Їх типи.
- Класифікація інвестиційних фондів.
- Інвестиційна діяльність компаній страхування життя.
- Інвестиційна діяльність компаній загального страхування.
- Інвестиційна природа пенсійних фондів.
- Сутність донорських фондів.
- Особливості застосування фундаментального та технічного аналізу.
- Сутність та основні методи фундаментального аналізу.
- Сутність та основні поняття технічного аналізу.
- Філософські засади технічного аналізу.
- Основні положення теорії Доу.
- Класифікація методів технічного аналізу.
- Сфери застосування технічного аналізу.
- Сутність та основні форми міжнародних корпорацій.
- Особливості функціонування транснаціональних корпорацій.
- Характерні риси діяльності транснаціональних корпорацій.
- Умови і засади інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій.
- Правила функціонування транснаціональних корпорацій на міжнародному ринку.
- Причини і фактори міжнародної діяльності транснаціональних корпорацій.
- Варіанти здійснення інвестицій транснаціональною корпорацією.
- Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.
- Оцінка впливу транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.
- Економічне значення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій.

- Інвестиційні мотиви проведення процедури злиття.
- Тактичні прийоми захисту компанії від поглинання іншими компаніями.
- Переваги та недоліки холдингових компаній.
- Особливості залучення інвестицій в англо-американський корпоративній моделі.
- Особливості залучення інвестицій у німецькій корпоративній моделі.
- Особливості залучення інвестицій в японській корпоративній моделі.
- Порівняльний аналіз інструментів залучення інвестицій у країнах Східної Європи, Балтії та Росії.
- Роль іноземних інвестицій у реформуванні економіки України.
- Правові основи іноземного інвестування в Україні.
- Іноземні компанії на українському інвестиційному ринку.
- Спеціальні економічні зони і прямі іноземні інвестиції.
- Місце України у світовій економічній системі.
- Визначення та функціональні типи спеціальних економічних зон.
- Форми активів, які можуть бути інвестовані на території України.
- Корпоративні форми іноземного інвестування.
- Пріоритетні сфери іноземного інвестування в Україні.
- Припинення діяльності іноземних та спільних підприємств в Україні.
- Перспективи альтернативного інвестування.
- Інвестування в предмети колекціонування.
- Інвестиції в колекції вин.
- Фінансові програми альтернативного інвестування.
- Інвестиції на «ринку спортивних подій».
- Перспективи та особливості розвитку ринку інвестування в золото.
- Розвиток теорій міжнародного інвестування.

# Список рекомендованої літератури

## Правові джерела

### *1. Закони України*

Закон України "Про інститути спільного інвестування".

[http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1079\\_1999-09\\_2.html](http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1079_1999-09_2.html).

Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення".

<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main/cgi>.

Про зовнішньоекономічну діяльність: Закон України від 16.04.91 р. № 959-XII; зі змінами і доповненнями.  
[http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1045\\_2.html](http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1045_2.html).

Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.91 р. № 560-XII; зі змінами і доповненнями.

[http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1029\\_2.html](http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1029_2.html).

Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті: Закон України від 23.09.94 р. № 185/94-ВР; зі змінами і доповненнями. [http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1048\\_2.html](http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html/1048_2.html).

Про регулювання товарообмінних (бартерних) операцій у галузі зовнішньоекономічної діяльності: Закон України від 23.12.98 р. № 351-XIV. <http://www.zakon.gov.ua/data/ZP/html>.

### *2. Інструкції, правила*

Інструкція про відкриття банками рахунків у національній та іноземній валюті: Затв. постановою Правління Національного ба-нку України від 18.12.98 р. № 527; зі змінами і доповненнями.

Інструкція про порядок заповнення картки реєстрації-обліку зовнішньоекономічного договору (контракту): Затв. наказом Мі-ністерства зовнішніх економічних зв'язків і торгівлі України від 24.02.96 р. № 133-а.

Інструкція про порядок здійснення контролю й отримання ліцензій за експортними, імпортними та лізинговими операціями: Затв. постановою Правління Національного банку України від 24.03.99 р. № 136; зі змінами.

Митний кодекс України від 12.12.91 р. № 1970-XII; зі змінами і доповненнями.



Порядок випуску, обігу та погашення векселів, які видаються на суму податку на додану вартість при ввезенні (пересиланні) товарів на митну територію України: Затв. постановою Кабінету Міністрів України від 01.10.97 р. № 1104, зі змінами і доповненнями.

Порядок установаження і використання офіційного обмінного курсу гривні до іноземних валют: Затв. постановою Правління Національного банку України від 18.03.99 р. № 129, зі змінами і доповненнями.

Про введення обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів юридичних осіб: постанова Правління Національного банку України від 04.09.98 р. № 349, зі змінами і доповненнями.

Про врегулювання порядку здійснення іноземними інвесторами інвестицій в Україну: постанова Правління Національного банку України від 20.07.99 р. № 356.

Правила використання готівкової іноземної валюти на території України: Затв. постановою Правління Національного банку України від 26.03.98 р. № 119, зі змінами і доповненнями.

Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України: Затв. постановою Правління Національного банку України від 18.03.99 р. № 127, зі змінами і доповненнями.

### ***Наукова література***

Авдокушин Е.Ф. Международные экономические отношения: Учеб. пособие. – М.: ИВЦ "Маркетинг", 1997. – 196 с.

Андрощук Г. Франчайзинг: организационные формы, поиск и выбор партнеров / Г. Андрощук, В. Денисюк // Бизнес-Информ. – 1997. – № 10. – С. 32 – 37.

Балабанов И.Т. Внешнеэкономические связи: Учеб. пособие / И.Т. Балабанов, А.И. Балабанов. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 512 с.

Буглай В.Б. Международные экономические отношения. /В.Б. Буглай, Н. Н. Ливенцев – М.: Финансы и статистика, 1996. – 426 с.

Василенко Ю. Структурні зміни в експортній діяльності України // Економіка України. – 1998. – № 7. – С. 70 – 76.

В центре внимания – биржа: Руководство для частных инвесторов: / П. фон. Бестенбостель, А. Дунскус, М. Гертнер, П. Золь-франк: Пер. с нем. – М.: АОЗТ "Интерэкспорт"; ЗАО "Финстатинформ", 1998. – 120 с.

Введение в информационный бизнес: Учеб. пособие / О.В. Голосов, С.А. Охрименко, А.В. Хорошилов и др.; Под ред. В.П. Тихомирова, А.В.Хорошилова. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 240 с.

Вільні економічні зони: Міжнародні аспекти / За ред. І. Розпутенка. – К.: Основи, 1993. – 447 с.

Внешнеэкономическая деятельность предприятия: Учебник для вузов/Под ред. Л.Е. Стровского, С.К. Казанцева, Е.А. Парашина и др. – 2-е изд. – М.: ЮНИТИ, 1999. – 823 с.

Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 1008 с.

Гнатишин І.М. Зовнішньоекономічні відносини: Регіональний аспект / І.М. Гнатишин, П. Половець – Чернівці:Прут, 1992. – 49с.

Гончарук В.А. Маркетинговое консультирование. – М.: Дело, 1998. – 248 с.

Гребельник О.П. Основы зовнішньоекономічної діяльності: Навч. посіб. – К.: [Держ. торг.-екон.ун-т], 1996. – 76 с.

Данько Т.П. Свободные экономические зоны в мировом хозяйстве: Учеб. пособие / Т.П. Данько, З.М. Окрут / [Рос. экон. академия им. Г.В. Плеханова]. – М.: ИНФРА. – М., 1998. – 168 с.

Дараган В.А. Игра на бирже.- М.: УРСС, 1998. – 232 с.

Дегтярева О. Биржевое дело. – М.: Юнити, 1999. – 679 с.

Джусов А.А. Биржевые фонды как финансовый инструмент для построения инвестиционного портфеля // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. пр. – Вип. 158. – Д.: ДНУ, 2002.– С.106 – 112.

Джусов А.А. Использование стратегий Доу-инвестирования новыми институциональными структурами Украины // Проблемы развития предприятий и новых экономических структур в современных условиях: Материалы Всеукр. науч. практ. конф. – Донецк, [ИЭП НАН Украины] – 26.09. 2004. – С. 207-209.

Джусов А.А. Международное инвестирование: выбор благоприятного экономического пространства, фондовых активов и тестирование торговых систем // Журн. Европейской экономики. – 2003. – Т. 2, № 4. – С. 469-490.

Джусов А.А. Метод формирования инвестиционного портфеля пенсионных фондов и страховых компаний с целью защиты средств от финансовых рисков // Экономические проблемы и перспективы стабилизации экономики Украины: Сб. науч. тр. – Донецк, [Ин-т экономики промышленности. НАН Украины] 2001. – Т.2. – С.177 – 184.

Джусов А.А. Пенсионная реформа в Украине: стратегия и тактика международного инвестирования. – Днепропетровск: Наука и образование, 2003. – 36 с.

Джусов А.А. Применение стратегий Доу-инвестирования для формирования инвестиционного портфеля // Журн. Европейской экономики. – 2004. – Т.1, № 3. – С. 233-244.

Джусов О.А. Інвестиційна система пенсійного забезпечення: Україна та іноземний досвід / О.А. Джусов, І.Л. Сазонець // Держава та регіони (серія економіка та підприємництво). – 2003. – № 1. – С. 98 – 104.

Джусов О.А. Особливості інвестування у звичайні акції // Зб. тез доп. наук.-практ. конф. "Фінансово-економічне регулювання розвитку України та регіонів". – Запоріжжя: [ГУ"ЗІДМУ"] – 16.02. 2004. – Т.2. – С. 41-42.

Додин Е.В. Нетарифное регулирование в таможенной практике Украины // Митна справа. – 1999. – № 2. – С. 29 – 35.

Дріскал Девід Д. МВФ та Світовий банк: чим відрізняються ці організації? // Фондовий ринок. – 1999. – № 16. – С. 34-39.

Жуковська Н. Методичні підходи до розробки стратегії розвитку спільних підприємств (СП) // Регіональна економіка. – 1999. – № 4. – С. 112 – 117.

Закарян И. Практический интернет-трейдинг. – М.: Акмос-Медиа, 2001. – 396 с.

Ивашковская И.В. Обмен технологий: зависимость или сотрудничество? – М.: Изд-во МГУ, 1991. – 93 с.

Инвестиционная стратегия корпораций и институциональных инвесторов: Монография / С.В. Богачев, А.А. Джусов, С.В. Еки-мов и др.; Под ред. И.Л. Сазонца. – Днепропетровск: Наука и образование, 2003. – 132 с.

Інвестиційні стратегії конкурентоспроможної економіки: Моногр. / С.В. Богачев, О.А. Джусов, С.К. Лапушкіна та ін.; Під ред. І.Л. Сазонця. – Дн.: Наука і освіта, 2004. – 416 с.

Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. / А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева – М.: Юристъ, 2001. – 704 с.

Киреев А.П. Международная экономика: Учеб. пособие для вузов. В 2 ч. – Ч. I. Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства: – М.: Высш. шк., 1997. – 416 с.

Колосов О. Деякі аспекти державного управління залученням іноземних інвестицій в економіку України // Економіка України. – 1998. – №11. – С. 27-36.

Конченко К.О. Основні напрями стимулювання ефективної структури експорту // Фінансова консультація. – 2000. – № 39-40. – С. 38- 45.

Коттл С. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда. – М.: Олимп-бизнес, 2000. – 704 с.

Кравченко П.П. Как не проиграть на финансовых рынках. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело и Сервис, 2000. – 224 с.

Кузнецова Н.В. Регулирование внешнеэкономической деятельности в Украине: Практик. пособие. – К.: СПЛАЙН, 1998. – 220 с.

Кухарская Н. Региональные тенденции внешнеэкономических связей Украины // Бизнес-Информ. – 1997. – № 2. – С. 23 – 27.

Лисюк Д. Географические аспекты международной торговли лицензиями и ноу-хау // Бизнес-Информ. – 1999. – № 9 – 10. – С. 82 – 84.

Литтл Дж. Как пройти на Уолл-стрит / Дж. Литтл, Л. Роудс Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 1998. – 368 с.

Майкл М. Основы менеджмента / М. Майкл, А. Майкл, Х. Франклин – М.: Дело, 1992. – 700 с.

Макуха С.М. Зовнішньоекономічні зв'язки. Економіка України у світовому господарстві: Конспект лекцій. – Х.: Укр. юрид. акад., 1994. – 23 с.

Малярчук І. Конкуренентоспроможність експортної продукції: поняття, оцінка та шляхи підвищення // Економіст. – 2000. – № 4. – С. 56 – 58.

Маштабей В. Я. Экспортный маркетинг. – К.: Хвиля-прес, 1995. – 224 с.

Международный менеджмент: Учеб. для вузов / Под ред. С.Э. Пивоварова.- С.Пб.: Питер, 2000. 87 с.

Міжнародна інвестиційна діяльність (з основами технічного аналізу): Навч. посіб. / І.Л. Сазонець, О.І. Дацій, О.А. Джусов, О.М. Сазонець – Запоріжжя: [ГУ "ЗІДМУ"], 2004. – 250 с.

Мізіук Б.М. Зовнішні запозичення: вплив на економічну політику / Б.М. Мізіук, В.О. Шевчук // Фінанси України. – 1998. – № 9. – С. 82 – 90.

Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: Пер. с англ. – М.: Диаграмма, 1997. – 600 с.

Найман Э. Малая энциклопедия трейдера. – Л. Альфа; К: Ло-гос, Капитал; 1997. – 236 с.

Нікбахт Т.Е. Фінанси / Т.Е. Нікбахт, А. Гропеллі; Пер. з англ. В.Ф. Овсієнка та В. Я. Мушенка. – К.: Основи, 1993. – 383 с.

Новак І. Проблеми становлення і розвитку вільних економічних зон в Україні // Україна-Business. – 2000. – № 6. – С. 11; № 8. – С. 10.

Новицкий В. Е. Внешнеэкономическая деятельность и международный маркетинг. – К.: Лібра, 1994. – 190 с.

Носкова И. Я. Международные экономические отношения / И. Я. Носкова, Л. М. Максимова – М.: ЮНИТИ, 1995. 203 с.

Основи світогосподарських зв'язків: Навч.посіб. для екон. спец. вузів / Н.В. Афанасьєв, А.П. Іванов, О.Л. Хоменко. – Х.: Основа, 1993.- 188 с.

Основы внешнеэкономических знаний: Учеб. для эконом. образования / Под ред. И.П. Фоминского. – М.: Междунар. отноше-ния, 1990. – 560 с.

Осташ С.І. Форфейтинг як перспективний вид кредитування зовнішньоторговельних угод // Фінанси України. – 1999. – № 4. – С. 121 – 126.

Портер М. Международная конкуренция: Пер. с англ. – М.: Междунар. отношения, 1995. 126 с.

Поручник А.М. Интеграция Украины в мировое хозяйство: – К.: [Гос. экон. ун-т], 1994. – 129 с.

Сазонец І.Л. Депозитарні расписки Standard & Poors як складова частина інвестиційного портфеля пенсійних фондів і страхових компаній / І.Л. Сазонец, А.А. Джусов // Економіка промисловості. – 2002. – №1 – С.86 – 89.

Сазонець І. Л. Інвестування: корпоративний аспект / І. Л. Са-зонець, О. М. Сазонець. – Д.: [ДАУБП], 1999. – 106 с.

Сазонец І.Л. Інвестиційні аспекти пенсійної реформи / І.Л. Сазонец, А.А. Джусов // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. пр. – Д.: Наука і освіта, 2003. – Вип. 170. – С.84 – 91.

Сазонець І. Л. Методи оцінки інвестиційної привабливості акціонерних товариств. / І. Л. Сазонець, О. М. Сазонець. – До-нецьк: [ІЕП НАН України], 1999. – 20 с.

Сазонець І.Л. Міжнародна інвестиційна діяльність: Навч. по-сіб. / І.Л. Сазонець, О.А. Джусов, О.М. Сазонець – Д.: Наука і освіта, 2002. – 178 с.

Сазонец І.Л. Обоснование необходимости аналитического подхода при инвестировании в акции зарубежных эмитентов / И. Л. Сазонец, А. А. Джусов // Матеріали регіон. наук.-метод. конф. "Формування стратегії конкурентоспроможності освіти в регіоні", м. Жовті Води, 8-9 жовт. 2004 р.). – Д.: Наука і освіта, 2004. – С. 12–15.

Сазонец І. Л. Особенности механизма функционирования акционерных обществ. – Донецк: [ИЭП НАН Украины], 1998. - 249 с.

Сазонец І.Л. Пенсійна реформа в Україні і зарубіжний досвід / І.Л. Сазонец, А.А. Джусов // Всеукр. інформ.-реклам. еженедельник "Бизнес Время". – 2003.- № 18(135).-С. 4.

Сазонець І.Л. Розрахунок ефективності придбання пакета акцій / І. Л. Сазонець, О. М. Сазонець // Академічний огляд. – 1999. – № 2. – С 91.

Самойловський А. Экспортні ризики // Финансовые услуги. – 1999. – № 5 – 6. – С. 11 – 14.

Семенов К.А. Международные экономические отношения: Курс лекций. – М.: Гардарики, 1998. – 336 с.

Соколенко С.И. Современные мировые рынки и Украина. – К.: Демос, 1995. – 356 с.

Сорока О. Вихід України на ринки міжнародних облігацій: проблеми і перспективи // Банківська справа. – 1997. – № 6. – С. 23 – 27.

Спиваковский С. Позиции Украины на международном рынке транспортно-экспедиционных услуг // Экономика Украины. – 1999. – № 5. – С. 74 – 76.

Стрежнева М. Особенности институционального развития ЕС // Мировая экономика и международные отношения. – 1999. – № 3. – С. 16 – 23.

Тьюлз Р. Фондовый рынок. Пер. с англ. – 6-е изд. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 648 с.

Узлюк Т. Проблемы государственного регулирования внеш-неэкономического сектора в Украине // Персонал. – 1999. – № 5. – С. 22 – 27.

Україна – Європейський Союз: проблеми зовнішньоекономічної діяльності та перспективи співробітництва: Тези доп. міжнар. наук.-практ. конф., м. Київ. 22 – 23 листоп. 1995 р. – К.: КДТЕУ, 1995. – 229 с.

Управління зовнішньоекономічною діяльністю: Навч. посіб. / За заг. ред. А.І. Кредюва; Пер. з рос. Н. Кіт, К. Серажим. – К., 1999. – 448 с.

Фабоцци Ф.Дж. Управление инвестициями М.: ИНФРА-М, 2000. 930 с.

Федорова Е.А. Организация ВЭД на предприятии: Учеб. пособие / Е.А. Федорова, В.А. Савенков, В.И. Белоцерковский. – Тула, 1997. – 492 с.

Финансы / В.М. Родионова, Ю.Я. Вавилов, Л.И. Гончаренко и др.; Под ред. В.М. Родионовой. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 432 с.

Финансы. Денежное обращение. Кредит: Учеб. для вузов / Л.А. Дробозина, Л.П. Окунева, Л.Д. Андросова и др.; Под ред. проф. Л.А. Дробозиной. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 479 с.

Хом'як С. Зовнішньоекономічний контракт // Баланс. – 2000. – № 4 (285). – С. 60 – 62; № 5 (286). – С. 60 – 62; № 8 (289). – С. 57 – 62.

Циганкова Т.М. Міжнародний маркетинг: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 1998. – 120 с.

Цыганков П.Л. Международные отношения: Учеб. пособие. – М.: Новая шк., 1996. – 320 с.

Шапелюк Т.О. Механізм управління зовнішньоекономічною діяльністю України в умовах економічної самостійності / Т.О. Шапелюк, Н.І. Шульга. – К.: Знання, 1991. – 22 с.

Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 1028 с.

Шинкаренко Д. Международный лизинг: о чем следует знать резиденту // Бизнес. – 2000. – № 34 (397). – С. 103 – 105; № 36 (399). – С. 101 – 102.

Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. – 2-е изд. – М.: Диаграмма, 2001. – 340 с.

Энджел Л. Как покупать акции / Л. Энджел, Б. Бойд: Пер. с англ. – М.: Сирин. – Репринт. изд., изд. Паимс, 1992. – 314 с.

Яновский А. Современные формы международной торговли // Бизнес-Информ. – 1996. – № 20. – С. 23 – 29.

<http://www.k2kapital.com/>  
<http://www.interstock.ru/>  
<http://www.swissfin.com/>  
<http://www.internettrading.ru/>  
<http://www.euronews.net/>  
<http://www.bigcharts.com/>  
<http://biz.yahoo.com/>  
<http://www.bullbear.ru/>  
<http://www.spglobal.com/>  
<http://www.moody.com/>  
<http://www.dowjones.com/>  
<http://www.nasdaq.com/>



*Список рекомендованої літератури*

---

<http://www.iqi.ru/>  
<http://www.raexpert.ru/>  
<http://www.ingfn.com.ua/>  
<http://www.fundmanager.bip.ru/>  
<http://www.ndc.ru/>

## **Зміст**

<b>Передмова .....</b>	<b>3</b>
------------------------	----------

<b>Розділ 1. Засади міжнародної інвестиційної діяльності .....</b>	<b>6</b>
1.1. Розвиток теорій міжнародного інвестування .....	6
1.2. Особливості міжнародного інвестування на ринку фінансових активів .....	17
1.3. Форми міжнародного реального інвестування.....	22
1.4. Етапи розвитку міжнародної інвестиційної діяльності компаній .....	24
Контрольні запитання .....	27

<b>Розділ 2. Міжнародна діяльність на ринку фінансових інвестицій .....</b>	<b>28</b>
2.1. Інвестування у звичайні акції .....	28
2.1.1. Загальна характеристика інвестування у звичайні акції .....	28
2.1.2. Класифікація звичайних акцій (першокласні акції, дохідні акції, акції зростання, спекулятивні акції, циклічні акції, оборонні акції).....	29
2.1.3. Основні показники оцінки акцій (коефіцієнт ціна/прибуток, зростання коефіцієнту ціна/прибуток, коефіцієнт ціна/обсяг продажу, коефіцієнт ціна/балансова вартість, коефіцієнт поточної ліквідності, показники ефективності менеджменту, коефіцієнт Beta) .....	33
2.1.4. Стратегії інвестування у звичайні акції (стратегія довгострокового володіння, стратегія отримання високих прибутків на інвестований капітал, стратегія довгострокового зростання інвестицій, агресивне керування портфелем акцій, стратегія спекуляції) .....	39
2.2. Міжнародний ринок облігацій .....	41

---

2.2.1. Сутність та види облігацій (облігації Казначейства США, урядових відомств, муніципалітетів, корпорацій, єврооблігації) .....	41
2.2.2. Ключові показники при оцінці облігацій .....	48
2.3. Депозитарні розписки – інструменти міжнародного інвестування .....	54
2.3.1. Основні поняття і переваги програм депозитарних розписок .....	54
2.3.2. Схема випуску депозитарних розписок .....	58
2.3.3. Державне регулювання і контроль за забезпеченням обліку акцій українських емітентів, на які випущені депозитарні розписки .....	62
2.4. Ринок цінних паперів і його структура на прикладі фондового ринку США (первинний ринок, вторинний риниок, фондові біржі, вторинний позабіржовий ринок, NASDAQ) .....	64
Контрольні запитання .....	70

## **Розділ 3. Інструменти аналізу**

### **міжнародного інвестиційного ринку .....72**

3.1. Індeksi фондового ринку .....	72
3.1.1. Загальна характеристика індексів та методика їх розрахунку.....	72
3.1.2. Dow Jones Industrial Average (DJIA).....	75
3.1.3. Фондовий індeкс S&P 500 .....	78
3.1.4. Зведений індeкс ринка акцій NASDAQ .....	80
3.1.5. Інші відомі й авторитетні світові індeкси .....	82
3.2. Інвестиційні рейтингові агенції та інвестиційні рейтинги.....	84
3.2.1. Moody's Investors Service (рейтинги для довгострокових боргових зобов'язань, рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань, інші рейтинги агенства Moody's) .....	85
3.2.2. Standard & Poor's (рейтинги для довгострокових зобов'язань, рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань, інші рейтинги агенції Standard & Poor's) .....	89
Контрольні запитання .....	94

---

## **Розділ 4. Інвестори на міжнародному інвестиційному ринку .....95**

- 4.1. Міжнародні фондові інвестори та особливості їх діяльності (міжнародний банк реконструкції й розвитку, міжнародна асоціація розвитку, міжнародна фінансова корпорація, БАГІ, міжнародний центр із розв'язання інвестиційних конфліктів, міжнародний валютний фонд, ЄБРР, банк міжнародних розрахунків, регіональні банки розвитку) .....95
- 4.2. Інвестиційні фонди на міжнародному інвестиційному ринку (що являють собою інвестиційні фонди, види інвестиційних фондів).....114
  - 4.2.1. Інвестиційні фонди відкритого типу (загальні поняття, фонди з "навантаженням" і "без навантаження", типи взаємних фондів) .....116
  - 4.2.2. Інвестиційні фонди закритого типу .....120
- 4.3. Страхові компанії як інституційні інвестори .....122
  - 4.3.1. Компанії страхування життя .....123
  - 4.3.2. Компанії загального страхування .....125
- 4.4. Пенсійні та донорські фонди .....127
  - 4.4.1. Функціонування пенсійного фонду .....128
  - 4.4.2. Донорські фонди .....131
- Контрольні запитання .....131

## **Розділ 5. Методи аналізу міжнародного інвестиційного ринку .....133**

- 5.1. Фундаментальний аналіз .....134
  - 5.1.1. Сутність фундаментального аналізу .....134
  - 5.1.2. Методика фундаментальних аналітиків.  
(горизонтальне прогнозування,  
імовірнісне прогнозування,  
економетричні моделі, аналіз фінансового звіту, аналіз на основі фінансових коефіцієнтів, електронні таблиці) .....135

---

5.2. Технічний аналіз. Основні поняття та інструменти .....	140
5.2.1. Філософські основи технічного аналізу .....	142
5.2.2. Теорія Доу.....	143
5.2.3. Класифікація методів технічного аналізу. (графічні методи, методи з використанням фільтрації і математичної апроксимації, теорія циклів) .....	146
5.2.4. Основні види графіків (лінійні графіки, гістограми, японські свічки, хрестики-нуліки) .....	146
5.2.5. Графічні моделі (тенденція та її характеристики, опір і підтримка, лінія тенденції, цінові моделі).....	151
5.2.6. Індикатори (ковзні середні, збіжність / розбіжність ковзних середніх (MACD), індекс відносної сили (PSI), стохастичний осцилятор, швидкість зміни ціни (ROC), смуги Боллінджера (BB), балансовий обсяг (OBV), відсотковий діапазон Вільямса (%R), розбіжності осциляторів із ціною динамікою) .....	158
5.2.7. Застосування інструментів технічного аналізу для побудови торгових систем (схеми з однією ковзною середньою, схеми з двома ковзними середніми, схема з трьома ковзними середніми, торговий метод MACD, відсоток R Ларрі Уільямса, використання індексу відносної сили (RS1), торгівля за сигналами стохастичного осцилятора, схема торгівлі в межах каналу з використанням сигналів стохастичного осцилятора) .....	171
Контрольні запитання .....	185

---

<b>Розділ 6. Інвестиційна діяльність міжнародних корпорацій .....</b>	<b>186</b>
6.1. Сутність міжнародних корпорацій .....	186
6.2. Особливості функціонування транснаціональних корпорацій у міжнародній економіці .....	188
6.3. Умови та засади здійснення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій .....	191
6.4. Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав .....	195
6.5. Інвестиційні аспекти корпоративної діяльності .....	199
6.5.1. Доцільність процедури злиття .....	199
6.5.2. Процедура об'єднання компаній .....	202
6.5.3. Інвестиційний аналіз злиття .....	204
6.5.4. Створення корпоративних альянсів та холдингових компаній .....	208
6.5.5. Фінансовий механізм інвестування в міжнародних корпораціях .....	212
Контрольні запитання .....	216

<b>Розділ 7. Інвестування в інші матеріальні та нематеріальні активи .....</b>	<b>218</b>
7.1. Предмети колекціонування .....	218
7.2. Інвестиції у колекції вин .....	219
7.3. Інвестиції в золото .....	227
7.4. Ставки на результати спортивних змагань .....	229
7.5. Альтернативні інвестиції .....	230
7.6. Інвестиції в нерухомість .....	232
7.6.1. Загальні поняття .....	232
7.6.2. Вартість нерухомості .....	236
7.6.3. Оцінка ринкової вартості нерухомості .....	238
7.6.4. Пасивні форми інвестування в нерухомість .....	240
Контрольні запитання .....	243

---

<b>Розділ 8. Україна на міжнародному інвестиційному ринку .....</b>	<b>244</b>
8.1. Іноземні інвестиції в реформування економіки України .....	244
8.2. Правові засади іноземного інвестування в Україні .....	245
8.3. Іноземні інвестори в Україні.....	247
8.4. Спеціальні економічні зони й іноземні інвестиції .....	250
8.5. Місце України у світовій інвестиційній системі .....	251
8.6. Регіональні аспекти іноземного інвестування .....	254
Контрольні запитання.....	263
<b>Тести з дисципліни "Міжнародна інвестиційна діяльність" .....</b>	<b>264</b>
<b>Приклади типових задач з міжнародної інвестиційної діяльності .....</b>	<b>274</b>
<b>Теми рефератів .....</b>	<b>285</b>
<b>Список рекомендованої літератури .....</b>	<b>288</b>

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

**І. Л. Сазонець,  
О.А.Джусов,  
О.М. Сазонець**

# **МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ**

Керівник видавничих проектів – *Б.А.Сладкевич*  
Друкується в авторській редакції  
Комп'ютерний набір і верстка – *О.Г. Михолат*  
Дизайн обкладинки – *Б.В. Борисов*

Підписано до друку 04.12.2006. Формат 60x84 1/16.  
Друк офсетний. Гарнітура PetersburgС.  
Умовн. друк. арк. 19.

Видавництво “Центр учбової літератури”  
вул. Електриків, 23  
м. Київ, 04176  
тел./факс 425-01-34, тел. 451-65-95, 425-04-47, 425-20-63  
8-800-501-68-00 (безкоштовно в межах України)  
e-mail: office@uabook.com  
сайт: WWW.CUL.COM.UA  
Свідоцтво ДК №2458 від 30.03.2006