

**Петро МАСЛЯК, В. МАСЛЯК**

## **РИЗИКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НА УКРАЇНСЬКОМУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

*Проаналізовано податкове законодавство, яке не враховує реальної структури витрат на ринку цінних паперів, у зв'язку з чим виникає деформація в облі-, ку поточних витрат інвестора - власника цінних паперів.*

До середини 90-х років інвестиційна, діяльність в Україні регламентувалася в- основному Законом України "Про інвестиційну діяльність" від 18.09.1991 р. №1560- XII, де були визначені базові поняття (інвестиційна й інноваційна діяльність, інвестор, суб'єкти, об'єкти й учасники інвестиційної діяльності), а також характеристики окремих сторін інвестиційного процесу. Формування капіталу в зазначений період відбувалося в умовах недостатньої розробки нормативної бази, що регулювала як процеси обліку і накопичення самого капіталу, так і відносини, що складаються між власниками. Надалі це почало призводити до різних негативних наслідків, у т, ч. неможливості документально підтвердити легальність нагромадженого капіталу і доходів з нього,, до конфліктів серед власників і в їх стосунках із третіми особами.

Відповідно до Закону України "Про інвестиційну діяльність" від 18.09.1991 р. №1560-XII, інвестиція - це всі види майнових й інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток (дохід) чи досягається соціальний ефект. Акції й інші ЦП належать до інвестицій.

Пізніше були видані законодавчі акти, що забезпечили проведення інвестиційних процесів за допомогою механізмів ринку ЦП. Найбільш динамічного розвитку ринку ЦП надало прийняття Законів України "Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10.12.1997 р.

№ 710/97-ВР і "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15.03.2001 р. № 2299-III а також видання Указу Президента України "Про інвестиційні фонди й інвестиційні компанії" від 19.02.1994 р. № 55/94, Мета нашого, дослідження є пошук нових підходів до, дослідження РЦП, окремих його складових на всіх рівнях від окремо взятої угоди до відокремленого емітента чи регіону загаром, розробка нових механізмів впливу на, РЦП з метою зниження ризиків інвестування і перетворення його в ефективний інструмент соціально-економічного розвитку суспільства, та визначення окупності інвестицій.

Законом України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28.12.1994 р. №334/94-ВР уведено класифікацію капітальних, фінансових, прямих, портфельних інвестицій і реінвестицій, визначено інше тлумачення терміну "інвестиція". Інвестиція - господарська операція, що передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав і ЦП в обмін на кошти чи майно. Відповідно до Закону України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом" від 14.05.1992 р, № 2343-XII інвестори - фізичні особи та

Петро Масляк, В. Масляк, 2008.

---

(або) юридичні особи, що виявляють бажання взяти участь у процедурах санації і боржника, подають розпоряднику майна заяву про участь у санації боржника.

, Проведений короткий аналіз термінів і визначень відносно легко екстраполюється на інші базові поняття РЦП України. Разом з тим будь-яке інвестування з використанням інструменту ЦП можна розглядати як завдання оптимізації норм законодавства й економічного аналізу з метою ймовірного визначення фінансового результату операції з ЦП - завдання з цінних паперів.

Чіткіше принципи роботи з ЦП були сформульовані в Законі України "Про державне регулювання РЦП в Україні" від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР.

Відповідно до Закону України Про цінні, папери і фондову біржу" від, 18.06.1991 р. № 1201-XII інвестори в цінні папери - це фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства. Тобто метою будь-якого інвестування на РЦП Закон визначає отримання доходу від операції з ЦП у вигляді:

- 1) прямого доходу в грошовому вираженні;
- 2) збільшення вартості ЦП і збільшення прямого доходу від відчуження ЦП;
- 3) опосередкованого отримання доходу шляхом реалізації, прав щодо ЦП;
- 4) інших видів доходів від операцій з ЦП.

Сукупний дохід за ЦП можна визначити за формулою

$$D = Cn + P_{op}, \quad (1)$$

де  $D$  - сукупний дохід;

$Cn$  - ціна продажу ЦП;

$P_{op}$  - результат інших операцій із ЦП, не пов'язаних з відчуженням (часткова оплатна передача окремих прав щодо ЦП на обмежений час, виплата дивідендів, інші види доходів).

Чинне законодавство орієнтує інвестора як споживача прав, що впливають із ЦП, на двоступеневість реалізації цих прав від моменту укладення угоди:

- 1- й ступінь - фіксація права власності інвестора на ЦП;
- 2- й ступінь - реалізація прав, що впливають із права власності на ЦП – прав щодо ЦП.

Такий умовний поділ, зумовлений практикою роботи РЦП останніх років і викликаний підвищенням інтересом до процесів перерозподілу власності, а також законодавчо передбаченою можливістю блокувати дії інвестора з реалізації його прав щодо ЦП, піддаючи сумніву його права власності на ЦП або заперечуючи його права власності щодо ЦП.

Законотворча діяльність орієнтована на нерозривність цих ступенів і послідовність їх у часі. Так, наприклад, невідомі випадки, коли вдавалося реалізувати права щодо ЦП без попередньої фіксації їх, передбаченим способом у конкретний момент. З погляду обліку вартості обслуговування ЦП і оцінки фінансового результату операції з ЦП такий підхід цілком виправданий у практичному плані.

Недотримання вимог законодавства при укладенні угод щодо ЦП або зміна вимог законодавства в процесі укладення й виконання угод щодо ЦП призводять до подорожчання процесу укладення й виконання угоди і, відповідно, можуть збільшити вартість обслуговування ЦП інвестора у випадках, коли його кошти стають джерелом погашення зростаючих витрат за угодою. Тут доречно говорити про збільшення чинників ризику інвестора.

Чинники ризику – обставини, що можуть призвести до часткової чи повної втрати коштів інвестора, у т. ч. за рахунок зниження вартості ЦП.

Відповідно до Закону<sup>1</sup> України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 01.07.2004 р. № 1957-IV, кошти – це гривня чи іноземна валюта. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” – від 15.03.2001 р. № 2299-III подає уточнену характеристику коштів спільного інвестування, якими можуть бути:

- кошти, надані інвестором інституту спільного інвестування (ІСІ);
- доходи від здійснення<sup>1</sup> операцій з активами ІСІ;
- доходи, нараховані за активами ІСІ.

Оскільки Закон “Про оподаткування прибутку підприємств” від 28.12.1994 р. № 334/94-ВР визначає “дохід”, як суму коштів чи вартість майна, отриману платником податку від продажу, обміну чи інших способів відчуження ЦП і деривативів. збільшену на вартість яких-небудь матеріальних цінностей чи нематеріальних активів, що передаються платнику податку в зв'язку з таким продажем, обміном чи відчуженням, а також суму будь-якої заборгованості платнику податку, що погашається у зв'язку з таким продажем, обміном чи відчуженням то, чинники ризику інвестора, очевидно, можна визначати винятково у вартісному вираженні й оцінюються в грошовій формі як вартість обслуговування ЦП.

Теорія цивільного права зараховує “...обставини реального життя, з якими норми права пов'язують встановлення, зміну чи припинення Правовідносин, до юридичних фактів, на відміну від юридичних умов, тобто обставин, що мають юридичне значення для<sup>1</sup> настання правових наслідків, але пов'язаних з ними не прямо, а через проміжні ланки”.

Виходячи з усталеного поділу юридичних фактів залежно від наявності й характеру вольового елемента на дії (правомірні й неправомірні) і події, можна запропонувати поділ будь-яких обставин, що впливають на вартість ЦП інвестора, за ознакою його волевиявлення. У такому разі обставини, не пов'язані з волевиявленням інвестора як власника ЦП, але передбачені угодою щодо ЦП, варто розглядати як правоперешкоджаючі, тобто такі, що перешкоджають виникненню, зміні чи припиненню правовідносин у зв'язку з угодою щодо ЦП. Відповідно до правовстановлюючих фактів, наявність яких викликає відновлення прав чи обов'язків, які існували раніше, у зв'язку з угодою щодо ЦП, належать дії інвестора, спрямовані на відновлення правовідносин за угодою щодо ЦП, однак можливі додаткові витрати у вигляді збільшення вартості обслуговування ЦП.

Отже, результат впливу події і дії на окремий об'єкт управління РЦП можна схематично відобразити на площині двома векторами, задавши по осі абсцис один з параметрів управління (наприклад, вартість обслуговування, дохід, величину нарахованого податку тощо) (рис. 1)

Очевидно, такий юридичний факт, як подія, може мати для інвестора різні наслідки з погляду параметрів управління. У випадку, коли подія призводить до погіршення параметрів управління, інвестор змушений починати додаткові дії з метою відновлення власних параметрів управління. Така подія щодо інвестора належить до категорії небажаної, а в двовимірному просторі вектори події і дії матимуть зустрічний напрям (рис. 1а).

Однак на практиці непоодинокі випадки, коли події, що відбуваються без участі інвестора, можуть не впливати на його параметри управління або навіть поліпшувати їх. Залежно від прийнятих інвестором управлінських рішень вектор його дії буде спрямований в один бік з вектором події (рис. 1в) у випадку бажаної події або відсутній у випадку нейтральної події, відображаючи бездіяльність інвестора (рис. 1 в).

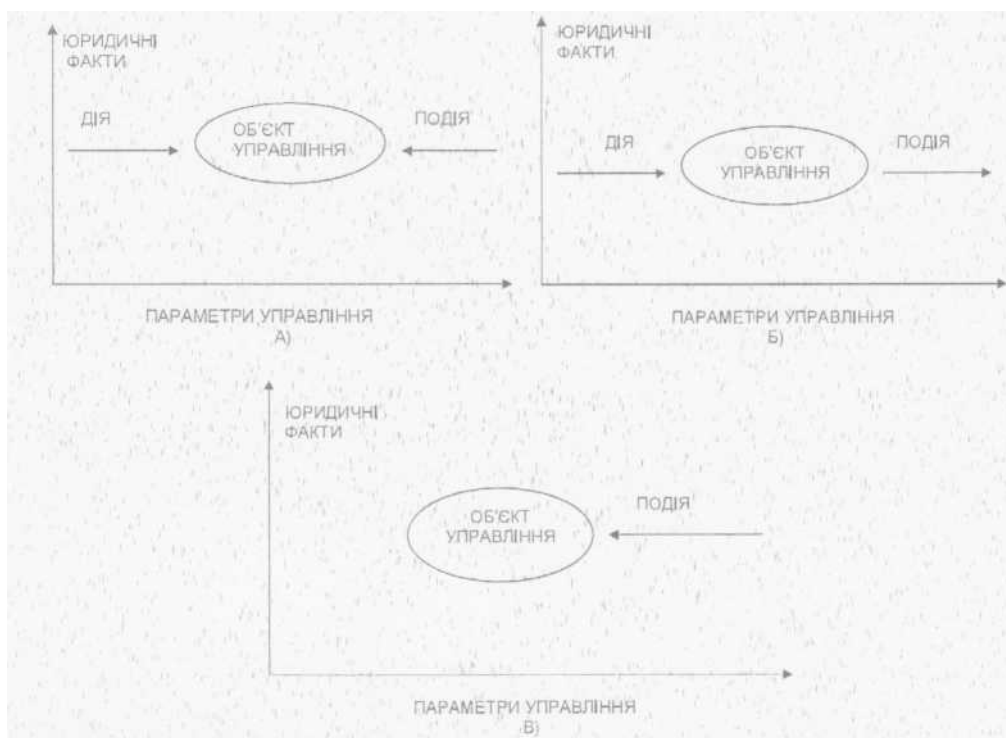
Якщо розглянути функціонування будь-якого фінансового інструменту ринку ЦП – акції, облігації, інвестиційного сертифіката - як збалансовану систему прав і зо-

бов'язань, що випливають із права власності на конкретний ЦП, з позиції отримання її власником доходу, то порушення кожного з елементів системи (відмова в обліку права власності, неможливість реалізації одного з прав, що випливає з права володіння ЦП, піддання сумніву угоди Про придбання ЦП, перешкоди в отриманні дивідендів, відсотків або у відчуженні ЦП) можна оцінити з погляду додаткових фінансових вкладень, необхідних для приведення цієї системи і кожного з її елементів у збалансований стан, і, доцільності цих вкладень щодо кінцевого фінансового результату - отримання доходу. Інвестор<sup>1</sup> прагне до збільшення фінансового результату ( $\Phi P$ ) операції з ЦП, який визначається Як дохід з цього ЦП ( $D$ ), отриманий у будь-якій законній формі, за вирахуванням витрат, пов'язаних:

- а) із придбанням ЦП (вартість пакета ЦП відповідно до умов придбання) ( $\text{ЦЦ}$ );
- б) з користуванням цим ЦП ( $\text{ВО}$ )

$$\Phi P = D - (\text{ЦЦ} + \text{ВО}_{\text{цп}}) \quad (2)$$

Сукупні витратні не пов'язані з оплатою ЦП відповідно до умов їх придбання, називаються *вартістю обслуговування цінних паперів* ( $\text{ВО}_{\text{уп}}$ )<sup>4</sup>.



**Рис. 1. Схема відображення впливу юридичних фактів на об'єкт управління у двовимірному просторі при небажаний події (а), при бажаній події (б), при нейтральній події (в)**

Практика показує, що до обставин, які належать до чинників ризику інвестора на РЦП України, відносять:

- 1) зміну вимог до обліку прав власності на ЦП;
- 2) зміну вимог до обслуговування ЦП; ,
- 3) втрату реєстру або інформації про інвестора як власника ЦП;
- 4) штучні обмеження в користуванні правами щодо ЦП;
- 5) збільшення вартості послуг професійних учасників РЦП;

- 6) несумлінність інших сторін угоди;
- 7) визнання угоди про придбання інвестором ЦП сумнівною чи недійсною;
- 8) банкрутство емітента.

Детальний аналіз кожної з перерахованих обставин дає змогу виявити функціональні залежності вартості обслуговування ЦП за кожною із заданих характеристик (у часі ( $t$ ), по регіонах ( $S$ ), залежно від виду ЦП ( $ЦП$ ) і виду емітента ( $£$ ));

$$BO_{£n} = F_1(*, S, ІЩ, £), \quad (3)$$

і оцінити чинники ризику у вартісному вираженні як, складову  $BO_m$  із погляду планованого фінансового результату операції з ЦП;

$$\Phi P = Ц_{пр} F_2(t, S, ЦП, E), \quad (4)$$

де  $Ц_{пр}$  - Ціна продажу.

Тут навмисно не розглядаються такі загальновідомі чинники ризику, як політична нестабільність, зміни податкового законодавства, "стрибки" біржових котирувань та ін., оскільки їхній вплив може бути враховано у величині ціни продажу поза залежністю від вартісних чинників обслуговування цінних паперів.

Права щодо ЦП залежать від виду ЦП і визначаються чинним законодавством. У науковій літературі зустрічаються різні класифікації ЦП: за призначенням і використанням, за методом формування доходу, за методом погашення, за характером емітента тощо. Вибір критерію класифікації залежить від мети дослідження і доволі широкий. Виходячи з цілей інвестування, визначених Законом "Про державне регулювання РЦП в Україні" від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР, а також характеристик ЦП як носія певних прав, для визначення економічної суті використання прав щодо ЦП доречно провести класифікацію ЦП саме за критерієм прав, наданих їхньому власнику - інвестору (табл. 1).

Відповідно до прийнятої класифікації прав щодо ЦП, розрізняють права інвесторів: 1) на управління емітентом; 2) отримання доходу; 3) отримання інформації; 4) частину майна при ліквідації емітента; 5) відчуження ЦП у межах обмежень, передбачених законодавством.

Одна з об'єктивних реалій РЦП в Україні сьогодні - труднощі при реалізації інвестором його прав на участь в управлінні АТІ. Не аналізуючи глибоко причини цього явища, можна говорити про необхідність подолання інвестором виникаючих труднощів і захисту його законних прав на управління емітентом. Усе це зумовлює витрати інвестора, пов'язані з реалізацією<sup>1</sup> його прав на управління емітентом, що становлять вартість обслуговування ЦП з управління ( $BO_v$ ). Центральні органи виконавчої влади видають нормативні документи, що зміцнюють право інвестора на управління, що в багатьох випадках сприяє зменшенню величини  $BO_u$  для інвестора. Право власника ЦП на отримання доходу передбачено Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" від 18.06.1991 р. № 1201-XII для окремих видів ЦП. Порядок реалізації права на отримання доходу регламентується Законами України "Про господарські товариства" від 19.09.1991 р. № 1576-XII, "Про оподаткування прибутку підприємств" від 01.28.12.1994 р. № 334/94-ВР, нормативними актами ДПАУ і ДКЦПФР.

Як вже зазначалося, під поняттям "дохід" розуміють суму коштів чи вартість майна, отриману платником податку від продажу, обміну чи інших способів відчуження ЦП і деривативів, збільшену на вартість яких-небудь матеріальних цінностей чи нематеріальних активів, що передаються платнику податку в зв'язку з таким продажем, обміном чи відчуженням. До складу доходів включають також суму будь-якої заборгованості платника податку, що погашається у зв'язку з таким продажем, обміном чи відчуженням.

Таблиця 1

Класифікація ЦП за основними правами, наданими їхньому власнику

Вид, тип, категорія ЦП	Право на:				
	управління емітентом	отримання доходу	отримання інформації про емітента	частку майна при ліквідації	вільне відчуження ЦП
Акція - проста - привілейована	+	+	+	+	+
Облігація внутрішніх та місцевих позик	-	+	-	-	-f***
Облігація підприємств	-	+	-	-	-(-***
Облігація зовнішніх державних позик України і	-	+	-	-	+***
Ощадні сертифікати: - строкові - до запитання	-	++	-* -*	-	+
Вексель	-	+	-*	-	+
Приватизаційні папери	-	-	-	-	-
Казначейські зобов'язання республіки	-	+	-	-	+
Інвестиційні сертифікати: - закритого фонду - відкритого фонду	-** -**	+	++	++	+
Похідні ЦП	-	-	-	-	*

\*— в осягах, передбачених умовами випуску,

\*\* - опосередкована участь в управлінні емітентом при досягненні визначеної величини пакета ЦП,

\*\*\*- обмеження на обіг можуть встановлюватися умовами випуску.

Примітка:

Позначкою "+" позначена наявність відповідного права власника ЦП, позначкою "-" відсутність або обмеження права.

Залежно від виду ЦП дохід за ними нараховується і виплачується у вигляді дивідендів чи відсотків і враховується за загальними принципами оподаткування як для фізичних, так і для юридичних осіб. Витрати інвестора, пов'язані з отриманням, обліком, оподаткуванням доходу від ЦП, становлять вартість обслуговування ЦП з доходу (ВО<sub>з</sub>). о'

Варто окремо розглянути структуру платежів платника податку, що можуть зараховуватися до витрат, з метою оподаткування.

Право інвестора на отримання інформації про емітента ЦП у зв'язку з умовами випуску передбачено Законом України "Про Цінні папери і фондову біржу" для усіх видів ЦПЦ за винятком ПП і казначейських зобов'язань, республіки. Право отримання додаткової інформації про емітента, обсяги і порядок дотримання для окремих видів

ЦП визначаються, відповідно до вимог Законів України “Про господарські товариства”, “Про інститути спільного інвестування (пайові<sup>1</sup> та корпоративні інвестиційні фонди)”, інших законодавчих актів, Як правило, обсяг інформації про емітента, що публікується, недостатній для прийняття інвестиційних рішень. Для здійснення виконання контролюючих функцій на ринку ЦП видаються нормативні документи, що сприяють розкриттю інформації про емітента і зміцнюють права інвестора на отримання інформації. Так, одержати інформацію про емітента інвестор може:

- у самого емітента (головним чином залежить від внутрішніх положень і традицій емітента щодо розкриття інформації”);
- через ДКЦПФР (немає Можливості отримання іншої інформації, крім тієї, що підлягає обов’язковій публікації, — на комп’ютерних сайтах і в періодичних виданнях комісії);<sup>1</sup>
- на фондовій біржі (про більшість емітентів інформації або немає, або вона несистематизована, невідомо, до якої, з восьми зареєстрованих фондових бірж варто звертатися за інформацією про певного емітента. Крім того, порядок надання і способи фінансування надання зазначеної інформації,<sup>1</sup> як правило, не регламентовані законодавством)<sup>1</sup>; ,
  - у періодичних виданнях.

Найбільш простий і поширений спосіб отримання інформації - з періодичних видань. Оскільки обсяг такої інформації найчастіше недостатній, дії інвестора, пов’язані з реалізацією його, права на отримання інформації про емітента, мають конкретне вартісне вираження, що залежить від глибини вивчення інформації, наявних джерел отримання інформації й інших чинників, і становить вартість обслуговування ЦП за інформацією -ч БО.

Випадки припинення діяльності емітента ЦП – юридичної особи – і порядок реалізації права інвестора на частину майна ,при ліквідації емітента регламентуються Законом України “Про господарські товариства”, а також статутом емітента. Особливості ліквідації окремих емітентів регулюються законом України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”; Указом Президента України “Про інвестиційні фонди ,й інвестиційні компанії”.

У разі припинення діяльності емітента після оголошення його банкрутом порядок Ліквідації і реалізації прав інвестора на частину майна емітента-банкрута визначається Законом України “Про відновлення платоспроможності боржника чи визнання його банкрутом”.

Залежно від конкретних обставин, пов’язаних з<sup>1</sup> ліквідацією емітента, інвестор змушений буде здійснити витрати, перш ніж отримає дохід від частини ліквідованого майна (участь у процедурах у зв’язку з банкрутством, отримання інформації у зв’язку з банкрутством та ін.), що становлять вартість обслуговування ЦП з ліквідації -ВО<sub>л</sub>.

Відповідно до ст. 194 Цивільного Кодексу України, до особи, яка набула права власності на цінні папери, переходять усі права, які ними посвідчуються. Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок”, Указ Президента України “Про інвестиційні фонди й інвестиційні компанії”; Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, інші акти законодавства встановлюють обмеження на вільний обіг окремих видів і категорій ЦП.

Разом з тим поширена практика нав’язування штучних обмежень щодо права інвестора вільно розпоряджатися ЦП; наприклад, введення особливих вимог у’ статут і внутрішні положення .емітента, в умови і порядок проходження документів з переходу права власності на ЦП та ін. Відповідні додаткові витрати інвестора становлять вартість обслуговування ЦП за розпорядженням - БО .

Використання кожного з наданих законодавством прав щодо ЦП також пов'язано з додатковими витратами інвестора, що, як правило, випереджають отримання доходу з ЦП і зменшують фінансовий результат операції з ЦП. У загальному випадку витрати інвестора на другому ступені реалізації прав становлять вартість обслуговування прав щодо ЦП:

$$BO_n = BO_y + BO_d + BO_u + BO_n + BO_p. \quad (5)$$

Визначені в ході двоступеневого аналізу складові вартості обслуговування з фіксації  $BO_\phi$  і реалізація прав із ЦП ( $BO_J$  разом становлять вартість обслуговування ЦП  $-BO_m$ :

$$BO_m = BO_\phi + BO_n.$$

У результаті аналізу зіставлення вимог законодавства з вартістю обслуговування цих вимог проведена класифікація складових вартості обслуговування ЦП за реальними обставинами, що визначає чинники ризику інвестора. Для оцінювання чинників ризику відповідно до діючих вимог використовуються абсолютні значення вартості обслуговування ЦП і умови угод щодо ЦП.

Методи оцінювання інвестиційного ризику на ринку цінних паперів різноманітні (статистичний аналіз, факторний аналіз, метод експертних оцінок, економіко-математичне моделювання тощо). Водночас немає загальноприйнятої методики оцінювання інвестиційного ризику, методики аналізу інвестиційного ризику різних цінних паперів. Проблема оцінювання інвестиційного ризику практично зводиться до визначення окупності інвестицій у конкретні види цінних паперів.

У статистичному аналізі величина (або рівень) ризику вимірюється двома категоріями – середнім очікуваним значенням (дисперсією) і коливанням (варіацією) можливого результату. Дисперсія при цьому вимірює можливий середній результат, варіація показує ступінь відхилення очікуваного середнього значення від фактичної середньої величини. Дисперсія за оцінки фінансового ризику являє собою середньозважену величину з квадратів відхилень дійсних фінансових результатів ризикованих вкладень від середніх очікуваних:

$$\sigma^2 = (\chi - \bar{\chi})^2 / n.$$

де  $\sigma$  - дисперсія;

$\chi$  - очікуване значення ризику для кожного випадку вкладення фінансових ресурсів;

$\bar{\chi}$  - середнє очікуване значення фінансового ризику;  $n$  - кількість вкладень фінансових ресурсів (частота).

Дисперсія характеризує абсолютне коливання частоти фінансового ризику, а коефіцієнт варіації показує відносний ступінь коливання й розраховується за такою формулою:

$$V = (\sigma / \bar{\chi}) \cdot 100,$$

де  $V$  - коефіцієнт варіації; <sup>1</sup>

$\sigma$  - середньоквадратичне відхилення;  $\bar{\chi}$  -

середнє очікуване значення фінансового ризику.

Коефіцієнт варіації може змінюватися від 1 до 100%. Чим він вищий, тим сильніше коливання. Установлено таку якісну оцінку різних значень коефіцієнта варіації: до 10% - слабе коливання фінансового ризику вкладень; 20-25% - середнє, помірне; понад 25% - високе. За використання дисперсії та варіації враховують, що фінансовий ризик має математично визначену вірогідність отримання фінансового результату. Її можна визначити експертним шляхом або на підставі математичних розрахунків частот ступеня фінансового ризику. Статистичні методи в сучасних умовах беззаперечно основні<sup>1</sup> методи оцінювання фінансових ризиків підприємства. Широко використовуються й інші аналітичні методи їх оцінювання.



Найбільш перспективний - факторний аналіз фінансових ризиків. Наприклад, диверсифікований інвестиційний ризик оцінюють за наявністю перспектив розвитку об'єкта інвестицій, рівнем конкуренції, кількістю укладених угод та отриманих, замовлень і т. д., а недиверсифікований - за ставкою банківського відсотка за кредитами, інфляційним очікуванням, загальним тенденціям розвитку економіки країни. Розраховуються коефіцієнти ділової активності, фінансової стійкості, визначається вірогідність настання банкрутства.

Останнім часом активно використовується метод експертних оцінок. Складаються різні порівняльні характеристики рівня ризику, визначаються рейтинги, готуються аналітичні експертні огляди. Кожен спеціаліст щодня виступає в ролі експерта, приймаючи те чи інше важливе рішення. Крім того, особливо важливі рішення можуть прийматися групою експертів.

Один з методів оцінювання фінансових ризиків - економіко-математичне моделювання. Головне при цьому-зробити правильний вибір моделі відповідно до конкретної ситуації. Природно, потрібно враховувати суб'єктивний характер тієї чи іншої обраної моделі й робити поправку на деяку схематичність, надлишкову зарегульованість або заданість фінансової ситуації. Проте саме моделі дають змогу загалом спрогнозувати конкретну ситуацію та оцінити можливу вірогідність фінансового ризику. Дуже перспективна комп'ютерна імітація фінансового ризику підприємства. Зараз є певний набір готових програмних продуктів з його оцінки. Майже кожне підприємство має можливість виконати моделювання фінансового ризику індивідуально. За економіко-математичного моделювання вибір критеріїв (цільової функції) і чинників (системи обмежень) пов'язаний зі стратегічною метою емітента або інвестора, який проводить моделювання. Важливе значення має місце галузі, до якої належить емітент, на ринку цінних паперів. Негативні характеристики галузі такі: високий ступінь демонополізації, велика кількість власників, тривалий виробничий спад.

Перспективний метод соціально-економічного експерименту, який передбачає проведення окремих експериментів за типовими фінансовими ситуаціями. Недолік методу – несвоєрідність багатьох фінансових ситуацій, що ускладнює розповсюдження висновків, отриманих у результаті окремих експериментів, на велику кількість конкретних аспектів фінансового життя підприємства.

На практиці за оцінки фінансового ризику широко використовується метод аналогій. Спеціалісти, фінансові менеджери на основі різних публікацій або практичного дьсвіду інших підприємств оцінюють вірогідність настання певних подій, отримання конкретного фінансового результату, ступінь фінансового ризику. На основі методу аналогій будуються фінансова стратегія й тактика багатьох підприємств. Однак потрібно враховувати, що кожне підприємство має значну кількість притаманних тільки йому особливостей кадрового, сировинного, галузевого характеру. Оцінювання ризику - своєрідне мистецтво, яке базується на поєднанні наукових методик та інтуїції експертів, аналітиків; на одночасному врахуванні великої кількості суперечливих чинників; використанні різноманітних теоретичних підходів і знання прецедентів практики.

Систематичний ризик доволі точно прогнозується фундаментальними методами вивчення ринкової кон'юнктури. Аналіз кон'юнктури передбачає відстежування як поточного стану ринку, так і прогноз його розвитку. Спостереження, оцінка й виявлення тенденцій розвитку ринку об'єднані поняттям "моніторинг". Фундаментальні методи використовуються за довготермінового прогнозування й базуються на аналізі сукупності макроекономічних показників. Вони розробляються й використовуються службами кон'юнктурного передбачення, створеними при науково- дослідних інститутах і університетах, товарних і фондових біржах.

Упродовж останніх десятиліть у США, Японії та західних європейських країнах було проведено велику теоретичну роботу з вимірювання ризику за інвестування в різні фінансові інструменти та його використання в оцінці дохідності інвестицій.

Загальновідомо, що дві основні складові цієї теорії такі:

1. Чинник "бета", який вимірює ризик вкладень інвестицій.
2. Модель оцінки капітальних активів (capital asset pricing model – CAPM), яка пов'язує ризик, який вимірюється за допомогою чинника "бета", з рівнем очікуваної дохідності фінансових інструментів.

Чинник "бета" – це показник не диверсифікованого ризику, який демонструє, як реагує курс цінного папера на ринкові сили (чим більше, тим вищий чинник "бета" для цього цінного папера).

Чинник "бета" розраховують на основі взаємозв'язку фактичної дохідності цінних паперів і фактичної ринкової дохідності (остання зазвичай розраховується як середній показник дохідності всіх або великої кількості акцій). Чинник "бета" для всього фондового ринку дорівнює 1; усі інші його значення розглядаються відносно цієї величини. "Бета" може бути як додатним, так і від'ємним, хоча майже всі значення цього показника зазвичай позитивні, і більшість акцій мають "бету" в діапазоні від 0,5 до 1,75.

На Заході основна частина брокерських фірм і видавництв фінансових видань публікує чинники, "бета" для широкого спектра цінних паперів. Чим вищий чинник, тим більший ризик має цінний Папір (табл. 2).

Таблиця 2

Взаємозв'язок чинника "бета" та ризику

"Бета"	Рух акцій	Ступінь впливу ринку на цінні папери
2.0	Рухаються в тому самому напрямі, що й ринок	У два рази чутливіші на зміни порівняно з ринком
1.0		Так само чутливі або ризиковані, як і ринок
0,5		У два рази менш чутливі за ринок
0		Не залежать від змін ринку
-0,5	Рухаються в протилежному напрямі порівняно з ринком	У два рази менш чутливі за ринок
-1.0		Так само чутливі або ризиковані, як і ринок
-2.0		У два рази чутливіші на зміни порівняно з ринком

Отже, "бета" показує тип реакції цінного папера на дії ринкових сил. Наприклад, якщо очікується, що ринкові процеси призведуть до 100% зростання ставки дохідності впродовж останнього періоду, тоді на акції зі значенням "бети" 1,5 очікувалось би збільшення доходу в цей період приблизно на 15% (1,5\*10%).

Для акцій, у яких значення "бета" додатне, збільшення ринкової дохідності призводить до зростання дохідності цінних паперів. На жаль, зменшення ринкової дохідності зумовлює протилежну ситуацію. І в цьому полягає ризик. У попередньому прикладі, якщо очікується падіння ринкової дохідності на 10%, то за акціями з "бетою" 1,5 очікується зменшення дохідності на 15%. Оскільки чинник для цих акцій більше 1, то вони сильніше реагують, ніж ринок, маючи 15% зниження своєї дохідності порівняно з 10% зменшенням дохідності ринкового портфеля. Акції, "бета" яких менший за 1, звичайно, не будуть такими чутливими до змін ринкової дохідності. Відповідно, вони вважаються менш ризикованими.

Для того, щоб формалізовано пов'язати поняття ризику й дохідності з чинником "бета", використовують модель оцінки капітальних активів (МОКА), розроблену американськими економістами У. Шарпом і Дж. Лінтером у середині 60-х рр.

Чинник "бета" як показник недиверсифікованого ризику використовується в моделі для визначення очікуваної норми дохідності інвестицій відповідно до рівняння:

$$\text{Очікувана дохідність} = \text{Дохідність безризикових активів} + \text{«бета»} \times (\text{Ринкова дохідність} - \text{Дохідність безризикових активів})$$

де очікувана дохідність – це дохідність інвестицій за даного рівня ризику, який вимірюється за допомогою чинника "бета";

ринкова дохідність – середня дохідність усіх цінних паперів;

дохідність безризикових активів - це дохідність, яку можна отримати на вільні від ризику інвестиції.

Потрібно зазначити, що очікувана дохідність зростає зі збільшенням чинника "бета".

Графічне відображення моделі оцінки капітальних активів називається кривою ринку цінних паперів (Security Market Line - SML). Ця крива показує очікувану дохідність, яку бажав би отримати інвестор на ринку цінних паперів для кожного рівня недиверсифікованого ризику.

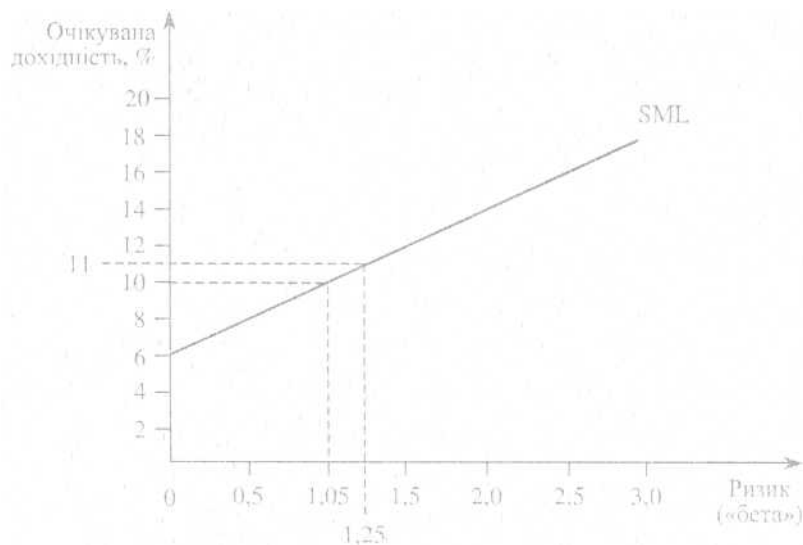


Рис. 2. Лінія ринку цінних паперів (SML)

Моделю можна побудувати, обчисливши очікувану дохідність для різних значень чинника "бета", залишаючи постійними ставку дохідності безризикових активів і ринкову дохідність. Наприклад, за ставки дохідності безризикових активів, що дорівнює 6%, і ринкової дохідності в 10% очікувана буде дорівнювати 11%, якщо чинник "бета" дорівнює 1,25. Якщо збільшити його до 2, то дохідність становитиме 14%. Аналогічно можна знайти її для різних значень "бета" та закінчити наступними комбінаціями ризику й очікуваної дохідності.

Ризик ("бета")	Дохідність, %
0,00	6
0,5	8
1,0	10
1,5	12
2,0	14
2,5	16

Наносячи ці величини на графік, можна отримати пряму лінію, яка показує, що зі збільшенням очікуваної дохідності ризик зростає (рис. 2).

Лінія ринку цінних паперів чітко показує компроміс між ризиком і дохідністю. Якщо чинник "бета" 0, очікувана дохідність дорівнює ставці дохідності безризикових активів 6%; якщо він дорівнює 1, - ринковій дохідності 10%. За цих значень очікувана дохідність інвестицій, для яких "бета" дорівнює 1,25, становить 1%.

Дослідження процесів інвестування на РЦП дають змогу, визначити вартість обслуговування ЦП у функціональній залежності від часу, характеристик ЦП та емітента у регіональному аспекті.

Облік вартості обслуговування ЦП у фінансовому результаті операції з ЦП - основа для оцінювання чинника ризику інвестора на українському РЦП.

#### *Література*

1. Цивільний Кодекс України від 16.01.2003р. № 435-IV.
2. Закон України "Про інвестиційну діяльність" від 18.09.1991 р. №1560-XII.
3. Закон України "Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10.12.1997р. № 710/97-ВР.
4. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15.03.2001 р. № 2299-111.
5. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28.12.1994р. № 334/94-ВР.
6. Закон України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом" від 14.05.1992р. № 2343-XII.
7. Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" від 18.06.1991 р. № 1201-XII.
8. Закон України "Про господарські товариства" від 19.09.1991 р. № 1576-XII.
9. Закон України "Про державне регулювання РЦП в Україні" від 30. 10.1996 р. № 448/96-ВР.
10. Указ Президента України "Про інвестиційні фонди й інвестиційні компанії" від 19.02.1994 р. №55/94.
11. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. - М.: Дело, 1999. - 1008 с.
12. Гусева И. А. Практикум по рынку ценных бумаг. - М.: Юристы, 2000. - 320 с.
13. Едренова В. Н., Мизиковский Е, А. Учет и анализ финансовых активов: акции, облигации, векселя. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 272 с.
14. Инвестиционно-финансовый портфель. Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового посредника. Отв. ред. Ю. Б. Рубин. В. И. Солдаткин. - М., 1993.
15. Капитоненко В. В. Инвестиции и хеджирование: Учеб.-практ. пособие для вузов. - М.: ПРИОР, 2001. - 240 с.
16. Касимов Ю. Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. М.: Филить. 1998. - 144 с.
17. Комаринський Я., Яремчук і. Фінансово-інвестиційний аналіз: Навч. посів. - К.: "Українська енциклопедія" ім. М. П. Бажана, 1996. - 300с.
18. Кондрашихін А. Інвестиційні ризики Українського ринку цінних паперів, Фінанси. податки, кредит. - 2003 р.
19. Маршалл Дж. Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1998. - 784 с.
20. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні. - К.: Лібра, 1998. - 392с.