

6. Офіційний сайт Державної фіскальної служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://sts.gov.ua/>.
7. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/>.
8. Указ Президента України «Про Стратегію сталого розвитку «Україна-2020» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5/2015/print1394366409065470>.

УДК 336.763.2

**Ліхновський П.М.**  
кандидат економічних наук,  
старший викладач кафедри аудиту, ревізії та аналізу  
Тернопільського національного економічного університету

## АНАЛІЗ СТРАТЕГІЙ ІНВЕСТУВАННЯ У ЦІННІ ПАПЕРИ

Стаття присвячена порівняльному аналізу деяких методик інвесторів щодо формування стратегії інвестування у цінні папери. У дослідженні розглянуто сутність та проведено порівняльний аналіз стратегій інвестування У. Баффета, Б. Грехема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона, Ф. Фішера. Окреслено основні етапи цих методик аналізу, особливості кожного підходу, їх переваги та недоліки. З'ясовано, що ключовим підходом, який на практиці використовується інвесторами фондового ринку для ухвалення інвестиційних рішень щодо цінних паперів, є фундаментальний аналіз.

**Ключові слова:** цінні папери, інвестиційна стратегія, емітент, фінансова звітність, фінансові коефіцієнти, методика аналізу.

### Ліхновский П.М. АНАЛИЗ СТРАТЕГИЙ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Статья посвящена сравнительному анализу некоторых методик инвесторов по формированию стратегии инвестирования в ценные бумаги. В исследовании рассмотрена сущность и проведен сравнительный анализ стратегий инвестирования У. Баффета, Б. Грэхема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона, Ф. Фишера. Определены основные этапы этих методик анализа, особенности каждого подхода, их преимущества и недостатки. Установлено, что ключевым подходом, который на практике используется инвесторами фондового рынка для принятия инвестиционных решений в отношении ценных бумаг, является фундаментальный анализ.

**Ключевые слова:** ценные бумаги, инвестиционная стратегия, эмитент, финансовая отчетность, финансовые коэффициенты, методика анализа.

### Likhnovskiy P.M. ANALYSIS OF INVESTMENT STRATEGIES IN SECURITIES

The article is devoted to the comparative analysis of some of investor's techniques to form the strategy of investing in securities. The essence and the comparative analysis of investment strategies of W. Buffett, B. Graham, T. Rowe Price's, J. Templeton, F. Fisher are explored. The basic stages of analysis methods, characteristics of each approach, their advantages and disadvantages are shown. It is found that the fundamental analysis is the key approach used by investors to the stock market investment decisions in practice.

**Keywords:** securities, investment strategy, issuer, financial statements, financial ratios, methods of analysis.

**Постановка проблеми.** Будь-який фінансовий актив володіє певною реальною вартістю. Для успішного інвестування та управління активами необхідним є розуміння поняття «реальна вартість» та знання природи усіх факторів, що на неї впливають. При цьому аналіз цінності, наприклад, цінних паперів залежить як від специфічності діяльності певного емітента так і від інформації, що здійснює вплив на весь фондовий ринок чи певну галузь. Саме тому вирішення питань, пов'язаних із побудовою стратегії інвестування у цінні папери, є актуальною. Адже ефективна та збалансована стратегія дозволить інвестору знизити ризики та приймати раціональні управлінські рішення.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Аналіз літературних джерел [1-9] дає можливість розглянути основні принципи інвестиційної стратегії та методики вибору цінних паперів інвесторами фондового ринку. Концептуальні засади аналізу цінних паперів та формування стратегій інвестування заклали у своїх працях Б. Грехем [1; 4], Д. Додд [1] та Ф. Фішер [8]. У праці Ф. Фішера [8] детально описано методологію відбору компаній, які є перспективними з позиції інвестицій. Серед практиків інвестування у цінні папери варто відзначити працю У. Баффета [6], де розкриваються інвестиційні стратегії і тактичні прийоми, які принесли йому великі статки. У книгах Ван К. Тарпа [2], П. Красса [3],

У. Бернстайна [5] та Н. Росс [7] наведено інвестиційні стратегії таких інвесторів як Дж. Богла, А. Бернхарда, М. Габеллі, Ф. Карре, Г. Клуза, П. Лінча, Е. Лефевра, Дж. Муди, Т. Роу Прайса, Р. Претчтера, Дж. Роджерса, Д. Сороса, Дж. Темплтона, Р. Уїтні, М. Цвейга. У праці Р.Дж. Тьюлз [9] розкрито проблематика формування інвестиційної стратегії на фондовому ринку США. Однак, незважаючи на значну розробленість цієї проблематики, особливо у зарубіжній літературі, питання формування стратегії інвестування на фондовому ринку залишаються дискусійними та потребують подальшого вивчення.

**Постановка завдання.** Метою статті є проведення порівняльного аналізу стратегії інвестування у цінні папери та з'ясування основоположного підходу, який використовується інвесторами фондового ринку на практиці. Реалізація мети дослідження зумовила виявлення та розв'язання таких завдань: розкрити сутність інвестиційних стратегій У. Баффета, Б. Грехема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона, Ф. Фішера; провести порівняльний аналіз стратегій інвестування, виділяючи основні етапи методики аналізу, особливості кожного підходу, переваги та недоліки; з'ясувати ключовий підхід, який використовується інвесторами фондового ринку на практиці.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Розпочнемо оцінку стратегій інвестування з підходу Б. Грехема. Інвестиційна стратегія Б. Грехема одер-

жала назву інвестування на основі реальної вартості. Він купував акції, на які інші інвестори не звертали уваги. Це могли бути акції невеликих маловідомих емітентів або, навпаки, акції великих та фінансово потужних фірм, що знизилися в ціні. Для захисту від можливих збитків Б. Грехем широко використовував принцип диверсифікації інвестиційного портфеля: він утримував акції більше як 100 різних емітентів [7, с. 99].

Принципи інвестиційної стратегії Б. Грехема можна представити так:

- обирайте не цінні папери, а емітента (при виборі акцій треба обирати насамперед бізнес, тобто діяти так, немов надалі плануєш управляти бізнесом);
- купуйте акції за ціною, що гарантує відсутність збитків (для запобігання можливих збитків від падіння курсу Б. Грехем рекомендував купувати акції за ціною із безпечним запасом, тобто нижче реальної вартості на певний відсоток);
- купувати акції відомих емітентів у момент падіння курсу;
- будьте готові діяти в умовах хаотичного коливання фондового ринку;
- інвестуйте незалежно від стану фондового ринку періодично та рівномірно.

Методика вибору недооцінених акцій складається із трьох етапів.

Етап 1. Збір інформації. Перевага надавалась традиційним джерелам інформації (фінансові звіти емітентів, галузеві огляди, спеціалізовані видання з фінансового ринку та фінансової звітності).

Етап 2. Оцінка інформації.

Перш ніж розпочати аналіз і відбір акцій для купівлі, Б. Грехем ставив ряд запитань:

- чи зростають прибутки емітента акцій вищими темпами порівняно із середньогалузевими?
- чи може емітент продемонструвати стійкі темпи зростання обсягів продажу та прибутку протягом досить довгого періоду?
- яка рентабельність продажів та чи достатня доходність власного капіталу?
- чи можливо розраховувати на нормальний рівень поточної заборгованості емітента?
- наскільки регулярно виплачувалися дивіденди в минулому і виплачуються сьогодні?
- чи можна вважати курс акцій низьким порівняно з прибутком на акцію або власним капіталом на акцію?

Послідовники підходу Б. Грехема згодом розширили цей перелік питань.

Опишемо порядок проведення аналізу, виділивши окремі підпункти в етапі оцінки:

1. Вивчення фінансових звітів та галузевих оглядів.

2. Аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів.

Першочерговим завданням оцінки фінансової звітності є виявлення фінансової стійкості та прибутковості емітента акцій, що здійснювалося Б. Грехемом за даними балансу. Варто зазначити, що на сьогодні, окрім прибутковості, інвестори особливу увагу приділяють спроможності емітента акцій генерувати грошові потоки.

Для точної та адекватної оцінки Б. Грехем активно використовував фінансові коефіцієнти. Аналіз фінансових коефіцієнтів проводиться за даними фінансової звітності емітента акцій за кілька попередніх років з метою одержання кількісної оцінки про ступінь інвестиційної привабливості емітента акцій як об'єкта інвестування. Для цього також необхідно

врахувати її конкурентоспроможність, фінансові ресурси та рентабельність.

В аналізі він першочергово застосовував два основних коефіцієнти для з'ясування основного питання, на якому ґрунтується його підхід – це визначення, наскільки курс акції емітента акцій відповідає її реальній вартості. Цими коефіцієнтами були «ціна/прибуток (P/E)» та коефіцієнт котирування акцій.

Особливістю коефіцієнта P/E є його високе значення, зумовлене відсутністю або незначною сумою прибутку, що викликає необхідність залучення до аналізу додаткових коефіцієнтів, зокрема коефіцієнт «ціна/продажі (P/S)». Для порівняльного аналізу доходності акцій, він застосовував показник, обернений до коефіцієнта «ціна/прибуток» – «прибуток на акцію/ціна акції (EPS)».

Б. Грехем використовував його для порівняння акцій різних емітентів, інших цінних паперів, процентних ставок за депозитами, державними облігаціями як варіантів об'єктів інвестування.

Окрім базових коефіцієнтів, під час аналізу також застосовувалася низка показників, які наведені у додатку А.

Б. Грехем вважав, що ефективним є порівняння значень коефіцієнтів «ціна/прибуток», «ціна/продажі», «ціна/власний капітал» із середніми по галузі або середніми по фондовому ринку.

Щодо виплати дивідендів, то його рекомендацією є купувати акції емітентів, які довший час виплачують постійно зростаючі дивіденди. Проте виплати дивідендів можуть бути випадковими, особливо це характерно для вітчизняних емітентів акцій. Українські емітенти акцій здебільшого реінвестують нерозподілений прибуток у розвиток з метою зростання. Тому у більшості має місце лише доходність від зростання ринкового курсу акцій.

Етап 3. Прийняття рішення.

Б. Грехем не купував цінні папери, не переконавшись, що зібрав повну та достовірну інформацію про емітента. Також він мав упевнитись, що емітент відповідає його критеріям. Він вважав, що потрібні досить вагомі причини для того, щоб продати або купити акції, а також пропонував розробити політику купівлі-продажу цінних паперів, враховуючи очікуваний рівень прибутку від угоди та приблизну оцінку тривалості володіння цінними паперами. Як правило, він утримував акції протягом двох років.

Схожий підхід до аналізу акцій, запропонований Ф. Фішером, який полягає у пошуку недооцінених активів або акцій зростання за допомогою «методу чуток» та п'ятнадцяти пунктів. Ця методика аналізу є в навчальному плані інвестиційного класу вищої школи бізнесу Стенфордського університету. Мультимільярдер-фінансист У. Баффет вважає Ф. Фішера одним із своїх вчителів, а також, що його праця «Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings» стала однією із основних при створенні власної інвестиційної філософії [3, с. 8].

Розглянемо детальніше підхід, почавши із «методу чуток». Він полягає у тому, що необхідно ознайомитись з думкою осіб, пов'язаних із діяльністю емітента акцій, які становлять інтерес для інвестора.

Чого слід уникати, за Ф. Фішером:

- вступати у контакт із будь-ким з адміністрації емітента акцій;
- витрачати багато часу на аналіз річних звітів емітента акцій минулих років;
- розпитувати всіх знайомих брокерів про акції емітента.

Він вважає, що потрібно глянути на баланс емітента акцій з метою визначення фінансового стану та загального характеру капіталізації. Лише після цього, скориставшись «методом чуток», треба провести опитування в кількох підприємствах (установах) галузі, задати грамотні, наперед підготовлені питання про сильні та слабкі сторони конкурентів, обов'язково поспілкуватися з низкою респондентів.

Особливістю такого спілкування є уміння перекопати співбесідника в тому, що ця інформація ніколи не буде розкрита. Підсумовуючи отриману інформацію із різних джерел, необхідно перевірити узгодженість її між собою.

Завершальним етапом методу має стати встановлення контакту з керівництвом емітента акцій для повного узагальнення даних, але лише за умови остаточного вибору акцій як об'єкту інвестування [8, с. 42].

Метою «методу чуток» є збір інформації для перевірки акцій за допомогою «п'ятнадцяти пунктів», до яких інвестору слід виявити інтерес. Емітент акцій може стати «золотим дном» для інвестицій, навіть якщо вона не повністю відповідає усім пунктам, хоча вона і не підійде під визначення вдалого об'єкта для інвестування [8, с. 43-87]. Деякі із пунктів стосуються питання корпоративної політики, інші характеризують ефективність реалізації політики. Частина пунктів стосується питань, на які простіше відповісти, використовуючи інформацію, отриману із джерел поза підприємством (установою), в інших випадках краще провести пряме опитування персоналу емітента акцій. Додатковими принципами в аналізі акцій, окрім «методу чуток» та п'ятнадцяти пунктів, є ще десять пунктів так званих «не» для інвесторів [8, с. 166-200].

Основою правильного вибору акцій для інвестування Ф. Фішер вважає одержання максимальної доходності при найменшому ризику. Проте він не є прихильником відбору акцій, які можуть опиратися на математичні розрахунки. Бухгалтерські та статистичні дослідження, які сприймаються як основа успішного інвестування, навіть при умові досить ретельного аналізу, можуть вказати лише на кілька вигідних угод, зазначає Ф. Фішер. Деякі з них дійсно стануть вартими того, але в інших статистичний аналіз не зможе виявити реальних проблем емітента акцій і тому через кілька років виявиться, що акції фактично продавались за завищеною ціною. Емітент, акції якого варто купувати інвестору, – це суб'єкт господарювання, в якого бізнесом управляють компетентні менеджери.

Наведемо етапи пошуку акцій зростання за методом Ф. Фішера.

Етап 1. Збір інформації. Читання спеціалізованих журналів, вивчення фінансової звітності та оглядів фондового ринку. Рішення приймається на основі результатів розмови із спеціалістами та топ-менеджерами емітента акцій.

Етап. 2 Аналіз інформації. Процес передбачає аналіз стану емітента акцій відповідно до п'ятнадцяти пунктів.

У цілому цей етап аналізу можна розбити на дві групи показників: фінансові та нефінансові.

У фінансових показниках Ф. Фішер особливе значення надає вивченню приміток до фінансових звітів, де розкриваються джерела надзвичайних доходів або фактори надзвичайних витрат, зміни в обліковій політиці та інші суттєві обставини. Показники рентабельності він вважає недостатньою основою для інвестування, його більше цікавлять питання ста-

більності високої рентабельності в майбутньому та шляхи її підтримки на рівні. На його думку, більше уваги варто приділяти рентабельності продажів на відміну від рентабельності господарської діяльності в цілому.

Він вважає, що інвестори надають надто велике значення коефіцієнтам «ціна/прибуток» та «ціна/обсяг продаж», але все ж таки аналізує їх, проте не переоцінюючи їх значення [7, с. 176].

Ф. Фішер не надає великого значення виплаченим дивідендам. Його більше цікавить реінвестування, чи можна на цій основі очікувати зростання курсу акцій емітента в майбутньому. Він стверджує, що не варто інвестувати в емітента, який постійно змінює свою дивідендну політику. Увагу треба звертати на акції із відносно низькими дивідендними доходами.

До нефінансових належать:

- успіх реалізації корпоративної стратегії;
- надійність та досвід управлінської команди емітента акцій;
- доступність топ-менеджерів для акціонерів та суспільства;
- інноваційність менеджменту;
- здатність емітента акцій залучати та утримувати здібний та енергійний персонал;
- якість продуктів з точки зору споживачів;
- ступінь задоволення споживачів;
- впізнаваність та сприйняття бренду емітента акцій;
- надійність та строк служби продуктів;
- тривалість циклу розробки та впровадження нових продуктів, ефективність нових розробок;
- ефективність маркетингової та рекламної стратегії.

Якщо Ф. Фішеру не вдається отримати доступ до осіб, що володіють необхідною інформацією, або якщо вони відмовляються відкрито обговорювати його запитання, то він вважає за краще більше не досліджувати такого емітента.

У випадку зібрання достатньої інформації для п'ятнадцяти пунктів за допомогою «методу чуток» він переходить до наступного кроку – адміністрація емітента акцій.

Етап 3. Прийняття рішення. На основі зібраної інформації у нього вже є уявлення про бізнес та його проблеми, що дає можливість сформулювати основні запитання для топ-менеджера. Питань може виникнути багато: прохання пояснити статті фінансової звітності, сформулювати маркетингову та збутову стратегії, прокоментувати заходи контролю витрат або особливості конкуренції в галузі. Залежно від бізнесу вони можуть значно відрізнятися.

Як зауважує Ф. Фішер, завжди потрібно пам'ятати, що навіть досконале знання правил та розуміння поширених помилок не може допомогти тим потенційним інвесторам, які не володіють терпінням та самодисципліною.

Безумовно, методи та прийоми аналізу цінних паперів, які використовує Ф. Фішер, не можна вважати догмою. Деякі з них відійшли у минуле, а на їх місце прийшли сучасні комп'ютеризовані методи. Водночас для вітчизняного фондового ринку, де більшість емітентів непрозорі для інвесторів, методи Ф. Фішера можуть стати якраз доречними.

У. Баффет реально оцінює свою компетентність в тих чи інших галузях економіки, тому він інвестує тільки в цінні папери емітентів, бізнес яких йому зрозумілий. Цей бізнес повинен базуватися на чомусь реальному та необхідному людям. Якби в той час на ринку немає акцій, які відповідають цим вимо-

гам, то У. Баффет утримує капітал в грошових засобах та очікує, поки не з'явиться що-небудь цікавіше. Він вважає, що ключовим питанням інвестування є розуміння різниці між ціною активу та дійсною вартістю, яку одержуєш при купівлі [6, с. 21].

У. Баффет приймає рішення про покупку цінних паперів, зважаючи на те, чи є зміст одержати контроль над цим бізнесом на довгий термін. Він шукає емітентів акцій, які довгий час демонструють хороші фінансові результати, ефективний менеджмент, мають багато конкурентних переваг та випускають високоякісні продукти широкого вжитку під популярною торговою маркою. Іншими словами, емітентів акцій, що генерують стабільний грошовий потік та здатні реінвестувати його у власне зростання. У такому випадку можна сподіватися, що рівень доходності акціонерного капіталу буде високим та виправдає очікування акціонерів. Перед тим як укласти угоду, У. Баффет запитує себе: «Чи дійсно це надійний бізнес? І чи можливо вважати ціну акцій розумною?» [7, с. 27].

Постулати інвестиційної стратегії:

1. Інвестуйте в добре відомого споживачам та фондовому ринку емітента акцій, що випускає потрібні людям товари.

2. Інвестуйте в емітента акцій з ефективним менеджментом.

3. Купуйте акції нестабільних, але перспективних емітентів.

4. Купуйте акції в період загальної кризи фондового ринку.

Він розробив власну концепцію безпечного інвестування, базою якого є методика Б. Грехема.

У перші роки своєї кар'єри У. Баффет відтворював інвестиційну стратегію Б. Грехема, тобто формувал диверсифікований портфель акцій, придбаних за заниженими цінами. З часом він виробив власну стратегію, проте використовує основні принципи свого вчителя та з незмінною повагою відгукується про його науковий внесок у теорію інвестування. Його власна стратегія відрізняється вужчою спрямованістю: купівлі підлягають акції першокласних емітентів з ефективним менеджментом, нехай навіть за вищим курсом. У більшості випадків Б. Грехем продавав цінні папери через кілька років після придбання. У. Баффет інвестує на значно довший строк, оскільки впевнений у неможливості протягом кількох років одержати всю потенційну вигоду від купівлі. Окрім цього, він багато запозичив у Ф. Фішера – що стосується оцінки ефективності менеджменту та діяльності емітента акцій. Частково у нього У. Баффет запозичив критерії оцінки менеджерів, політики управління та процедур, продуктів та послуг емітента акцій. Тому, поєднуючи принципи інвестування Б. Грехема та вибір крупних зростаючих емітентів Ф. Фішера, У. Баффет створив власну оригінальну стратегію інвестування. Він склав правила інвестування від У. Баффета [7, с. 37-38].

Розглянемо етапи інвестиційного процесу.

Етап 1. Збір інформації. Перегляд основних ділових видань, матеріалів з історії емітента акцій, фінансової звітності, електронних ділових видань, співбесіда із менеджерами, представниками емітентів-конкурентів та з іншими пов'язаними особами, ознайомлення як споживач з продуктами емітента акцій.

Етап 2. Оцінка інформації. У. Баффет підходить до оцінки емітента акцій за завчасно встановленими критеріями. Потім вивчає динаміку курсу акцій, щоб вирішити, наскільки він інвестиційно приваблює.

Ближче до придбання акцій емітента він задає собі ряд сформованих питань стосовно його бізнесу.

Емітент може не задовольняти всі критерії, але повинен мати великий потенціал розвитку та продаватися за прийнятною ціною [7, с. 42-65].

Етап 3. Прийняття рішення. Перед прийняттям рішення У. Баффет обов'язково здійснює порівняльну оцінку передбачуваних варіантів інвестування, а також з вигодами від вкладення в нерухомість, казначейські цінні папери та інші активи. Після купівлі акцій він продовжує періодично оцінювати їх на відповідність інвестиційним критеріям. Хоча спочатку У. Баффет купує акції на довготривалий період (не менше 10 років), а ще краще назавжди. Проте це не означає, що він не може продати їх раніше з метою вивільнення грошових коштів для вигідніших інвестицій, а інколи і у випадку, коли емітент перестав відповідати його інвестиційним критеріям.

Наступна методика для аналізу – це підхід Т. Роу Прайса.

Етап 1. Збір інформації. Вивчає спеціалізовані ділові видання, економічні огляди, фінансову звітність, електронні ділові видання, електронні бази даних, макроекономічні показники держави. В діловій пресі Т. Роу Прайс насамперед звертав увагу на повідомлення про нові продукти та технології, зміни в поведінці споживачів, тенденції розвитку бізнесу, політичні та економічні події, які можуть впливати на бізнес.

Етап 2. Оцінка інформації. Аналіз емітента акцій базується на критеріях інвестування Т. Роу Прайса [7, с. 222-223].

Т. Роу Прайс наголошує на тому, що основними факторами впливу на курс акції є поточний прибуток, виплачувані дивіденди, загальна економічна ситуація, інфляція або дефляція, а також психологія інвесторів.

Він зазначає, що не варто звертати увагу та купувати акції із надмірно високим коефіцієнтом «ціна/прибуток», а краще дочекатися падіння курсу акцій емітента, що вас цікавить. Проте, якщо врахувати високу волатильність сучасних фондових ринків, то продаж акцій із різноманітними значеннями цього коефіцієнта не викликає особливого здивування.

При аналізі Т. Роу Прайса в емітента акцій найбільше цікавили такі аспекти:

- ефективний менеджмент;
- надійна система фінансового контролю;
- висока рентабельність діяльності.

Основну увагу він приділяв рентабельності операційної діяльності за останні п'ять років. Особливо зважав на доходність власного капіталу [7, с. 59]:

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток після сплати податків}}{\text{Власний капітал}} \quad (1.2)$$

Окрім звичного ROE, Т. Роу Прайс розраховує доходність інвестованого капіталу – ROI за формулою [7, с. 229]:

$$ROI = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Довгостроковий капітал}} \quad (1.3)$$

Доходність активів ROA – ще один із показників доходності [7, с. 230]:

$$ROA = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Загальна сума активів}} \quad (1.4)$$

Щодо дивідендів, то Т. Роу Прайс віддавав перевагу емітента акцій з перспективою їх росту. Він зазначав, що за допомогою дивідендів інвестор може частково або повністю компенсувати падіння курсу акцій.

Важливе місце займає аналіз обсягів продажу емітента акцій як у вартісній, так і натуральній формі, що дає можливість визначити фазу життєвого циклу емітента акцій. Головне питання – яким способом емітент акцій нарощує обсяг продажів: зростання кількості проданих продуктів чи підвищення цін на них, або обома способами. На думку Т. Роу Прайса, реально зниження темпів росту продажів разом зі зниженням прибутку є ознакою сповільнення темпів розвитку емітента акцій, що призведе до знецінення акцій.

Етап 3. Прийняття рішення. Завершуючи аналіз потенційних об'єктів, Т. Роу Прайс найбільше звертає увагу на динаміку прибутку та обсягів продажу, показники рентабельності продажів, доходності акціонерного та інвестиційного капіталу.

Дж. Темплтон вважають Христофором Колумбом у сфері глобального інвестування. Він сміливо вкладав кошти в економіку країн, що розвиваються, вивчав їхні ринки та відкрив нові горизонти для інвесторів. У 1954 році Дж. Темплтон заснував свій перший інвестиційний фонд, який оперував на глобальному ринку.

Тези інвестиційної стратегії Дж. Темплтона: передбачливість, терпеливість та вміння йти проти течії. Проте основа його методики аналізу – концепція Б. Грехема в пошуку недооцінених акцій. Курс лекцій Б. Грехема з аналізу цінних паперів прослухав ще на початку його кар'єри. Пізніше, застосовуючи цей

підхід в глобальному масштабі, Дж. Темплтон назвав процедуру відбору цінних паперів порівняльним аналізом. На його думку, запорукою успіху інвестора є уміння йти проти течії, тобто продавати, коли всі купують, і купувати, коли всі продають.

Етап 1. Збір інформації. Процедура вибору недооцінених акцій розпочиналась з аналізу бази даних більше як 15000 емітентів. Дж. Темплтон вивчав фінансову звітність емітента акцій, порівнював її з показниками конкурентів, здійснював оцінку політики держави до обраної галузі, виявляв фактори, що можуть послужити каталізаторами її розвитку, привернути увагу інвесторів. Зокрема, такими факторами можуть бути: відкриття нових ринків збуту, розробка нових продуктів, вдосконалення структури управління і т.п. Особливо зважав на аналіз показника «ціна/прибуток» із середніми значеннями за останні п'ять років.

Етап 2. Оцінка інформації. Аналіз здійснював на основі власних 15 принципів інвестування:

1. Виявляйте реальну доходність інвестицій.
2. Інвестуйте, а не спекулюйте.
3. Проявляйте гнучкість.
4. Купуйте дешево і не йдіть на «повідку» у ринку.
5. Купуйте акції першокласних емітентів.
6. Інвестуйте в реальну вартість.
7. Диверсифікуйте інвестиційний портфель.

Таблица 1

Методики відбору цінних паперів на фондовому ринку деякими інвесторами

Автор	Етап 1. Збір інформації	Етап 2. Оцінка інформації	Етап 3. Прийняття рішення	Особливості підходу
Б. Грехем	фінансові звіти емітентів; галузеві огляди, спеціалізовані видання з фінансового ринку	вивчення фінансових звітів та галузевих оглядів; аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів	купівля цінних паперів лише, переконавшись, що зібрав повну та достовірну інформацію про емітента; відповідність критеріям	рекомендував купувати акції за ціною з безпечним запасом; утримував цінні папери впродовж двох років
Ф. Фішер	спеціалізовані журнали; фінансова звітність та огляди фондового ринку; розмови із спеціалістами та топ-менеджерами емітента акцій	аналізу двох груп показників: фінансові та не фінансові; не надає великого значення коефіцієнтам «ціна/прибуток» та «ціна/обсяг продаж»	рішення у випадку зібрання достатньої інформації для п'ятнадцяти пунктів та «методу чуток»; позитивні результати співбесіди із топ-менеджерами	надає більше значення кваліфікації персоналу, чим її минулим результатам; не є прихильником відбору акцій, що може опиратися на строгі математичні розрахунки
У. Баффет	основні ділові видання; фінансова звітність; електронні ділові видання; співбесіда із менеджерами та представниками емітентів-конкурентів; ознайомлення із продуктами емітента акцій	аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів; аналіз ефективності менеджменту; вивчення динаміки курсу акцій, щоб вирішити, наскільки він привабливий	перед прийняттям рішення обов'язково проводить порівняльну оцінку передбачуваних варіантів інвестування з вигодами від вкладення в нерухомість, казначейські цінні папери і т.п.	купує акції на довготривалій період (не менше 10 років)
Т. Роу Прайс	спеціалізовані ділові видання, економічні огляди, фінансова звітність; електронні ділові видання, електронні бази даних; макроекономічні показники держави	аналіз ефективності менеджменту; аналіз фінансової звітності та коефіцієнтів; особливу увагу приділяє коефіцієнтам ROE, ROI, ROA	приймаючи рішення, звертає найбільшу увагу на динаміку прибутку та зростання обсягів продажу	основними факторами впливу на курс акції вважає поточний прибуток, виплачувані дивіденди, загальну економічну ситуацію, а також психологію інвесторів
Дж. Темплтон	фінансова звітність емітента акцій; економічний розвиток та стан держави	порівняння фінансових коефіцієнтів із показниками конкурентів; особлива увага приділялася аналізу показника «ціна/прибуток»	рішення щодо інвестування приймає тоді, коли більшість критеріїв відповідають вимогам	основа його методики аналізу – концепція Б. Грехема в пошуку недооцінених акцій

Джерело: [складено автором за 3; 4; 6; 7; 8]

8. Аналізуйте і ще раз аналізуйте.
9. Постійно аналізуйте свій інвестиційний портфель.
10. Не панікуйте.
11. Виправляйте свої помилки.
12. Молитва допомагає в бізнесі.
13. Скромність прикрашає людину.
14. Безплатний сир буває тільки в мишоловці.
15. Вірте в майбутнє.

Етап 3. Прийняття рішення. Цінні папери купував тільки у випадку відповідності 15 принципам. Він утримував акції протягом приблизно п'яти років. Дж. Темплтон вважав, що кращий момент продажу акцій – це виявлення інших акцій, здатних принести як мінімум на 50% більше доходу, ніж існуючі, беручи до уваги витрати [7, с. 293-317]. Результати аналізу методик узагальнено у таблиці 1.

Як свідчить практика інвестори фондового ринку до сьогодні у прийнятті інвестиційних рішень (щодо вкладень у цінні папери) на перше місце ставлять методику аналізу Б. Грехема. Його підхід у пошуку недооцінених активів при певній адаптації до сучасних умов фондових ринків абсолютно не втратив своєї цінності, розвинувся та вдосконалився. Тому цю методику відбору недооцінених акцій можна назвати фундаментальною для аналізу цінних паперів.

Надзвичайно неординарною та цікавою є методика Ф. Фішера. Він вважає, що більше значення варто приділяти кваліфікації персоналу, якості продуктів та обґрунтованості політики емітента акцій, ніж її колишнім результатам. Ця специфічна стратегія інвестування буде корисна для всіх типів інвесторів, але більшою мірою концепція збору інформації відповідає цілям агресивних інвесторів.

За Ф. Фішером, успіх застосування методики збору інформації, насамперед, залежить від того, чи є у інвестора поінформовані особи. Проте важливо бути обережним під час оцінювання одержаної інформації та володіти достатньою підготовкою, знаннями для її правильної інтерпретації.

Варто зазначити, що доступ до топ-менеджерів емітентів, якщо і не є особливою справою для професійних інвесторів, проте може бути проблемою для дрібних приватних інвесторів. Іншою формою доступу до інформації може бути розмова по телефону, але за умов високого рівня володіння інформацією про стан емітента акцій та формулювання продуманих питань. Якщо не вдається зустрітися із топ-менеджером, можна спробувати зв'язатися із начальниками департаментів або відділів, проте їх компетентність та інформованість може бути різною і значно нижчою від топ-менеджера.

Ключовим недоліком підходу Ф. Фішера є складність зі сторони точно оцінити якість менеджменту емітента цінних паперів. На практиці, під час вибору об'єкта для інвестування, здається, що топ-менеджери володіють неординарною винахідливістю, діловим чуттям та вміють впровадити ефективні процедури прийняття управлінських рішень. Проте з часом вони не можуть втілити це у життя. Отже, ступінь успішності використання підходу Ф. Фішера для кожного інвестора буде залежати від двох речей: по-перше, від уміння застосовувати на практиці ці правила, і, по-друге, звичайно, від удачі.

**Висновки з проведеного дослідження.** У результаті дослідження з'ясовано, що основою методик аналізу цінних паперів У. Баффета, Т. Роу Прайса та Дж. Темплтона є часткове або комбіноване заповнення підходів до аналізу Б. Грехема та Ф. Фішера із певними особливостями аналізу, які притаманні кожному інвесторові. А порівняльний аналіз стратегій інвестування дає змогу зробити висновок, що всі інвестори використовують фундаментальний аналіз, який є основоположним підходом для прийняття інвестиційних рішень.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Коттл С. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. [пер. с англ. Б. Пинскер] – М. : ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000. – 704 с.:ил.
2. Ван К. Тарп. Трейдинг – ваш путь к финансовой свободе / Ван К. Тарп. – Пер с англ. Под ред. В. Ильина. – СПб. : Питер, 2005. – 368 с.: ил. – (Серия «Академия биржевой торговли»).
3. Красс П. Книга инвестиционной мудрости / Питер Красс. – М. : «ИК «Аналитика», 2002. – 504 с.
4. Грэхем Б. Разумный инвестор / Бенжамин Грэхем, Д. Цвейг. Пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2009. – 672 с.: ил.
5. Бернстайн У. Разумное распределение активов / Уильям Бернстайн. Пер. с англ. – М. : Лори, 2004. – 310 с.
6. Баффетт У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффетт ; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
7. Росс Н. Уроки Уолл-стрит: как разбогатеть на финансовом рынке. Советы от Уоррена Баффета, Бенджамина Грэхема, Фила Фишера, Т. Роу Прайса и Джорджа Темплтона / Ники Росс. [пер. с англ.] – М. : Издательский дом «Вильямс», 2005. – 416 с.: ил.
8. Фишер Ф.А. Обыкновенные акции и необыкновенные доходы и другие работы / Филип А. Фишер [пер. с англ.] – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 384 с.
9. Тьюлз Р. Дж. Фондовый рынок / Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз. – 6-е изд. : Пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. VIII. – 648 с. – (Университетский учебник).