

Павло Михайлович ЛІХНОВСЬКИЙ

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри аудиту, ревізії та аналізу,
Тернопільський національний економічний університет
E-mail: pavlo.lihnovskij@gmail.com

**ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ АНАЛІЗ У ПРИЙНЯТТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ НА
ФОНДОВОМУ РИНКУ**

Ліхновський, П. М. Фундаментальний аналіз у прийнятті інвестиційних рішень на фондовому ринку [Текст] / Павло Михайлович Ліхновський // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 17. – № 1. – С. 215-223. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. Визначення справедливої вартості будь-якого активу є творчим та досить складним завданням, вирішення якого вимагає від аналітика чіткого розуміння різноманітних економічних процесів та явищ. Тому здійснення коректного та об'єктивного аналізу потребує високого рівня професіоналізму, чіткого розуміння факторів, що впливають на результат оцінки, точного знання методик і підходів аналізу. Проведення аналізу цінних паперів необхідно з метою прийняття грамотних управлінських рішень щодо фінансових інвестицій. В умовах вітчизняної економіки визначення справедливої вартості акцій та формулювання висновку щодо їхньої інвестиційної привабливості є особливо складним завданням. Практичні проблеми, пов'язані із побудовою довгострокових макроекономічних та галузевих прогнозів; обмеженість українського фондового ринку; відносно невелика кількість угод купівлі-продажу, а також невеликий обсяг доступної достовірної фінансової інформації про емітентів та угоди суттєво ускладнюють роботу аналітика. Класичні методи оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування коливання цін на його цінні папери базуються на двох принципово відмінних підходах – фундаментальному та технічному. Проблематика використання фундаментального аналізу для оцінки цінних паперів на фондовому ринку розкривається у працях багатьох вчених-економістів. Однак, незважаючи на значну розробленість цієї теми, питання застосування фундаментального аналізу залишаються дискусійними. Тому актуальним є дослідження використання фундаментального аналізу в умовах вітчизняного фондового ринку як інструмента підвищення ефективності прийняття інвестиційних рішень, зокрема розробки алгоритму проведення такого аналізу з позицій доходності, ризику та ліквідності.

Мета. Дослідити теоретичні засади фундаментального аналізу та порівняти підходи до його проведення для розробки алгоритму здійснення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів та рекомендацій щодо ухвалення інвестиційних рішень на вітчизняному фондовому ринку.

Метод (методологія). У статті застосовано методи індукції та дедукції, порівняльний аналіз, метод абстракції і формальної логіки для узагальнення поглядів вчених щодо поняття “фундаментальний аналіз” та уточнення його економічної сутності. Для розробки алгоритму проведення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів на основі фундаментального аналізу використано аналіз та синтез, індукцію і дедукцію, порівняння, групування та графічний метод для наочного ілюстрування.

Результати. Уточнено трактування сутності поняття “фундаментальний аналіз”, що розглядається як процес дослідження ключових факторів, які впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень. З'ясовано, що ключовий принцип фундаментального аналізу базується на тому, що істинна цінність цінного паперу емітента може бути зіставлена з його фінансовими характеристиками. Встановлено, що аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів, який заснований на принципах фундаментального аналізу, повинен володіти чітким дедуктивним спрямуванням дослідження – від глобальних оцінок через макрорівень до розгляду на макрорівні цінних паперів окремого емітента. Запропоновано алгоритм аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для ухвалення інвестиційних рішень на фондовому ринку.

Ключові слова: оцінка; інвестиційна привабливість; цінні папери; емітент; справедлива вартість; акція.

Pavlo Mykhaylovych LIKHNOVSKIY

PhD in Economics,
Lecturer,
Department of Audit, Revision and Analysis
Ternopil National Economic University
E-mail: pavlo.lihnovskij@gmail.com

FUNDAMENTAL ANALYSIS IN INVESTMENT DECISIONS IN THE STOCK MARKET

Abstract

Introduction. Determination of the fair value of any asset is creative and challenging task. Its solution requires the a clear understanding of various economic processes and phenomena from an analyst. Therefore, the implementation of correct and objective analysis requires a high level of professionalism, a clear understanding of the factors, that influence the evaluation result, knowledge of analysis techniques and approaches. The analysis of securities is necessary in order to take skilled managerial decisions as for financial investments. In terms of the domestic economy a determination of the fair value of the shares and the formulation of a conclusion as for their investment attractiveness are the difficult tasks. Practical problems are associated with the construction of long-term macroeconomic and sectoral forecasts; limitations of Ukrainian stock market; relatively small number of transactions, and small amount of available reliable financial information about the issuer and the agreements. All these things complicate the work of the analyst. Classical methods for assessing the market value of the issuer and forecasting price fluctuations on its securities are based on two fundamentally different approaches - fundamental and technical. Issues of using of fundamental analysis for the evaluation of securities on the stock market is revealed in the writings of many scientists and economists. However, despite the significant elaboration of this theme, the issue of the use of fundamental analysis remains debatable. Therefore, the current study about the fundamental analysis use in terms of Ukrainian stock market as a tool for improving the efficiency of investment decisions is actual. That is, the development of an algorithm of fundamental analysis from the position of return, risk and liquidity should be considered.

Purpose. To explore the theoretical principles of fundamental analysis; compare approaches to its implementation to develop an algorithm; analyze the investment attractiveness of securities and recommendations for investment decisions in the domestic stock market.

Method (methodology). The methods of induction and deduction, comparative analysis, the method of abstraction and formal logic to summarize the views of scientists on the concept of "fundamental analysis" and clarify its economic substance are used in the paper. The methods of synthesis and analysis, induction and deduction, comparison, grouping and graphical method for visual illustration are used to develop the algorithm for the conduction of investment attractiveness analysis of securities on the basis of fundamental analysis.

Results. It has been clarified the interpretation of the essence of the concept of "fundamental analysis", which is seen as a process of research of the key factors that affect equity prices to determine the fair value of the asset, investment risk and expected return for rational management decisions. It was found that a key principle of fundamental analysis is based on the fact that the true value of the issuer's securities can be matched with its financial performance. It is established that the investment attractiveness analysis of securities which is based on the principles of fundamental analysis, should have a clear deductive direction of research, that is, from global assessments through macrolevel to consideration of securities of certain issuers at the macro level. It has been proposed an algorithm for the investment attractiveness analysis of securities for investment decisions in the stock market.

Keywords: evaluation; investment attractiveness; securities issuer; the fair value of share.

JEL classification: G11, G12, G15, G17

Вступ

Визначення справедливої вартості будь-якого активу є творчим та досить складним завданням, вирішення якого вимагає від аналітика чіткого розуміння різноманітних економічних процесів та явищ. Тому здійснення коректного та об'єктивного аналізу потребує високого рівня професіоналізму, чіткого розуміння факторів, які впливають на результат оцінки, точного знання методик і підходів аналізу.

Проведення аналізу цінних паперів необхідно з метою прийняття грамотних управлінських рішень щодо фінансових інвестицій. В умовах вітчизняної економіки визначення справедливої вартості акцій та формулювання висновку щодо їхньої інвестиційної привабливості є особливо складним завданням. Практичні проблеми, пов'язані із побудовою довгострокових макроекономічних та галузевих прогнозів; обмеженість українського фондового ринку; відносно невелика кількість угод купівлі-продажу, а також невеликий обсяг доступної достовірної фінансової інформації про емітентів та угоди суттєво

ускладнюють роботу аналітика.

Класичні методи оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування коливання цін на його цінні папери базуються на двох принципово відмінних підходах – фундаментальному та технічному.

Фундаментальний аналіз спирається на інтерпретацію показників діяльності емітента у зовнішньому середовищі (економічна та політична ситуація, законодавство, кон'юнктура ринку та інше). Він складається з двох ключових стадій: аналіз загальної ситуації в країні, галузі або регіоні та аналіз емітента цінного паперу, його фінансового стану і результатів діяльності на ринку.

Технічний аналіз є використанням циклічних та прогнозованих моделей коливання курсів акцій для одержання прибутків від купівлі-продажу акцій. Він базується на вивченні минулих коливань ціни активу, на відміну від фундаментальних факторів майбутньої доходності емітента. Технічні аналітики вважають, що дані про минулі коливання цінного паперу та обсягів продажу є індикаторами майбутніх коливань курсу.

В дослідженні основну увагу буде зосереджено на застосуванні фундаментального аналізу як інструмента визначення інвестиційної привабливості цінного паперу з метою ухвалення рішень щодо фінансового інвестування.

Концептуальні засади аналізу цінних паперів з використанням фундаментального аналізу заклали у своїх працях С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок [1], М. Томсет [2], У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі [3], Дж. Швагер [4], Х. Кім [5], Б. Грехем [15], Дж. Рітч [19]. Серед науковців, які зробили вагомий внесок у дослідження та розвиток проблем використання фундаментального аналізу для оцінки цінних паперів на фондовому ринку, варто відзначити праці П. Кларка [6], К. С. Царихіна [7], О. Сохацької [8], К. В. Криничанського [9], Е. Наймана [10], З. Боді, А. Кейна, А. Маркуса [11], А. П. Іванова [12], В. В. Твардовського, С. В. Паршикова [13], А. Дамодарана [14], У. Баффетта [16], В. Якимкіна [17] та ін.

Незважаючи на значну розробленість цієї проблематики, питання застосування фундаментального аналізу залишаються дискусійними. нині виникла необхідність дослідженні використання фундаментального аналізу в умовах вітчизняного фондового ринку як інструмента підвищення ефективності прийняття інвестиційних рішень, зокрема розробки алгоритму проведення такого аналізу з позицій доходності, ризику та ліквідності. З огляду на це тема обраного дослідження набуває особливої актуальності.

Мета та завдання статті

Метою статті є опрацювання теоретичних засад фундаментального аналізу, порівняння підходів до його проведення для розробки алгоритму здійснення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів та вироблення рекомендацій щодо ухвалення інвестиційних рішень на вітчизняному фондовому ринку.

Реалізація мети дослідження зумовила виявлення та розв'язання таких завдань: поглибити розуміння сутності поняття “фундаментальний аналіз” і внести уточнення в його трактування; розкрити підходи до проведення фундаментального аналізу; запропонувати удосконалений алгоритм аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку, що заснований на фундаментальному аналізі.

Виклад основного матеріалу дослідження

Термін “аналіз” широко використовують практично у всіх сферах науки. В економічній літературі поняття трапляється у багатьох словосполученнях: “економічний аналіз”, “фінансовий аналіз”, “аналіз господарської діяльності”, “технічний аналіз” і “фундаментальний аналіз”.

Фундаментальний аналіз розглядається як самостійний підхід, що застосовується аналітиками та інвесторами на ринку цінних паперів у процесі ухвалення інвестиційних рішень. Завдання цієї сфери фінансових знань – аналіз окремих цінних паперів, спрямований на оцінку результатів укладання у них грошей.

Основоположниками західної теорії фундаментального аналізу прийнято вважати Б. Грехема та Д. Додда, які в 1934 році в США опублікували книгу “Аналіз цінних паперів”. У цій праці вперше було введено поняття “фундаментальний аналіз” і визначено його як інструмент для прогнозу майбутніх біржових цін на акції. При цьому предметом дослідження фундаментального аналізу, на думку дослідників, є “фінансові показники, доходи та дивіденди емітента акцій, а також стан економіки” [1, с. 21].

М. Томсетт дає визначення фундаментальному аналізу як процесу “дослідження стану економіки, галузі та фінансового стану емітента акцій з метою визначення ринкової вартості акцій емітента акцій” [2, с. 85].

Більшість економістів та аналітиків використовують термін “фундаментальний аналіз” як один із методів оцінки ринкової вартості акцій емітентів, які котируються на ринку, для того, щоб визначити майбутній потенціал їхнього зростання. Такий підхід, разом із з технічним аналізом, широко

використовують у західній практиці. Вчені-економісти У. Шарп, Г. Александер та Дж. Бейлі у своїй праці "Інвестиції" пишуть: "Фундаментальний аналіз виходить з того, що "істинна" (або внутрішня) вартість будь-якого фінансового активу рівна приведеній вартості всіх готівкових грошових потоків, які власник активу розраховує отримати в майбутньому" [3, с. 11]. Тобто йдеться про оцінку вартості акцій емітента на основі аналізу їхньої здатності приносити прибуток.

Постулатом фундаментального аналізу акцій є те, що акції успішних емітентів зростають в ціні, а вартість акцій збиткових акціонерних товариств знижується [4, с. 186]. Що більше доходів від бізнесу, співвласником якого є акціонер, то дорожче повинна коштувати частка (акції) в цьому бізнесі. І, навпаки, якщо акціонерне товариство безперервно зазнає збитків, якщо росте його заборгованість перед кредиторами, то вартість такого емітента зменшуватиметься.

Необхідною умовою ефективного застосування цього методу для оцінки вартості акцій є інформаційна відкритість та прозорість економіки загалом і емітентів зокрема [5, с. 748]. Тому правомірно зазначити, що в основі фундаментального аналізу акцій є процес збору та обробки інформації для визначення вартості акції. Сутність процесу полягає у виокремленні та оцінці кожного чинника, що впливає на попит та пропозицію на ринку акцій. При цьому оцінюють гнучкість попиту та пропозиції, стан економіки країни, виявляють зовнішні фактори, визначають попит і пропозицію на конкретний актив, наприклад, ціни на нафту, політичні події у світі, війни, девальвацію однієї валюти щодо іншої, загальний рівень цін, доступність кредиту [6, с. 73].

Особливістю фундаментального аналізу є його орієнтація на певне коло користувачів, зокрема інвесторів, які досліджують діяльність емітента з погляду визначення ризиків, доходності та ліквідності інвестицій у нього. Специфіка методів фундаментального аналізу полягає у застосуванні підходів, які використовують загалом в економічному та фінансовому аналізі емітента акцій.

Отже, фундаментальний аналіз застосовують у сфері ринку цінних паперів, а його мета – визначення ефективності інвестицій на основі оцінки ризику, доходності та ліквідності майбутніх вкладень.

Отож, виникає актуальна проблема дослідження можливостей та ефективності застосування фундаментального аналізу в умовах вітчизняного фондового ринку з метою ухвалення успішних інвестиційних рішень.

Питання фундаментального аналізу впродовж останніх років часто піднімається на сторінках монографій, навчальних посібників та публікацій, які присвячені ринку цінних паперів. Обговорення багатьох питань, висловлення власних думок у цій сфері на сторінках книг та статей у вузькому колі аналітиків, трейдерів або вчених-економістів відбувається безперервно, але часто це обговорення не має чітко визначеного предмета.

На думку К. Царіхіна: "Фундаментальний аналіз – це аналіз фундаментальних (тобто визначних, суттєвих) чинників, які впливають на курс цінних паперів" [7, с. 23]. О. Сохацька вважає, що "фундаментальний аналіз – це аналіз, що ґрунтується на фундаментальних уявленнях про взаємодію попиту й пропозиції та основних показників внутрішньої вартості активів" [8, с. 173].

К. Криничанський дає таке трактування: "Фундаментальний аналіз – це орієнтований на прийняття інвестиційних рішень аналіз ринку цінних паперів, спрямований на прогнозування основних параметрів ринку та базується на дослідженні факторів (макро – та мікроекономічних, політичних, природних і т. п.), що впливають на динаміку ринку" [9, с. 1].

Відбуваються обговорення та дискусії щодо дефініції "фундаментальний аналіз". Вчені та практики тлумачать можливість застосування фундаментального підходу до аналізу цінних паперів, подекуди змішуючи його з елементами технічного аналізу або недоречно їх протиставляють. Тому необхідно уточнити сутність поняття "фундаментальний аналіз".

Під поняттям "фундаментальний аналіз" слід розуміти процес дослідження ключових факторів, які впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень.

Основний об'єкт аналізу – фінансовий інструмент, цінний папір, що обертається на організованому ринку.

Мета фундаментального аналізу – визначення справедливої вартості цінного паперу та подальший моніторинг для ухвалення відповідних інвестиційних рішень. Порівнюючи одержану оцінку з поточним станом ринку, роблять висновок, наскільки переоцінений чи недооцінений цей товар [10, с. 113].

Проведене дослідження фахових джерел [1; 11-19] засвідчило, що практично всі "фундаментальні" підходи до аналізу цінних паперів є припущеннями про існування на ринку цінних паперів феномену подвійності "ціна – вартість", протиставляючи поняттю реальності поточної ринкової ціни акції поняття її "внутрішньої (дійсної) вартості", первісної щодо ринкової ціни.

Фундаментальний аналітик або інвестор свідомо, інтуїтивно або машинально припускає, що ціна акції чутлива до певного набору факторів (пов'язана через внутрішню вартість), які мають різну силу впливу, різний період розкриття, різну тривалість, може бути випадковою або непрогнозованою.

Попри наявність або відсутність зворотного зв'язку між акціями та емітентом, інвестора цікавить

поточна оцінка різниці між внутрішньою вартістю та ринковою ціною акції. Проте зауважимо, що доходність емітентів та ринкова ціна їх акцій певною мірою обумовлені зовнішніми факторами, і насамперед загальним станом економіки та фондового ринку.

Джерелом очікуваної доходності звичайних акцій є зростання курсу акцій, а не дивідендні виплати. Реальним стимулом інвестування є різниця цін у момент купівлі та продажу акцій. Оскільки надійний прогноз довгострокового майбутнього цін на акції неможливий, важливо не переплатити під час їх купівлі. Низька ціна купівлі повинна бути головним фактором безпеки інвестиційних вкладень.

Прогноз майбутнього руху цін звичайних акцій починають з аналізу минулих коливань показників їх цін та доходності. При тлумаченні минулої динаміки цін та доходності варто уникати спокуси механічно екстраполювати їх на майбутнє. Потрібно також врахувати вплив наявних і майбутніх змін, тобто сили соціальних, політичних та економічних перетворень, які здатні вплинути на рівень та мінливість доходності звичайних акцій.

Навіть стратегічний інвестор навряд чи може ігнорувати динаміку цін акцій та керуватися тим, що довгострокове зростання може покрити будь-які витрати. Звідси можна зробити два важливі висновки:

1. Визначаючи інвестиційні можливості конкретних цінних паперів, вкрай важливо оцінити рівень цін фондового ринку.

2. Проста екстраполяція даних за минулі періоди не дозволяє передбачати амплітуду та характер майбутніх змін цін на фондових ринках.

Останнім етапом оцінки акцій є вибір рівня капіталізації доходів або дивідендів. Загалом термін “рівень капіталізації” означає фактор, який використовують для визначення поточної вартості, прогнозованих нормальних доходів (мультиплікатор), або прогнозованого потоку дивідендів (ставка дисконтування). Зрештою, інвестори думають про дохід, який вони одержать після купівлі і продажу акцій. Тому велика частина інвестиційних досліджень мають на меті аналіз і оцінку окремих цінних паперів.

Західні дослідники виділяють два основоположних підходи у проведенні фундаментального аналізу [19, с. 252]. Традиційний аналіз стандартно передбачає підхід “зверху – вниз”, починаючи із загальноекономічного аналізу, потім переходить до аналізу стану галузі, і на кінець – до фундаментального аналізу стану емітента акцій. Існує й інший підхід, за якого інвестор здійснює аналіз “знизу – вгору”, розпочинає з мікрорівня, переходить до аналізу галузі та завершує економічною ситуацією країни та світової економіки [3, с. 814]. Обидва підходи є можливими і не суперечать один одному.

Існують три загальні концепції або підходи до аналізу й оцінки звичайних акцій.

Перший і найстаріший підхід полягає в оцінюванні майбутньої ринкової ефективності. Точніше, це не оцінювальний підхід, оскільки тут не здійснюється оцінка акцій поза ринком. Тому ми називаємо цей підхід передбаченням. Другий і третій підходи є оцінкою внутрішньої та відносної вартості.

У разі реалізації концепції передбачення інвестор отримує довгий перелік акцій, які “переграють” ринок наступних 6 – 12 місяців. Цей підхід базується на припущенні, що поточна ринкова ціна цілком адекватно віддзеркалює нинішню ситуацію для акцій, разом із загальною думкою (консенсусом) про їхнє майбутнє. Проте, ймовірно, що ціна через рік буде іншою, ніж сьогодні, або буде цілком адекватно показувати загальні умови та очікування для такого випуску акцій. Такий прогноз цін є досить ризикованим і є опосередкованим щодо професійного аналізу.

Аналітик цінних паперів повинен передбачати нову ситуацію і за допомогою детального дослідження позицій та перспектив емітента акцій у майбутньому повинен оцінити: позитивно чи негативно позначиться ця ситуація на ціні акцій. Таке тлумачення функцій аналізу передбачає, що проникливість і майстерність аналітика в справі аналізу публічно доступної інформації дозволяють точніше спрогнозувати майбутнє емітента акцій, ніж це можна зробити на основі поточної ринкової ціни. За такого підходу аналітик не прагне точно оцінити, скільки коштує акція насправді.

Використовуючи другий підхід, що різко контрастує із першим, аналітик намагається оцінювати акції незалежно від їх ринкової ціни. Оцінка внутрішньої вартості – це спроба визначити, скільки акції коштують насправді, тобто ту ціну, за якою вони продавалися б, якби нормальний ринок зміг їх правильно оцінити.

У незалежності цінності акцій багато назв, з яких найчастіше використовують категорію “внутрішня вартість”. Застосовують і наступні назви: “нормальна вартість”, “інвестиційна вартість”, “розумна вартість”, “справедлива вартість” та “оцінна вартість” [1, с. 50].

Третій підхід спрямований не на внутрішню, а на відносну вартість. За такого підходу аналітики не приймають ідею повної незалежності внутрішньої вартості від поточного рівня цін на акції, а натомість прагнуть визначити відносну вартість акції в межах терміну ринкового рівня цін, які існують. Наприклад, можна задати рівень капіталізації для конкретного випуску щодо рівня капіталізації доходів або дивідендів будь-якої обраної групи акцій, наприклад, український фондовий індекс ПФТС відносно поточного рівня капіталізації для групи галузевих акцій або порівняної групи акцій зростання, до яких

можна зарахувати оцінені акції.

Обираючи та обробляючи матеріали, потрібно враховувати не тільки їх значення і надійність, але й доступність та вигідність. Проте часто буває і так, що доводиться задовольнитись недостатньою інформацією, оскільки на отримання додаткової інформації доведеться витратити надмірні, не виправдані проблемою зусилля. Так буває із деякими аспектами повного аналізу емітента акцій, коли йдеться про короткострокові та нестійкі фактори (наприклад, переваги географічного розташування або сприятливі умови праці).

Фундаментальний аналіз розпочинається не з емітента акцій, а з середовища, в якому відбувається його діяльність. Під час прогнозування біржових курсів у такому середовищі виникає низка невизначеностей та проблем. Фундаментальний аналіз дозволяє подолати їх за допомогою використання системного підходу. Він охоплює три взаємопов'язаних сфери. Порядок проведення фундаментального аналізу акцій показані на рис. 1.

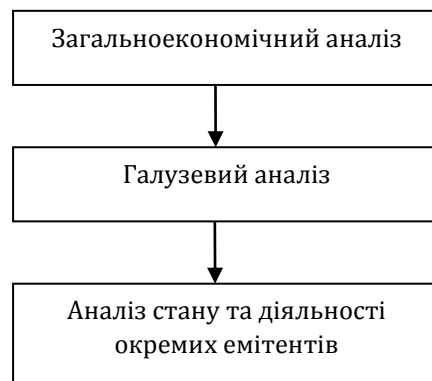


Рис. 1. Структура фундаментального аналізу [18, с. 234]

Загальноекономічний або макроекономічний аналіз, який має глобальний аспект, варто розпочинати з аналізу міжнародних факторів, які впливатимуть на діяльність фірми. Далі наведено характеристики ключових показників, які застосовують для оцінки економіки загалом [11, с. 570]. Тому аналіз перспектив розвитку підприємства-емітента за схемою “від загального до конкретного” повинен розпочатись із стану світової економіки. При цьому варто розглянути оцінки міжнародних фінансових організацій щодо перспектив розвитку національних економік, здійснити порівняльну оцінку ключових показників: ВВП країн, динаміку фондового ринку, рівня процентних ставок, грошово-кредитної політики провідних країн світу, обсягів світової торгівлі, коливання валютних курсів, свопів на кредитний дефолт.

Наступним етапом є аналіз основних економічних показників. Серед ключових макроекономічних індикаторів слід виділити: ВВП, індекс обсягів промислового виробництва, індекс обсягів продукції сільського господарства, індекс споживчих цін (індекс інфляції), індекс цін виробників промислової продукції, рівень безробіття, дефіцит (профіцит) Державного бюджету у відсотках до ВВП, облікова ставка національного банку, доходи та витрати населення, платіжний баланс країни.

Переходячи від аналізу макроекономічних факторів до галузевого аналізу, інвестор повинен виявити найперспективніші галузі, здатні ефективно функціонувати в умовах макроекономічного середовища.

Основне завдання галузевого аналізу – визначення ступеня інвестиційної привабливості галузей, продукція яких має конкурентні переваги і здатна в майбутньому завойовувати ринкову нішу або на той час користуватиметься підвищеним попитом, що забезпечить стратегічному інвесторові майбутні грошові надходження. Галузевий аналіз важливий також для оцінки конкурентоздатності середовища, в котрому працює емітент.

Основними напрямками аналізу галузевих факторів є:

- конкуренція;
- поточна циклічність;
- етап життєвого циклу;
- стан галузі.

На першому етапі інвесторові необхідно вивчити ринкові властивості продуктів та послуг, які пропонує досліджувана галузь, а також виявити інші галузі економіки, котрі виробляють аналогічні або взаємозамінні види продукції. Під час проведення галузевого аналізу також необхідно дослідити такі галузеві фактори, як: життєвий цикл продукту, характерний для певної галузі, умови конкуренції, тривалість виробничого циклу, виробничий потенціал виробників та платоспроможність покупців, заплановані капітальні інвестиції в галузі. Оцінюють також рівень державного регулювання галузі та інше.

Вчений-економіст М. Портер, який є визнаним фахівцем з питань галузевого аналізу, вважає ключовою проблемою взаємозв'язку між структурою галузі, конкурентною стратегією та прибутковістю. Він виокремлює такі п'ять факторів конкуренції в галузі:

1. Загроза появи в галузі нових конкурентів.
2. Конкуренція серед конкурентів, які вже існують.
3. Ціновий тиск з боку товарів-замінників.
4. Ринковий тиск з боку постачальників.
5. Ринковий тиск з боку покупців [11, с. 599].

Питання про роль галузевих досліджень у прийнятті інвестиційних рішень є дискусійним. Однак підхід до інвестування в звичайні акції полягає в тому, що спочатку обирають найперспективнішу галузь або галузі, а потім відбирають акції недооцінених емітентів.

Але навіть якщо перспективи галузі виглядають досить привабливими, це ще не аргумент, що варто неодмінно купувати такі акції. Добре відомі приклади емітентів, які роками рухалися в напрямі, зворотному до загальногалузевого руху. Тому не варто переоцінювати роль галузевих тенденцій при виборі конкретних акцій. Навіть якщо у галузі загалом чудові перспективи на майбутнє, не всім галузевим емітентам гарантовано процвітання. Так само, як у застійних галузях не всі підприємства приречені на занепад [1, с. 132].

Центральним моментом галузевого аналізу є порівняння галузей. Це означає, що галузеву ефективність потрібно оцінювати порівняно з іншими галузями. Подібні галузеві дослідження дозволяють краще зрозуміти фактори, які впливають на галузі, краще оцінити їхню ефективність, що, насамперед, дозволяє точніше передбачати майбутнє.

Проте різноманітні нефінансові фактори легко можуть відвернути аналітика від вивчення вимірних показників, таких, як обсяг продажів та різних факторів забезпечення прибутку. Набагато важливіше те, як керівництво підприємства намагається це вирішити. Навряд чи аналітикові коли-небудь стануть відомі подробиці того, як ухвалюють важливі рішення, але він може багато що зрозуміти, уважно спостерігаючи за тим, як підприємство вибудовує стосунки зі своїми працівниками, клієнтами, громадськими й державними організаціями, із засобами інформації, аналітиками й акціонерами. Відсутність інтуїції, гнучкості та зневага до оточення, в якому працює емітент, є майже гарантованими ознаками помилковості мотивів. Якщо цим керуються провідні менеджери, то в майбутньому проблем не уникнути.

Фондовий ринок схильний двічі враховувати фактор ефективного менеджменту емітента цінних паперів. Ціна акцій відображає високі доходи, які є результатом кваліфікованого управління. Саме тому динаміка прибутку є ключовим фактором аналізу та оцінки звичайних акцій. Зростання прибутку свідчить про хороші перспективи, і його варто враховувати. Відображення на графіку обсягів продажів, прибутку та інших фінансових показників емітента або галузі доповнюють розрахунком показників абсолютної і відносної динаміки, побудовою трендів.

Базуючись на підході фундаментального аналізу "зверху-вниз" та з додаванням певних підпунктів до методики пропонуємо новий удосконалений алгоритм аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для ухвалення інвестиційних рішень на фондовому ринку (рис. 2).

Висновки та перспективи подальших розвідок

У результаті дослідження уточнено трактування сутності поняття "фундаментальний аналіз", що розглядається як процес вивчення ключових факторів, які впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень. З'ясовано, що ключовий принцип фундаментального аналізу базується на тому, що істинна цінність цінного паперу емітента може бути зіставлена з його фінансовими характеристиками. Будь-яке відхилення від цієї істинної цінності стає сигналом, що акції такого емітента переоцінені або недооцінені. Визначено, що аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів, який заснований на принципах фундаментального аналізу, повинен володіти чітким дедуктивним спрямуванням дослідження – від глобальних оцінок через макрорівень до розгляду на макрорівні цінних паперів окремого емітента. Загалом його структура охоплює три взаємопов'язаних сфери: загальноекономічний аналіз, який має глобальний аспект; галузевий аналіз; аналіз стану та діяльності окремого емітента.



Рис. 2. Етапи аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів

Перспективним напрямком подальших розвідок є проведення аналізу згідно з наведеним алгоритмом на прикладі максимально можливої кількості цінних паперів емітентів різних галузей вітчизняної економіки, що обертаються на організованому фондовому ринку.

Список літератури

1. Коттл, С. "Анализ ценных бумаг" Грэма и Додда [Текст] / Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Е. [пер. с англ. Б. Пинскер] – М. : ЗАО "Олимп – Бизнес", 2000. – 704 с. :ил.
2. Thomsett, M. C. *Mastering Fundamental Analysis: How to Spot Trends and Pick Winning Stocks Like the Pros.* [Текст] / – Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998. p. 256.
3. Шарп, У. *Инвестиции* [Текст] / Шарп У. Александер Г., Бейли Дж. ; Пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.
4. Schwager, J. D. *A Study Guide for Fundamental Analysis* [Текст] / Schwager Jack D., Turner Steven C. 1st ed. - John Wiley & Sons, 1996. – p. 208.
5. Kim, H. *Fundamental Analysis Worldwide: Investing and Managing Money in International Capital Markets* [Текст] / H. Kim. - John Wiley & Sons, 1996. – p. 375.

6. Clark, P. *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis [Текст]* / P. Clark, T. Bayoumi, L. Bartolini, S. Symansky. – International Monetary Fund, 1994. – p. 31.
7. Царихин, К. С. *Фондовый рынок и мир [Текст]* / К. С. Царихин – М. :ЭКСМО, 2008. – 896 с.
8. Сохацька, О. *Біржова справа [Текст]* : підручник / О. М. Сохацька. – 2-ге вид. змін. й доп. – Тернопіль: Карт-бланш, 2008. – 632 с.
9. Криничанський, К. В. *Типология фундаментальных факторов как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг [Электронный ресурс]* / К. В. Криничанський – Режим доступу: http://www.mirkin.ru/_docs/article02-008.pdf.
10. Найман, Э. Л. *Треjder-Инвестор [Текст]*/ Э. Л. Найман – Киев: ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
11. Боди, З. *Принципы инвестиций [Текст]*/ Зви Боди, Алекс Кейн, Алан Маркус; 4-е издание. : Пер с англ. – М. : Издательский дом “Вильямс”, 2008. – 984 с. : ил.
12. Иванов, А. П. *Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг [Текст]* / – 2-е изд. – М. : Издательско-торговая корпорация “Дашков и Ко”, 2006. – 448 с.
13. Твардовский, В. В. *Секреты биржевой торговли: Торговля акциями на фондовых биржах [Текст]* / В. В. Твардовский, С. В. Паршиков – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 551 с.
14. Дамодаран, А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст]* / Асват Дамодаран. [Пер. с англ.] – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
15. Грэхем, Б. *Разумный инвестор [Текст]* / Бенжамин Грэхем, Д. Цвейг Пер. с англ. – М. : Издательский дом “Вильямс”, 2009. – 672 с. : ил.
16. Баффетт, У. *Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями [Текст]* / Уоррен Баффетт; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
17. Якимкин, В. *Фундаментальный анализ [Текст]* / Василий Якимкин. – М. : Изд-во Омега-Л, 2008. – 640 с. : ил, табл.
18. *Рынок ценных бумаг и биржевое дело [Текст]: учебник для вузов / Под. ред. проф. О. И. Дегтяревой, проф. Н. М. Коршунова, проф. Е. Ф. Жукова. – М. : ЮНИТИ – ДАНА, 2004. – 501 с.*
19. Ritchie, J. C. *Fundamental Analysis: A Back to the Basics Investment Guide to Selecting Quality Stocks [Текст]* / John C. Ritchie, Jr. – Rev. ed. Irwin Professional Pub., 1996, 394 p.

References

1. Kottl, S., Miurrei, R. F., Blok, F. E. (2000). *Analysis of Securities*. Moscow: Olymp-Biznes.
2. Thomsett, M. C. (1998). *Mastering Fundamental Analysis: How to Spot Trends and Pick Winning Stocks Like the Pros*. Chicago: Dearborn Financial Publishing, Inc.
3. Sharp, W., Aleksander H., Beily, J. (2001). *Investystyisy*. Moscow: INFRA-M.
4. Schwager, J. D. (1996). *A Study Guide for Fundamental Analysis (1st ed.)*. Hoboken: John Wiley & Sons.
5. Kim, H. (1996). *Fundamental analysis worldwide : investing and managing money in international capital markets*. New York: John Wiley & Sons.
6. Clark, P., Bayoumi, T., Bartolini, L., Symansky, S. (1994). *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis*. International Monetary Fund.
7. Tsarikhin, K. S. (2008). *Fondovyi rynek i mir*. Moscow: EKSMO.
8. Sohatska, O. (2008). *Birzhova sprava (2nd ed.)*. Ternopil: Kart-Blansh.
9. Krunuchanskyi, K. V. *Tupologuya fundamenyalnukh faktorov kak osnova fundamentalnogo analuza runka tsennukh bumag*. Retrieved October 07, 2014, from http://www.mirkin.ru/_docs/article02-008.pdf.
10. Naiman, E. L. (2000). *Treider-Investor*. Kyiv: VYRA-R.
11. Body, Z., Keyn, A. & Markus A. (2008). *Printsupu investutsii (4th ed.)*. Moscow: “Viliams”.
12. Ivanov, A. P. (2006). *Finansovye investutsuu na runke tsennukh bumag (2nd ed.)*. Moscow: “Dashkov i K”.
13. Tvardovsyi, V. V. (2006). *Sekretu birgevoi trgovli: trgovlia aktsiyamu na fondovukh burzhah (3rd ed.)*. Moscow: Alpina Biznes Buks.
14. Damodaran, A. (2004). *Investutsuonnaya otsenka. Instrumentu i tekhnika otsenku liubukh aktyvov*. Moscow: Alpina Biznes Buks.
15. Grekhem, B., Tsveikh, D. (2009). *Razumnyi investor*. Moscow: “Viliams”.
16. Baffett, U. (2005). *Esse ob investutsuyakh, korporativnukh finansakh i upravlenii kompanyyamu*. Moscow: Alpina Biznes Buks.
17. Yakimkin, V. (2008). *Fundamentalnyi analiz*. Moscow: Omega-L.
18. Degtyareva, O. I., Korshunovs, N. M., & Zhukova, E. F. (Eds.). (2004). *Rynek tsennukh bumag i birzhevoe delo*. Moscow: YUNITA-DANA.
19. Ritchie, J. C. (1996). *Fundamental Analysis: A Back to the Basics Investment Guide to Selecting Quality Stocks (Rev. ed.)*. Irwin Professional Pub.

Стаття надійшла до редакції 09.11.2014 р.