

Українська академія банківської справи

На правах рукопису

МЕЛЬНИК ТЕТЯНА МИКОЛАЇВНА

УДК 336.763:330.322.5

**ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ
КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

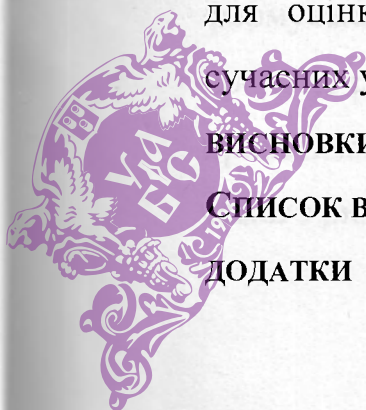
Науковий керівник
доктор економічних наук,
професор
Науменкова С.В.

Суми 2001



ЗМІСТ

	стор.
ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ	10
1.1. Особливості формування ефективного ринку цінних паперів як складової відповідного типу фінансової системи	10
1.2. Ринок корпоративних цінних паперів України, його характерні ознаки, специфіка формування і розвитку	27
РОЗДІЛ 2. СЕКТОРНИЙ АНАЛІЗ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ РІЗНИХ ГАЛУЗЕЙ ЕКОНОМІКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ	59
2.1. Особливості застосування методів фундаментального аналізу для порівняльної оцінки інвестиційних якостей акцій підприємств-емітентів	59
2.2. Використання показників ринкової активності для аналізу структури капіталу підприємств різних галузей економіки	75
2.3. Специфіка побудови системи фондових індексів і рейтингів як індикаторів стану та структурної збалансованості ринку цінних паперів України	95
РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДІВ ДИНАМІЧНОГО АНАЛІЗУ ТА ПРОГНОЗНОЇ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	123
3.1. Використання технічного аналізу для динамічної оцінки ринку цінних паперів	123
3.2. Особливості використання методів економічного прогнозування для оцінки інвестиційних якостей фінансових інструментів в сучасних умовах	137
ВИСНОВКИ	169
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	181
ДОДАТКИ	199



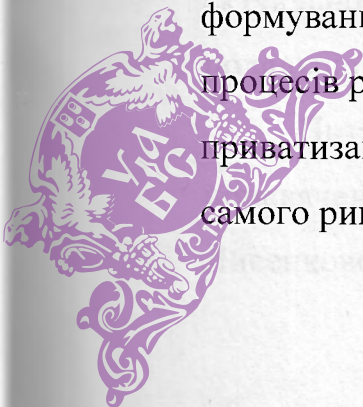
ВСТУП

Ринок цінних паперів – найбільш значна і мобільна частина фінансового ринку в розвинених країнах. Подальший розвиток ринку цінних паперів в Україні є центральною ланкою ринкових перетворень, що сприяє оздоровленню економіки України, інвестуванню її провідних галузей і об'єктів, прискоренню процесів приватизації державного майна.

З перших років незалежності України на всіх рівнях державного управління проблемами становлення та розвитку фондового ринку приділялася значна увага. Так, протягом цього періоду були прийняті Закони України “Про цінні папери і фондову біржу”, “Про господарські товариства”, “Про приватизацію державного майна”, “Про приватизаційні цінні папери”, Укази Президента України “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” та “Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку”, схвалена Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України, які заклали основу формування ринку цінних паперів України та визначили методологічні, організаційні, правові й фінансові механізми його функціонування

За цей час на ринку цінних паперів відбулися кардинальні зміни: створено необхідні елементи інфраструктури фондового ринку, закладено нормативно-правові основи для запровадження інститутів спільного інвестування, вдосконалено фінансовий механізм процесу приватизації, запроваджено основні засади захисту прав інвесторів тощо.

Особливістю сучасного вітчизняного ринку цінних паперів є формування його інфраструктури з орієнтацією на обслуговування процесів розподілу і перерозподілу корпоративної власності, пов'язаних із приватизаційними та постприватизаційними процесами, а не на розвиток самого ринку.

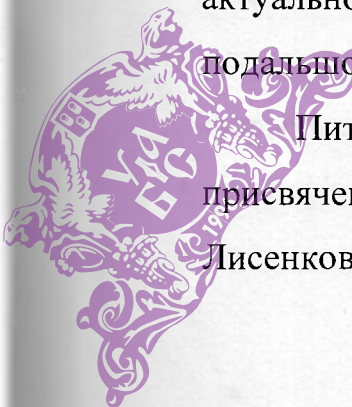


Розвиток інвестиційних процесів в економіці України та подальше проведення ринкових реформ неможливі без створення ефективно діючого, ліквідного та прозорого ринку цінних паперів, що повною мірою забезпечує реалізацію національних інтересів України. Головною метою його функціонування та розвитку повинно стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва. У зв'язку з цим актуального значення, поряд з іншими проблемами функціонування ринку цінних паперів, набувають проблеми створення досконалої системи розкриття і збору інформації про його учасників та удосконалення методології оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів вітчизняних емітентів.

До останнього часу в Україні аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів здійснювався лише на основі використання традиційних методик фінансового аналізу виробничо-господарської діяльності підприємств-емітентів. Прискорення процесів приватизації вимагає суттєвих змін в підходах до оцінки показників діяльності підприємств-емітентів з урахуванням вартості та структури їх капіталу.

У зв'язку з цим постають проблеми вдосконалення методик як фундаментального аналізу, в т.ч. на основі використання макроекономічного та галузевого критеріїв, а також показників ринкової активності підприємств-емітентів корпоративних прав, так і більш широкого застосування методів технічного аналізу й економічного прогнозування з урахуванням специфіки та стану ринку корпоративних цінних паперів України. Тому тема дисертаційного дослідження є актуальною, має важливе теоретичне та практичне значення і потребує подальшої розробки.

Питанням удосконалення методології інвестиційного аналізу присвячені наукові праці Бланка І.О., Бурмаки М.О., Колесника В.В., Лисенкового С.І., Мозгового О.М., Науменкової С.В., Оскольського В.В.,

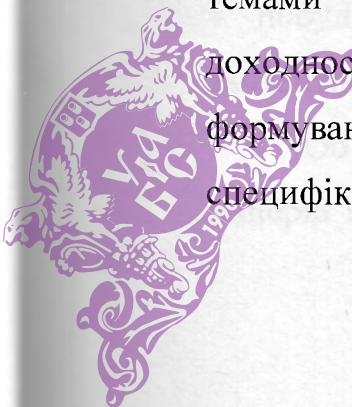


Прилипка С.І. Серед вчених, які досліджують важливі теоретичні і практичні проблеми удосконалення загальної системи обліку та аналізу в умовах становлення ринкових відносин і переходу до міжнародних стандартів обліку і звітності варто виділити роботи А.М. Кузьмінського, М. В. Кужельного, В.І. Піддубного, В.І. Самборського, В.В. Сопка, М.Г. Чумаченка, Л.С. Шатківської. Належне місце в розробці методології економічного аналізу цінних паперів займають роботи західних вчених: М. Кендалла, О. Моргенштерна, Г. Марковиця, Дж. Тобіна, І. Фішера, У. Шарпа та інших.

Обираючи за мету дослідження обґрунтування оцінки інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів для підвищення ефективності фінансових рішень, автор виходив, насамперед із необхідності використання нових методів динамічного аналізу та прогнозної оцінки інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів, до яких належать методи технічного аналізу та економіко-математичного прогнозування і моделювання.

Все викладене й обумовило вибір об'єкта, теми дослідження та її актуальність.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження було використано при виконанні науково-дослідних тем: “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 01996002342). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо розрахунку прогнозної доходності акцій українських підприємств та рекомендації щодо формування оптимального інвестиційного портфеля з урахуванням специфіки обігу цінних паперів на фондовому ринку України.

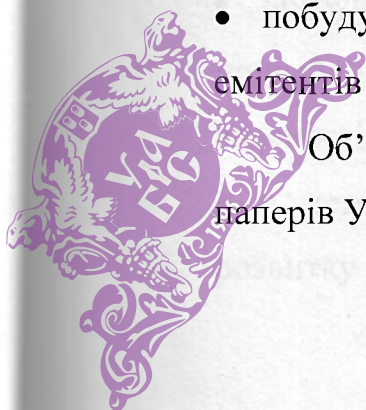


Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційного дослідження є удосконалення методології оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів та обґрунтування ефективних фінансових рішень на основі вивчення теоретичних і практичних розробок у галузі інвестиційного аналізу з урахуванням сучасного стану розвитку ринку паперів України.

Реалізація поставленої в дисертаційній роботі мети вимагала вирішення наступних завдань:

- дослідити особливості формування ефективного фондового ринку як складової відповідного типу фінансової системи;
- вивчити стан та перспективи розвитку ринку корпоративних цінних паперів України виходячи з аналізу його характерних ознак;
- дослідити особливості застосування окремих методів фундаментального аналізу для порівняльної оцінки інвестиційних якостей акцій різних емітентів;
- провести секторний аналіз ринку корпоративних цінних паперів підприємств різних галузей на основі використання показників ринкової активності компанії;
- проаналізувати систему фондових індексів і індикаторів, які характеризують стан та структурну незбалансованість фондового ринку України;
- дослідити можливості застосування окремих методів технічного аналізу для динамічної та прогнозної оцінки фінансових інструментів ринку цінних паперів України;
- побудувати інвестиційний портфель з цінних паперів українських емітентів на основі використання модифікованої моделі Марковиця.

Об'єктом дослідження є організація ринку корпоративних цінних паперів України.



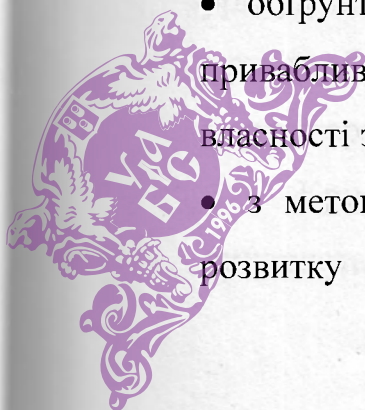
Предметом дослідження є оцінка інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів.

Методи дослідження. В процесі роботи залежно від конкретних цілей і задач використано методи економічного аналізу та дослідження економічних процесів: розрахунково-аналітичний, нормативний, економіко-статистичний, балансовий, експертних оцінок, методи технічного аналізу, економіко-математичне прогнозування і моделювання.

Дослідження сучасного стану розвитку ринку корпоративних цінних паперів здійснювалося на основі використання методів монографічного та порівняльного аналізу. Секторний аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів підприємств-емітентів різних галузей економіки проведено з використанням наступних методів: балансового, розрахунково-аналітичного, нормативного методу та методу групувань. Прогнозування інвестиційних якостей фінансових інструментів здійснено за допомогою методу авторегресійного інтегрованого ковзного середнього ARIMA, відомого як метод Бокса-Дженкінса. Оптимізація портфеля з цінних паперів України виконана з використанням моделі Марковиця.

Наукова новизна роботи полягає в наступному:

- досліджено особливості впливу приватизаційних процесів на функціонування фондового ринку України та формування відповідного типу фінансової системи;
- вперше досліджено особливості та специфічні форми впливу структурної незбалансованості на процеси ціноутворення на ринку корпоративних цінних паперів України;
- обґрунтовано систему показників для оцінки інвестиційної привабливості акцій промислових підприємств з нестійкою структурою власності з урахуванням їх галузевої специфіки та ринкової активності;
- з метою забезпечення цілісності та повноти інформації про стан розвитку ринку цінних паперів в Україні обґрунтовано необхідність



розрахунку інтегрального індексу ринку приватизації та визначені методичні підходи до його обчислення;

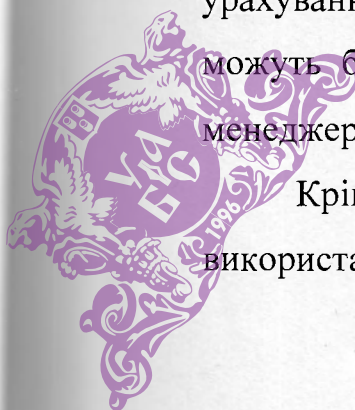
- запропоновано нові методичні підходи до розрахунку прогнозної доходності акцій українських підприємств з метою динамічної оцінки їх інвестиційної привабливості на основі використання методів технічного аналізу;
- вперше розроблено модифіковану економіко-математичну модель формування оптимального інвестиційного портфеля з урахуванням специфіки обігу цінних паперів на фондовому ринку України.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається обґрунтованими пропозиціями щодо розробки та запровадження нових підходів для динамічного аналізу та прогнозної оцінки інвестиційної привабливості українських цінних паперів.

Уточнена і обґрунтована в дисертації методика оцінки інвестиційної привабливості акцій промислових підприємств з нестійкою структурою власності з урахуванням галузевого критерію; а також пропозиції щодо розрахунку інтегрального індексу ринку приватизації та визначені методичні підходи до його обчислення можуть бути використані Фондом Державного Майна України та Державною Комісією з цінних паперів і фондового ринку в процесі створення ефективної цілісної системи збору та розкриття інформації на ринку цінних паперів.

Пропозиції щодо розрахунку прогнозної доходності українських “блакитних фішок”, а також пропозиції щодо застосування модифікованої моделі для формування оптимального інвестиційного портфеля з урахуванням специфіки обігу цінних паперів на фондовому ринку України можуть бути використані фінансовими аналітиками та інвестиційними менеджерами.

Крім того, окремі результати дисертаційного дослідження були використані при розробці навчального модуля “Фінансові інвестиції”



разом з викладачами Школи бізнесу Університету Нортумбрія (м. Н'юкасл, Великобританія) у рамках програми REAP Британської Ради.

Окрім того, одержані автором результати наукового дослідження використовуються при викладанні навчальних дисциплін “Ринок цінних паперів”, “Ринок фінансових послуг” та “Фінансова діяльність суб'єктів господарювання”.

Апробація результатів дисертації. Основні положення і результати виконаного наукового дослідження були оприлюднені на конференціях і семінарах. Серед них: II Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 1999); III Всеукраїнська науково-практична конференція “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2000).

Крім того, результати дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

Наукові публікації. Результати досліджень знайшли відображення у 8 опублікованих наукових працях, 6 із яких надруковано у фахових виданнях, загальним обсягом 3,3 д. а.

Структура і зміст дисертації. Дисертаційна робота складається із вступу, 3 розділів, загальних висновків, списку використаних джерел. додатків.

Повний обсяг дисертації – 240 сторінок, у т.ч. на 82 сторінках розміщено 29 таблиць, 13 ілюстрацій, 10 додатків і список використаних джерел з 228 найменувань.



РОЗДІЛ 1. СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

1.1. Особливості формування ефективного ринку цінних паперів як складової відповідного типу фінансової системи

Ринок цінних паперів є важливою складовою ринкової економіки. В Україні, як і в інших країнах з перехідною економікою, він стає однією з основних складових фінансового ринку, без чого марно сподіватися на нормальне функціонування складного механізму ринкової економіки. Головне явище реформованої економіки – це функціонування корпоративних підприємств, створених в процесі реформування власності, що обумовлене структурною перебудовою народного господарства і визначається посиленням ролі впливу ринку цінних паперів на результати ринкових перетворень.

Ринок цінних паперів є тією частиною фінансового ринку, яка охоплює як кредитні відносини, так і відносини співвласності. Таким чином, цей ринок охоплює операції по випуску і обігу боргових інструментів, інструментів власності та їх похідних. До боргових інструментів відносяться облігації, векселі, сертифікати, до інструментів власності - всі види акцій, до їх похідних - опціони, ф'ючерси та варанти.

Ринок цінних паперів як ринок фінансових активів виконує цілий ряд функцій, які умовно можна поділити на дві групи: загальноринкові функції, які притаманні звичайно кожному ринку, та специфічні функції, які відрізняють його від інших ринків. До загальноринкових функцій відносять такі, як:

- комерційна функція – отримання прибутку від операцій на ринку;



- цінова функція – забезпечення процесу ціноутворення фінансових активів;
- інформаційна функція - створення і забезпечення своїх учасників ринковою інформацією про об'єкти інвестування і його учасників;
- регулююча функція - формування правил торгівлі, порядку вирішення суперечок між учасниками, встановлення пріоритетів, органів контролю і управління;

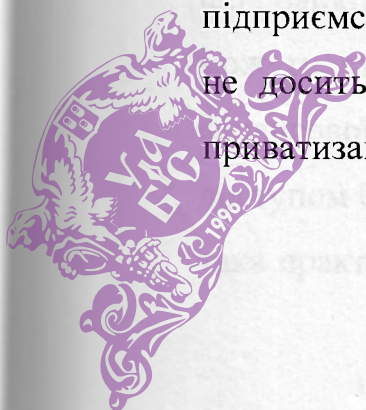
До специфічних функцій ринку цінних паперів можна віднести наступні:

- перерозподільну функцію;
- функцію страхування цінних і фінансових ризиків.

Перерозподільну функцію умовно можна поділити на три підфункції:

- перерозподіл грошових коштів між галузями і сферами ринкової діяльності;
- переведення заощаджень, передусім населення, із непродуктивної форми в продуктивну форму;
- фінансування дефіциту державного бюджету на неінфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових грошових коштів.

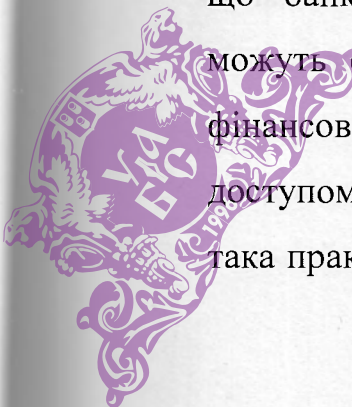
Таким чином, однією з основних функцій ринку цінних паперів - є міжгалузевий перерозподіл інвестиційних ресурсів, формування необхідних умов для накопичення коштів і трансформації накопичень в інвестиції. Поки що функцію акумуляції коштів інвесторів і забезпечення підприємств доступом до капіталу ринок цінних паперів України виконує не досить повно. Ринок цінних паперів переважно обслуговує процес приватизації і постприватизаційні перетворення.



Для розкриття ролі і місця ринку цінних паперів як складової механізму перерозподілу власності в постприватизаційний період необхідно прийняти до уваги наступне:

- ринок корпоративних цінних паперів, ініційований перетворенням державних підприємств в акціонерні товариства з їх наступною приватизацією, служить основним механізмом перерозподілу прав власності. Разом з тим цей ринок являє собою і умову, і результат визначеної моделі корпоративного управління і контролю;
- процес перерозподілу прав власності виступає самостійним фактором модифікованої моделі корпоративного управління, яку можна охарактеризувати як “проміжну” і відносно нестабільну;
- обрана модель (техніка) приватизації визначає “стартову” структуру капіталу акціонерних товариств в процесі перерозподілу прав власності і формує певну модель корпоративного управління, визначає темп і спрямованість розвитку ринку корпоративних цінних паперів і обумовлює таким чином формування відповідного типу фінансової системи держави.

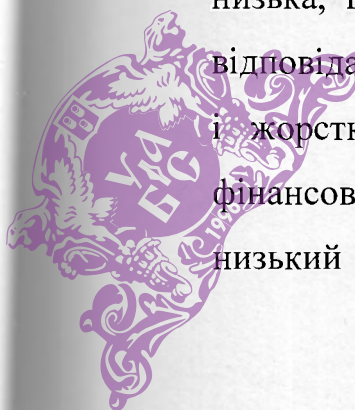
Розглянемо кожне із тверджень більш детально оскільки відомо, що тип фінансової системи, яка зароджується у перехідних економіках, визначається двома факторами: вибраною моделлю приватизації і ступенем концентрації банківського капіталу. Незважаючи на те, що в більшості посткомуністичних країн була проведена швидка широкомасштабна приватизація, шанси побудувати фінансову систему, основою якої є ринок цінних паперів, в цих країнах були невеликі, тому що банківська система виявилася висококонцентрованою. Винятком можуть стати Росія та Україна, які рухаються в напрямку побудови фінансової системи та моделі фондового ринку, яка визначається рівним доступом банківських та небанківських установ до фондового ринку. Саме така практика складається на сьогодні у Росії. Це обумовлено унікальним



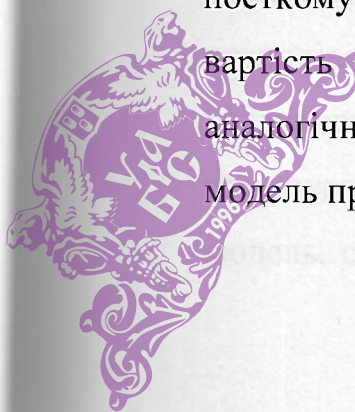
поєднання сприятливого для розвитку цінних паперів характеру приватизації (передача власності в розпорядження трудових колективів і роздачею приватизаційних сертифікатів, саме цим і характеризувався перший етап приватизації), сильно децентралізована банківська система і занадто високий рівень інфляції (1992-1996 роки), яка негативно вплинула на банківське фінансування і стримувала довгострокові кредити. Крім того, відсутність в Україні таких фінансових інституцій, як промислово-фінансові групи, стало додатковим моментом для розвитку фінансової системи, яка схиляється до фінансової системи американського типу.

Переважна більшість економістів вважають, що для перехідних економік ефективнішою є фінансова система, яка базується на банках, а не на фондовому ринку, і що саме цей тип фінансової системи формується в посткомуністичних країнах [119].

Аргументи на захист системи, що базується на банках, наступні: створення ефективного фондового ринку вимагає більше часу, ніж на формування ринкової банківської системи, окрім того банки вже існували при соціалізмі, а фондовий ринок був відсутній навіть у зародковому стані. Також банки порівняно до інших фінансових інституцій спроможні краще забезпечувати необхідний контроль за менеджерами і належне управління корпораціями. Дослідники, які скептично настроєні по відношенню до "банківської" фінансової системи в посткомуністичних країнах, знаходяться в явній меншості, але аргументи їх також є досить вагомими. Так, зокрема, вони вважають, що ймовірність розвитку універсальних банків по німецькому типу в перехідних економіках досить низька, тому що державні банки не спроможні налагодити масштабне і відповідальне довгострокове кредитування. Не зможуть вони здійснювати і жорсткий фінансовий контроль за позичальниками. Крім того, в фінансовій системі, що базується на банках повинен бути забезпечений низький рівень інфляції. Скептики також вказують на той факт, що тісні



стосунки між банками і промисловістю в фінансовій системі з переважанням банків не створюють стимулів для конкурентної оцінки різних інвестиційних проектів, і це гальмує необхідну реструктуризацію промисловості. Драма приватизації в посткомуністичних країнах, і в Україні зокрема, полягає, серед іншого, в великому розриві між попитом на активи та їх пропозицією. Загальну вартість активів, що пропонуються для приватизації, можливо порівняти з величиною річного ВВП, не зважаючи на базу оцінки активів. Величина платоспроможного попиту на активи, в кращому випадку дорівнює декільком відсоткам ВВП, оскільки він фінансується з обмеженого запасу національних збережень, котрі зазвичай не перевищують 20-30 % ВВП. Ці збереження, як правило, в основному поглинаються інвестиціями, дефіцитом бюджету і переливом капіталу. Лише приток іноземного капіталу може змінити ситуацію і сприяти значному збільшенню попиту на активи. До цього часу іноземний капітал виявився досить ефективним джерелом фінансування тільки в Китаї, Угорщині (в 1997 році сукупні накопиченні прямі іноземні інвестиції дорівнювали 30 % ВВП), в Чеській Республіці і Естонії їх величина дорівнювала 16 % і 18 % ВВП відповідно. Дисбаланс між попитом і пропозицією державної власності в усіх програмах швидкої приватизації призводить до того, що активи виявляються в цілому недооціненими - їх ринкова вартість, як правило, значно нижче балансової. А відносна капіталізація компаній в перехідних економіках в період приватизації частіше всього була нижчою, ніж у західних конкурентів. Крім того, існує різниця в оцінці активів компаній і самих посткомуністичних країн. Так, зокрема, за оцінкою західних інвесторів вартість українських компаній становить лише 20 % від вартості аналогічних угорських компаній. Дуже важливою є і обрана державою модель приватизації.



Основними моделями приватизації для перехідних економік вважаються:

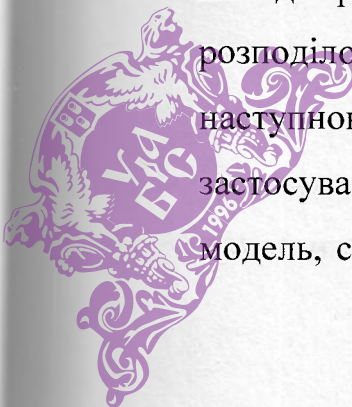
- масова приватизація;
- модель інсайдерів;
- модель одночасного мажоритарного контролю.

Особливе місце (практично в усіх країнах) займає модель змішаного (приватно-державного) контролю. Існують також специфічні для окремих країн моделі, такі як модель “соціально-орієнтованої” власності, модель “стандартних продажів” за відкритою підпискою і модель “case-by-case”. Розглянемо більше детально основні з них з урахуванням їх впливу на структуру корпоративного управління, темпи та спрямованість розвитку фондового ринку і формування відповідного типу фінансової системи.

Масова приватизація - це спосіб безоплатної передачі громадянам частини державної власності. Дана модель застосовувалася майже в усіх країнах перехідної економіки, в тому числі і в Україні. Найбільш масштабна масова приватизація серед країн Центральної і Східної Європи здійснювалася в Чехословаччині.

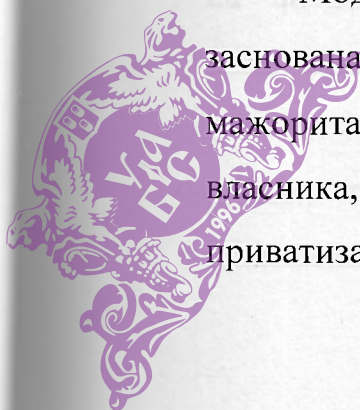
В цілому прийнято вважати, що роль масової приватизації для майбутнього корпоративного управління спочатку залишається досить “розмитою” (невизначеною), можливо навіть негативною. Хоча в середньостроковому аспекті все залежить від практичного вирішення дилеми “дисперсія приватизаційних сертифікатів (ваучерів, чеків, пунктів і т. і.) – концентрація власності”.

Модель інсайдерів. Ця модель заснована на власності колективу та менеджерів підприємства на весь його капітал або домінуючу частку з розподілом цієї частини на індивідуальні акції з формальним правом наступною купівлі-продажу. Така практика отримала досить широке застосування в Польщі, Румунії, Словенії і Хорватії. В Росії і Україні ця модель, стала офіційною “субмоделлю” масової приватизації з великими



легальними пільгами працівникам. По кожній із східноєвропейських країн оцінки фактичної участі працівників і менеджерів підприємств в їх приватизації значно відрізняються одна від одної в зв'язку з різними часовими періодами, слабкістю статистичної бази, з відмінностями в масивах підприємств, які включаються до вибірки при проведенні опитувань і обстежень. Результати багатьох досліджень показують, що незважаючи на наявність в суспільстві як прихильників, так і противників, погляди яких опираються на досягненнях мирової економічної теорії і різноманітних практичних прикладах, власність працівників посіла визначне місце в межах перехідної економіки. Так за даними досліджень Інституту реформ і Лондонської бізнес-школи, на сьогодні питома вага інсайдерів (менеджерів, теперішніх і колишніх працівників підприємств) в структурі власності середніх і великих підприємств України складає близько 55 %. При цьому, як стверджують експерти, має місце тенденція продажу своїх акцій працівниками менеджерам підприємств. Еволюція цього сектору (зростання або скорочення) буде залежати від подальшого розвитку і результативності заходів економічної реформи. від політичної ситуації і стану законодавства. Вплив цієї моделі на корпоративне управління, як правило, негативне, хоча деякі дослідники відмічають, що інсайдери володіють значно більшими інформаційними можливостями для контролю за діяльністю менеджерів. Очевидно, що остання теза в специфічних умовах перехідної економіки можлива лише чисто теоретично, крім того, що менеджери за своєю сутністю є не ким. іншим, як найбільш впливовими інсайдерами.

Модель одночасного мажоритарного контролю. Ця модель заснована на одночасному, не розтягнутому в часі, встановленні мажоритарного контролю над підприємством з боку "зовнішнього" власника, який володіє понад 50% голосуючих акцій. Така практика приватизації була характерною для відносно невеликої групи



східноєвропейських країн, котрі залучили значні обсяги іноземного капіталу. Незважаючи на той факт, що це найбільш повільний спосіб приватизації, його переваги для ефективного корпоративного управління є достатньо очевидними. Західним аналогом (або прототипом) для цієї моделі є добре відпрацьований в Великобританії і Чилі метод «case by case». Ця найпростіша з точки зору корпоративного управління модель отримала широке застосування лише в Угорщині і Естонії. Подальший розвиток підприємства в разі використання даної моделі приватизації залежить від природи інвестора, який стає власником основної частини капіталу, а також від методу приватизації. Як правило, вона здійснюється через аукціон, конкурс або прямий продаж, коли перевагу отримує, як правило, «зовнішній» інвестор, який пов'язаний з підприємством. Найбільш цікавим аспектом даної моделі в практиці країн Центральної і Східної Європи є прямий продаж підприємств іноземним інвесторам на визначених умовах: здійснення інвестицій, часткова оплата сучасного технологічного устаткування, наступне зростання експорту, збереження мінімального рівня зайнятості. Саме ці умови і визначають подальшу стратегію розвитку таких підприємств. В структурі власності середніх і великих українських підприємств питома вага зовнішніх акціонерів, тобто аутсайдерів складає близько 45 %, при цьому не спостерігається значного переходу власності від інсайдерів до аутсайдерів.

Виходячи із характеристик розглянутих моделей приватизації, ми можемо зазначити, що країни, які обрали масову приватизацію та модель інсайдерів, формують в своїх державах фінансові системи, які базуються на фондовому ринку. Наше зауваження ґрунтується на наступних положеннях:

1. Масова приватизація та модель інсайдерів створюють умови, при яких можливе забезпечення незначного розриву між обмеженим попитом і значною пропозицією активів.

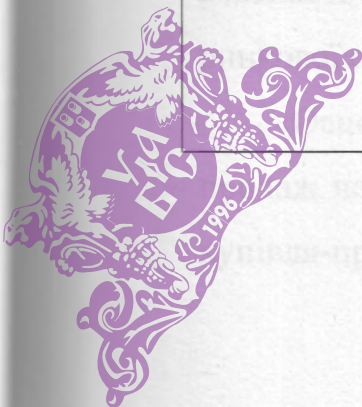
2. Дані моделі вважаються “дружелюбними” фондовому ринку тому, що вони відразу приводять до широкого розпилу акцій і появи мільйонів акціонерів.

3. Нарешті, при приватизації з застосуванням приватизаційних паперів і при передачі власності питома вага зовнішнього фінансування хоча і може бути низько, але значною часткою його надходжень виступає продаж акцій, а не надходження коштів від банків.

Таблиця 1.1

Вплив моделей приватизації на формування відповідного типу фінансової системи

Класифікаційна ознака	Характеристика основних складових фінансової системи за відповідним і класифікаційними ознаками,	
	що базується на фондовому ринку	що характеризуються домінуючою роллю інституціональних інвесторів
Модель приватизації	Масова приватизація, модель інсайдерів	Модель одночасного мажоритарного контролю
Вартість акціонерного капіталу	Висока внаслідок того, що пропозиція активів занижена за рахунок їх безкоштовної передачі	Низька внаслідок перевищення пропозиції об'єктів власності над попитом на активи
Концентрація акціонерного капіталу	Значна кількість акціонерів, широка дисперсія акцій	Висока концентрація акцій. домінуюча кількість власників великих пакетів
Джерела фінансування	Контроль інсайдерів; невелика частка зовнішнього фінансування	Контроль стратегічних зовнішніх інвесторів: велика питома вага зовнішнього фінансування
Канали зовнішнього фінансування	Ринки цінних паперів добре розвинуті (обсяг торгівлі високий по відношенню до ВВП) і відіграють важливу роль у фінансуванні підприємств; питома вага банківських кредитів у зовнішньому фінансуванні незначна	Фінансові інститути (банки) не тільки володіють значними пакетами, але й забезпечують домінуючий обсяг зовнішнього фінансування



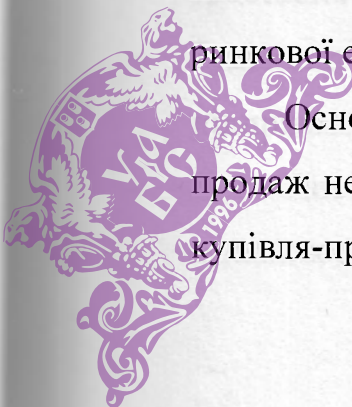
Країни, які застосовують модель одночасного мажоритарного контролю, формують фінансову систему, яка характеризується домінуючою роллю фінансових інститутів і передусім банків на ринку капіталів. Розвиток фондового ринку уповільнюється внаслідок концентрації великих пакетів акцій у інституціональних інвесторів.

Проте фактичний розвиток фінансових систем посткомуністичних країн відрізняється від цих теоретичних викладок. Всі країни, включаючи ті, що обрали "дружелюбну" цінним паперам схему приватизації (за можливим винятком Росії та України), схоже, наближаються до німецько-японської моделі, яка характеризується високою питомою вагою банків в складі акціонерів компаній. З цією метою розглянемо особливості процесу перерозподілу власності в Україні.

Зауважимо насамперед, що у світовій практиці приватизація розглядається як ефективний інструмент здійснення структурної перебудови економіки, підвищення рівня ефективності функціонування підприємств, а також як джерело додаткових коштів до державного бюджету з метою наступного їх використання на вирішення соціальних питань та реформування виробничого потенціалу держави.

Саме цим і керувалися вітчизняні фахівці під час розробки концептуальних підходів до здійснення приватизації в Україні. Перші методологічні засади у цьому напрямі були проголошені наприкінці 1991 року, коли Парламент затвердив "Концепцію роздержавлення та приватизації майна державних підприємств, житлового фонду і землі". Відповідно до неї головна мета роздержавлення та приватизації державної власності полягала у створенні багатокладної соціально орієнтованої ринкової економіки.

Основними формами приватизації були визначені такі: купівля-продаж неподільних майнових комплексів за конкурсом або на аукціоні; купівля-продаж часток (акцій, паїв) у майні підприємств за конкурсом, на

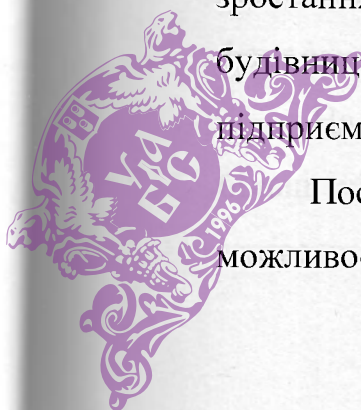


аукціоні, на фондовій біржі, за передплатою та іншими способами, що передбачають конкуренцію покупців; викуп майна, зданого в оренду; викуп майна трудовим колективом, безоплатна передача ефективним власникам окремих підприємств частини їх майна, надання інших пільг; ліквідація підприємств відповідно до законодавства України і наступний продаж їх майна.

У наступному, 1992 році, Верховна Рада приймає головні приватизаційні закони України: "Про приватизацію майна державних підприємств" (велику приватизацію), "Про приватизацію невеликих державних підприємств" (малу приватизацію) та "Про приватизаційні папери". Крім того, парламентом затверджується перша програма приватизації. Отже, з цього часу можна відраховувати початок легітимного процесу трансформації відносин власності в Україні.

Історію української приватизації, як і історію розвитку ринку цінних паперів, можна поділити на три основних етапи. Перший з них тривав упродовж 1992-1994 років, другий - з 1995 по 1998 рік, а третій розпочався у 1999 році та триває досі. Головна мета перших етапів полягала у максимально швидкому створенні критичної маси недержавної власності у виробничому секторі економіки. Приватизація мала охопити всі галузі національного господарства України. Найбільшу кількість (за питомою вагою) об'єктів, які підлягали приватизації, було зосереджено в галузях, що впливали на розвиток споживчого ринку (торгівля, побутове обслуговування, харчова та легка промисловість, переробка сільгосппродукції), а також серед підприємств, що стримували економічне зростання (збиткові підприємства усіх галузей, об'єкти незавершеного будівництва). У 1992 році були висунуті завдання приватизувати малі підприємства за 1-1,5 року, середні та великі - 4-5 років.

Поставлена мета швидкої приватизації фактично не давала можливості застосовувати її класичну модель, а саме - продаж



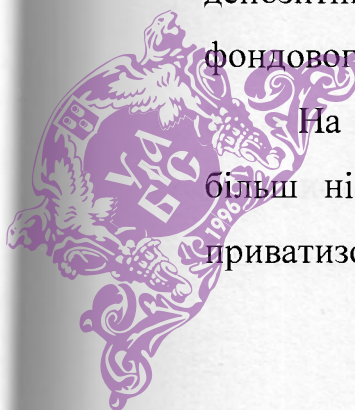
підприємств через механізми фондового ринку. Основними способами зміни власності на першому етапі стали викуп і оренда з викупом цілого підприємства його працівниками за номінальними цінами з додатковими пільгами щодо продажу, так звана модель інсайдерів. Законодавство передбачало особливі форми об'єднань громадян у вигляді товариств покупців або організацій орендарів.

Упродовж 1992-1994 років було приватизовано близько 11 тис. підприємств. Проте темпів, запланованих на цей період, досягнуто не було. До приватних власників через оренду з викупом перейшла велика кількість середніх та великих підприємств. Проте вони належали до галузей промисловості, приватизацію яких планувалося проводити пізніше - під час формування зрілої ринкової економіки. В свою чергу зміна власності малих підприємств торгівлі, харчової промисловості та побутового обслуговування не набула широких масштабів.

Починаючи з 1993 року ідея використовувати приватизацію для покриття бюджетного дефіциту стає основою урядової політики. Частка відрахувань до держбюджету встановлюється на рівні 50% (у 1999 році - цей показник зріс до 90%). Питання спрямування приватизаційних коштів на розвиток підприємств практично не розглядається. Так у 1992 році держбюджет отримав від приватизації 0,02 млн. грн. у 1993 - 2,3 млн. грн. а у 1994 - 21,8 млн. грн.

Незважаючи на те, що Закон "Про приватизаційні папери" було прийнято ще у 1992 році, реально такі папери були випущені лише у 1995 році. До цього часу приватизаційні сертифікати існували лише на депозитних рахунках громадян, що значно гальмувало розвиток фондового ринку.

На етапі масової приватизації її середньорічні темпи зростають більш ніж у 2,5 рази. За чотири роки (з 1995 по 1998 рр.) було приватизовано близько 50 тис. малих та великих об'єктів. У проведенні

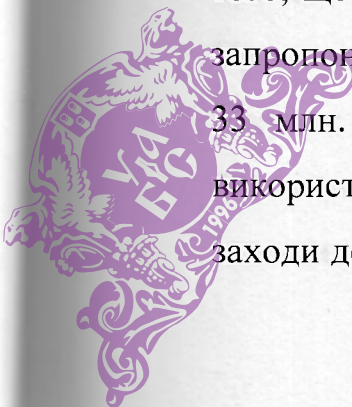


процесу приватизації вагому допомогу почали надавати міжнародні організації. Зокрема, це стосується проекту малої приватизації Міжнародної фінансової корпорації – незалежного члена групи Світового банку.

Активізації процесу також сприяла низка Указів Президента України щодо прискорення малої приватизації. Вони передбачали обов'язковий розпродаж малих об'єктів разом із приміщеннями, ліквідацію об'єднань малих підприємств у сфері торгівлі, побутових послуг та громадського харчування, спрямування 80% коштів від продажу малих об'єктів до місцевих бюджетів. Працівники підприємств мали перевагу перед іншими покупцями та могли оплачувати купівлю підприємства приватизаційними паперами.

Упродовж 1995-1998 років до нових власників перейшли більш ніж 90% (40,4 тис.) малих підприємств, а середньорічні темпи малої приватизації за цей період зросли у 2,8 раза. Слід зазначити, що саме зміна власності малих об'єктів вважається найбільш вдалим та ефективним напрямом української приватизації, досвідом проведення якої зацікавились інші країни.

У 1995 році почала активно працювати Національна мережа центрів сертифікатних аукціонів. Вона надала можливість кожному громадянину України безпосередньо чи через фінансових посередників взяти участь у процесі приватизації. Для продажу через систему НМЦСА за приватизаційні майнові сертифікати було запропоновано понад 13 тис. пакетів акцій різних підприємств загальною вартістю 3 млрд. грн. Крім того, ще більш як 7 тис. пакетів загальною вартістю 1,6 млрд. грн. було запропоновано для продажу за компенсаційні сертифікати (КС). Більш як 33 млн. громадян (66% тих, хто мав право отримати сертифікати) використали можливість отримати частку державної власності. Вжиті заходи дозволили збільшити середньорічні темпи приватизації великих та

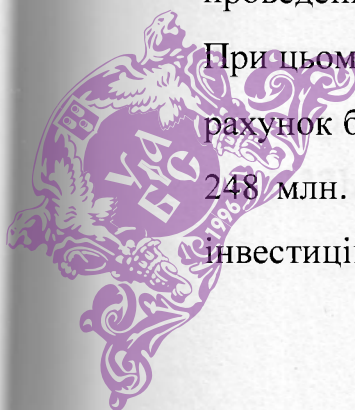


середніх підприємств майже вдвічі. За цей період було приватизовано 8,1 тис. таких об'єктів.

Сертифікатна приватизація дала імпульс розвитку ринку цінних паперів України. На ньому нарешті з'явилася велика кількість акцій вітчизняних емітентів, що спонукало активізацію торгівлі. Проте цей процес не привів до появи на підприємствах ефективних власників, що безпосередньо впливає на ефективність виробничої діяльності. Крім того, і держава не отримувала упродовж масової приватизації запланованих грошових коштів до бюджету. У 1997 році план було виконано на 17,4%, а у 1998 - на 34,6%. Узагальнюючи викладений матеріал, ми можемо зауважити, що на перших етапах приватизації відбувався лише формальний перерозподіл прав власності, який був не підкріплений відповідним цілеспрямованим рухом вартості. Крім того, приватизаційні процеси загострили проблему посилення централізації в процесі перерозподілу створеного національного доходу, що пояснюється частково вузькістю фінансової бази в секторі матеріального виробництва, тому що 54 % підприємств України є збитковими.

Починаючи з 1999 року, разом із прийняттям четвертої державної програми приватизації, в Україні стартував новий етап зміни власності, що характеризується індивідуальними підходами до продажу підприємств за грошові кошти. До кола об'єктів, що підлягають приватизації, увійшли підприємства таких інвестиційно привабливих галузей як енергетика, машинобудування, металургія, нафтопереробка, зв'язок та інші.

Протягом 1999р. Фонд держмайна намагався переорієнтувати проведення приватизаційних продаж через біржові та конкурсні торги. При цьому очікувана ефективність перших виявилася дещо завищеною. За рахунок біржового продажу було отримано 303 млн. грн., а від конкурсів - 248 млн. грн. В обох випадках лідерами торгів виявилися пакети акцій інвестиційно привабливих підприємств, проте на конкурсних торгах їх

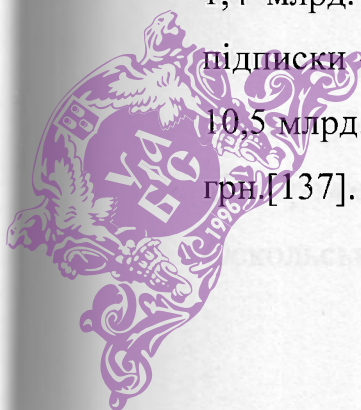


обсяги не завжди задовольняли потенційних покупців. При цьому загальні надходження до державного бюджету від приватизації становили вже 695 млн. грн., що склало 86,8% від планових обсягів.

Основний поштовх підвищенню ефективності приватизаційних процесів у 2000 році дали Указ Президента України "Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні", та Закон України "Про державну програму приватизації на 2000-2002 роки". Ці документи окреслили основні цілі процесу зміни власності протягом трьох років, відзначили необхідність врахування індивідуальних особливостей кожного підприємства виходячи з його фінансово-економічного стану, ринкової вартості, інтересів держави та потенційних покупців, а також створили умови для продажу контрольних пакетів акцій стратегічних об'єктів, не обтяжених інвестиційними зобов'язаннями, промисловим інвесторам.

За даними Фонду Державного Майна України, у 2000 році до продажу було запропоновано держпакети акцій на загальну суму 4,3 млрд. грн.[135]. Найбільшу частку акцій склали акції металургійного комплексу, машинобудування та енергетичних компаній.

При цьому безпосередньо на конкурси та відкриті торги надійшло 183 пакети акцій, 98 з яких – контрольні, що є найбільшим показником за всі роки проведення приватизації. Для порівняння зазначимо, що у 1998 році на конкурсні торги було направлено 50 пакетів (сім контрольних), а у 1999 році – 24 пакети (вісім контрольних). За наслідками торгів від конкурсних продажів у минулому році отримано 1,4 млрд. грн., біржової торгівлі та ПФТС – 750,6 млн. грн., пільгової підписки – 21,8 млн. грн., спеціалізованих аукціонів за грошові кошти – 10,5 млрд. грн. Загальна сумарна вартість проданих акцій склала 2,2 млрд. грн.[137].

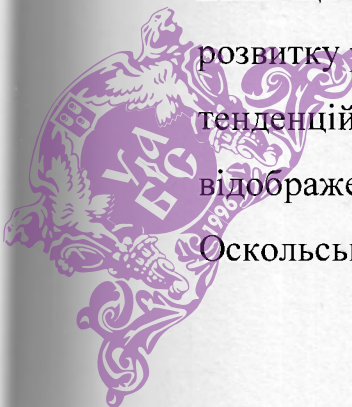


На думку президента асоціації консалтингових фірм "Укрконсалтинг" Олександра Пасхарева [130], стрижнем впроваджуваної приватизаційної політики у найближчі роки має стати пошук великого стратегічного інвестора. Для цього коло претендентів за умовами тендеру має бути обмежене найбільшими компаніями-виробниками в даній галузі. Переможцеві потрібно передавати контрольний пакет на комерційному конкурсі за мінімальної кількості нецінових умов. Тоді компанія-виробник у власних інтересах буде проводити глибоку реконструкцію купленого підприємства і робити це набагато ефективніше, ніж тоді, коли виконує формальні інвестиційні вимоги.

Такий підхід, що базується на досвіді проведення приватизації у минулі роки, поділяють багато фахівців. Крім того, даний механізм визначено і у Державній програмі приватизації на 2000 рік.

Спільна думка учасників круглого столу з обговорення проблем приватизації в Україні [136] підтверджує необхідність досягнення компромісу щодо вирішення таких суперечливих завдань, як отримання суттєвих надходжень до державного бюджету та інвестицій у життєздатні об'єкти; прискорення темпів роздержавлення і досконалої приватизації за індивідуальними планами. У процесі зміни власності акценти мають бути зміщені у сферу інтересів самих підприємств. Процес їх роздержавлення повинен супроводжуватись поліпшенням фінансового стану, причому не через якийсь час, а практично з моменту реєстрації нового суб'єкта господарювання.

З урахуванням поточних тенденцій розвитку ринку цінних паперів, поки що передчасно робити висновки відносно якось усталеної моделі розвитку ринку цінних паперів, що й підтверджують матеріали досліджень тенденцій розвитку українського фондового ринку, що знайшли відображення у працях О.М. Мозгового, В.В. Колесніка, В.В. Оскольського, Ю.М. Лисенкова, С.І. Прилипко та інших [90, с.136; 64,

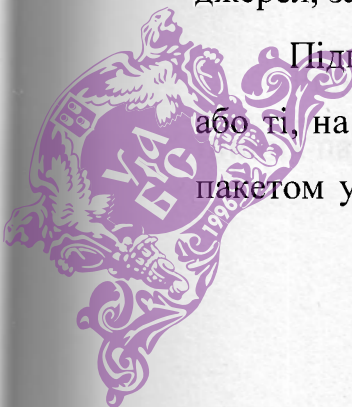


с.45; 105, с. 65; 78, с. 107]. На думку авторів, це скоріше проміжна модель, яка формується під впливом багатьох факторів і являє собою поєднання засад європейської моделі, у якій універсальний комерційний банк володіє великими пакетами акцій підприємств і є активним учасником ринку, і північноамериканської моделі, яка орієнтується на операції з цінними паперами за участю насамперед небанківських фінансових установ.

На сьогодні українські комерційні банки мають певні переваги перед небанківськими фінансовими установами щодо здійснення операцій з цінними паперами. Більш того, існує тенденція охоплення банками всієї діяльності на українському фондовому ринку, що може привести до монополізму у фінансовій сфері та поєднанні кредитних ризиків банків з інвестиційними ризиками.

На результати конкурентної боротьби між комерційними банками та небанківським фінансовим установами, безумовно, вплинуть здійснювані державою заходи по формуванню моделі українського ринку цінних паперів. Важко спрогнозувати, як буде складатися структура джерел інвестування в економіку України, що також впливатиме на формування моделі українського ринку та визначення місця банків у цій моделі, - чи за рахунок акціонерного капіталу і корпоративних облігацій з низькою часткою прямого банківського кредиту та обмеженою участю банків у статутних фондах корпорацій, як у США, чи з помітним впливом банків на фондовий ринок, як у Німеччині та Японії. На думку переважної більшості експертів, на перспективу найбільш привабливими джерелами фінансування українських підприємств є інвестування за рахунок власних джерел, за ним ідуть прями іноземні інвестиції і кредити банків (табл. 1.2).

Підприємства, які віддають перевагу вилупу акцій або облігацій, це або ті, на яких висока питома вага інсайдерів (в межах 68%) з значними пакетами у менеджерів (до 18%), або ті, на яких домінують аутсайвери –



українські фірми або інвестиційні фонди, що володіють близько 67% акцій.

Таблиця 1.2

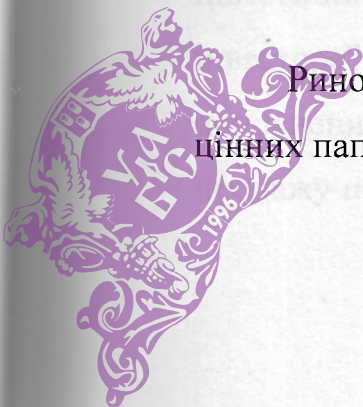
Відповідні джерела інвестування: українських компаній

Джерела інвестування	в % від загальної кількості компаній
Внутрішні джерела	13,2
Випуск акцій	3,3
Випуск облігацій	2,4
Кредити банків	7,1
Прямі іноземні інвестиції	10,4

Таким чином, з'ясування суттєвих питань функціонування і систем регулювання розвинутих фондових ринків на етапі інтенсивного пошуку пріоритетів та моделей регулювання вітчизняного ринку цінних паперів та ринку корпоративних цінних паперів, як його складового елемента, має особливо велике значення для умов України. Враховуючи сучасні тенденції та об'єктивний стан банківського (фінансово-кредитного) ринку в Україні, логічно припуститися, що у нашій країні закріпиться така модель, яка забезпечить рівний доступ банківських та небанківських установ до фондового ринку. Саме така практика складається на сьогодні у Росії та вже існує у багатьох європейських країнах (Франції, Швеції, Голландії).

1.2. Ринок корпоративних цінних паперів України, його характерні ознаки, специфіка формування і розвитку

Ринок корпоративних цінних паперів є складовою частиною ринку цінних паперів України.



Найбільш вагомими з точки зору визначення характерних ознак ринку є склад його учасників, його структура та капіталізація. Отже, доцільно, на нашу думку, проаналізувати сучасний стан ринку цінних паперів з точки зору відповідності даним основним ознакам.

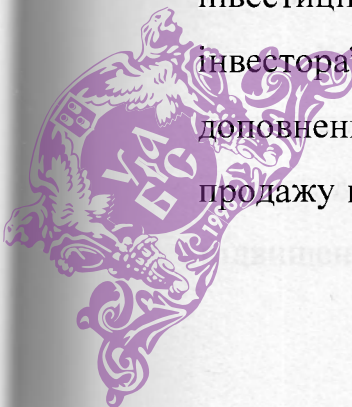
Учасниками ринку цінних паперів є емітенти цінних паперів, інвестори і інвестиційні посередники.

Так, згідно статті 2 Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” емітент цінних паперів - це юридична особа, яка від свого імені випускає цінні папери і зобов’язується виконувати обов’язки, що випливають з умов випуску. У ролі емітенту може виступати держава, державні органи, підприємства, спільні підприємства з іноземним капіталом, зареєстровані на території України [2]. В своєму дослідженні ми будемо концентрувати увагу саме на корпоративних емітентах.

Згідно статті 5 Закону України “Про інвестиційну діяльність” інвесторами визнаються суб’єкти інвестиційної діяльності, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об’єкти інвестування.

Інвестиційними інститутами є юридичні особи, які здійснюють діяльність виключно з цінними паперами. На ринку цінних паперів у ролі інвестиційних інститутів виступають банки, фінансові посередники, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди тощо.

З метою прискорення процесу приватизації майна підприємств, що мають стратегічне значення для економіки і безпеки держави або займають монопольне положення на ринку України, та залучення інвестицій в економіку України було введено нове поняття “промислового інвестора”. Визначення цього фінансового терміну викладено в змінах і доповненнях до “Положення про порядок проведення конкурсів по продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених в ході



приватизації". Промисловий інвестор повинен відповідати наступним характеристикам:

- бути юридичною особою, яка визнається покупцем згідно статті 8 Закону України "Про приватизацію державного майна";
- виготовляти продукцію (виконувати роботи, надавати послуги), аналогічну продукції (роботам, послугам) підприємства, що приватизуються;
- мати довгостроковий інтерес в розвитку підприємств, що приватизуються.

Об'єктом купівлі-продажу на ринку корпоративних цінних паперів є корпоративні цінні папери, а саме акції, облігації та похідні від них цінні папери.

Найважливішою складовою ринку корпоративних цінних паперів України є ринок акцій, в той час як зарубіжний досвід свідчить про те, що найбільш розвинутими за обсягами капіталізації в багатьох країнах є ринки облігацій. На основі наявної інформації можна стверджувати, що обсяг світового ринку облігацій перевищує обсяг світового ринку акцій. На кінець 1991 р. загальна капіталізація провідних ринків акцій відповідала приблизно 76% загальній вартості провідних ринків облігацій.

Що обумовлено декількома причинами, а саме:

1. Світовий ринок облігацій за обсягом перевершує світовий ринок акцій, що надає "великим гравцям" (інституційним інвесторам) можливість ведення операцій на досить ліквідному ринку.

2. Група факторів, що впливають на розвиток ринку облігацій, трохи відрізняється від групи факторів, що впливають на розвиток ринку акцій.

Тому, ймовірно можливість одержання прибутку на ринку облігацій відрізняються від подібних можливостей на ринку акцій у плані порядку їхнього одержання. У прибуток облігаційного інвестора можуть входити підвищення вартості при одночасному зниженні ставки відсотка,

номінальний процентний дохід по облігаціях, курсовий прибуток при обміні валют. Ці прибутки можуть надавати інвестору сприятливі альтернативи, у той час як основні ринки акцій пропонують менш сприятливі можливості.

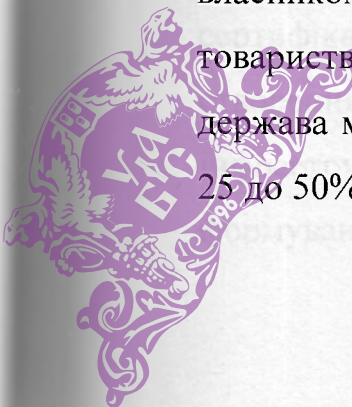
3. Ринки облігацій надають можливості селективного зниження ризику (валютний ризик, секторний ризик), а також найширше зниження портфельного ризику.

4. Подібно інвестиціям в акції, інвестиції в облігації можуть входити до складу програм, націлених на нейтралізацію валютного ризику за допомогою хеджування валютних ф'ючерсів, угод на термін з терміновими документами й опціонів.

5. Внаслідок великого обсягу операцій на ринку облігацій цей ринок може запропонувати інвесторам сприятливу ліквідність. Для неамериканських інвесторів ринок довгострокових казначейських зобов'язань США пропонує ліквідність на цілодобовій (24 години) основі.

Стан українського ринку корпоративних цінних паперів на даний час демонструє відмінні тенденції від світового ринку, а саме, як уже зазначалося, в Україні спостерігається домінування ринку акцій.

Так, вже у 1995р. було приватизовано більше половини із 28 тис. об'єктів, які змінили форму власності у перші три роки приватизації. Тоді власниками акцій підприємств стали понад 15 млн. громадян України. В економіці країни домінуючою виявилася корпоративна форма власності. Однак у 1995р. на кожному третьому об'єкті великої приватизації держава мала контрольний пакет акцій, залишаючись тим самим основним власником. Станом на 01.01.2001 року державна частка в акціонерних товариствах складає 5,9 млн. грн., причому в 390 акціонерних товариствах держава має контрольний пакет акцій, в 1200 – володіє блокуючими (від 25 до 50%) пакетами акцій, а в 164 - тимчасовими пакетами.



Отже, основним чинником, що сприяв формуванню і розвитку ринку в Україні, стала приватизація.

Ця обставина вплинула на прискорення зростання обсягів капіталізації. Із 4436 відкритих акціонерних товариств, продаж акцій яких розпочався на першому етапі приватизації, через Українську фондову біржу були продані акції лише 48 акціонерних товариств. Завдання по приватизації великих і середніх підприємств у 1995р. були виконані тільки на 39%. Переважав конкурсний шлях продажу акцій, що знижувало інтерес фінансових посередників до обслуговування цього процесу.

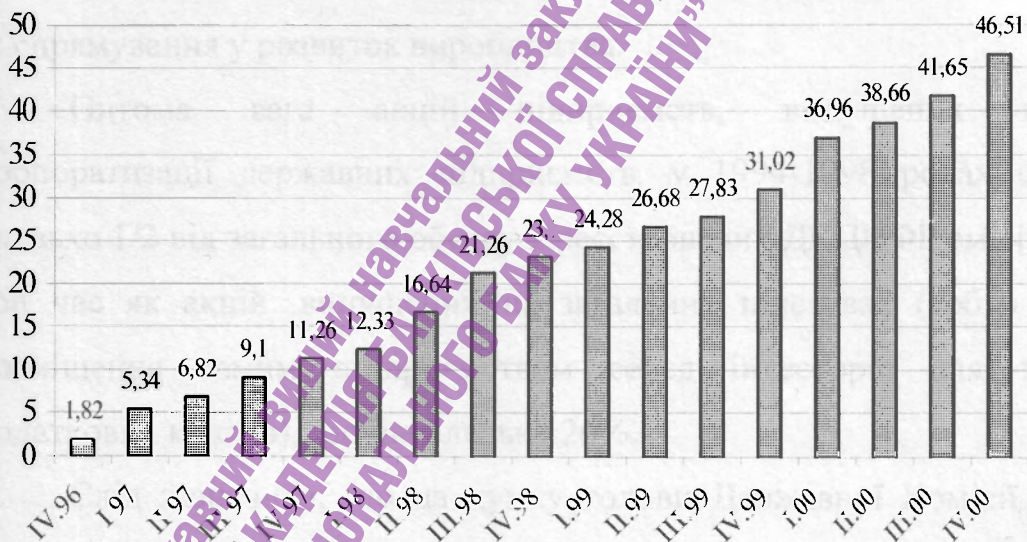


Рис. 1.1 Обсяг випуску акцій у 1996-2000 рр. (млрд.. грн.)

Із 15 млн. власників акцій акціонерних товариств тільки 3.6 млн. вклали свої сертифікати у довірчі товариства і 2,4 млн. - у інвестиційні фонди і взаємні фонди інвестиційних компаній. Стримувався перехід від сертифікаційного розподілу державного майна серед населення до створення повноцінного ринку цінних паперів, з урахуванням всієї його інфраструктури. Крім того, іменна форма цінних паперів знижувала темпи формування фондового ринку, ускладнюючи процес реєстрації і

перереєстрації прав власності на цінні папери. Це обумовило прискорення появи у 1995р. тіньового ринку приватизаційних майнових сертифікатів - як явне порушення законодавства. Використання іменної форми цінних паперів гальмувало розвиток вторинного ринку. Залучення лише у ролі фінансових посередників інвестиційних інвесторів також не стимулює розвиток фондової діяльності. Тим часом у більшості розвинених країн основою посередницької діяльності були і залишаються брокери.

Таким чином, переважаюча більшість емісій корпоративних цінних паперів в Україні за роки становлення ринку цінних паперів здійснювалася через приватизацію і корпоратизацію державних підприємств. Тим часом, протягом 1998 року спостерігалася позитивна тенденція збільшення емісії акцій, метою яких було залучення коштів для їх спрямування у розвиток виробництва.

Питома вага акцій підприємств, випущених внаслідок корпоратизації державних підприємств, у 1994-1998 роках становила близько 1/2 від загального обсягу зареєстрованих ДКЦПФР емісій акцій, в той час як акцій, випущених на загальних підставах (тобто з метою розміщення самим підприємством серед інвесторів для залучення додаткових коштів), - лише близько 20%.

Слід зазначити, що на думку голови Державної Комісії з цінних паперів і фондового ринку О. Мозгового, така структура первинного ринку свідчить про те, що переважна більшість операцій з випуску акцій підприємств не призводила до залучення реальних інвестицій в економіку, а лише обслуговувала процес приватизації та акумулювання доходів державного бюджету від продажу належних державі часток у корпоратизованих підприємствах [89].

У 2000 році як і у попередні роки, провідну позицію на фондовому ринку України серед фінансових інструментів займають акції. Комісією зареєстровано 2 779 емісій акцій на загальну суму 15,494 млрд. грн., що на

7,575 млрд. грн, більше, ніж у попередньому році. Майже 38,3% загальної суми емісій припадає на I квартал (5,94 млрд. грн.). Крім того, скасовано 132 емісії акцій на суму 120, 684 млн. грн. [137].

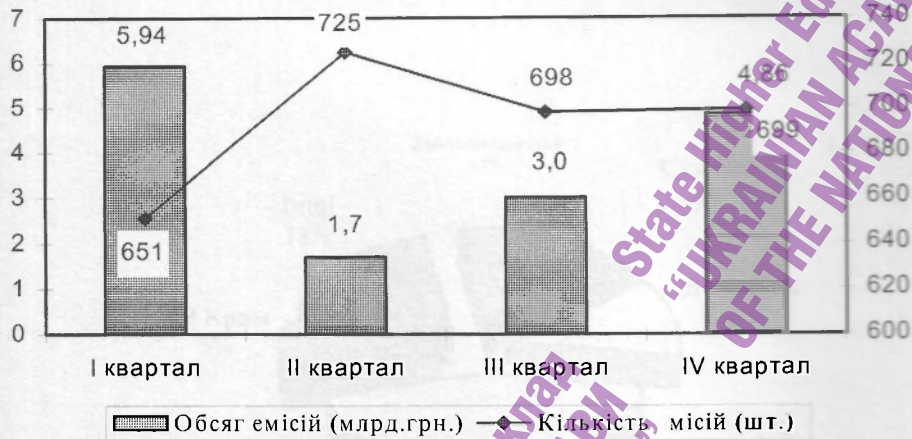


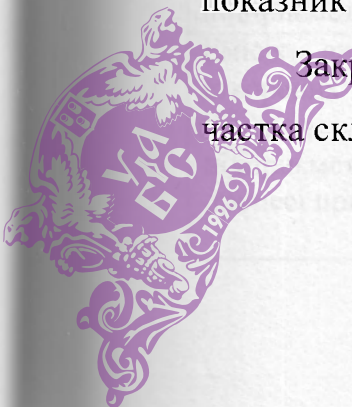
Рис. 1.2 Кількість та обсяг емісій у 2000 році

У 2000 році, як і у попередньому, спостерігається тенденція щодо переважного випуску акцій у найбільших промислових регіонах України: Донецькій, Дніпропетровській, Харківській, Сумській областях, а також у місті Києві та Київській області.

Незважаючи на певне поживлення інвестиційної діяльності в Україні, обсяги залучення інвестицій шляхом додаткового випуску акцій залишаються вкрай низькими.

Відкритими акціонерними товариствами з метою залучення додаткового капіталу здійснено 343 емісії на суму 1722,158 млн. грн., що становить 11% від загального обсягу випуску цінних паперів. Однак цей показник збільшився на 248, 054 млн. грн порівняно з минулим роком.

Закритими акціонерними товариствами здійснено 1727 емісій, а їх частка склала 21 % (табл. 1.4).



Частка емісій, зареєстрованих у процесі корпоратизації та приватизації, залишається досить значною і становить 14% від загального обсягу зареєстрованих емісій, або 2,112 млрд. грн.

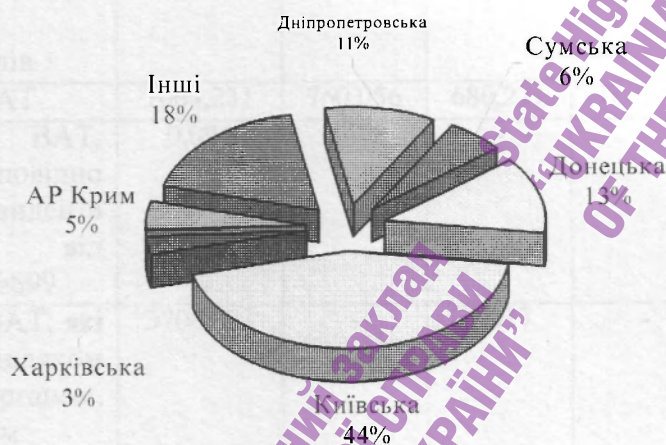


Рис. 1.3 Територіальний розподіл емісії акцій у 2000 році (за обсягами випусків)

Таблиця 1.3

Обсяг емісії акцій у 2000 році (млн. грн.)

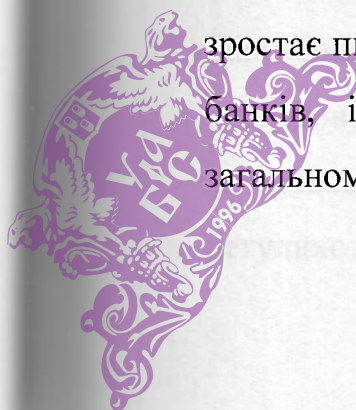
Емісія суб'єктів господарювання за напрямками діяльності	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	Всього	
					Сума	%
1	2	3	4	5	6	7
Загальний обсяг емісії акцій, всього в т.ч.	5940,659	1698,362	2995,126	4859,643	15493,790	100
Емісія акцій підприємств	258,788	431,508	389,008	692,885	1772,159	11.44
Емісія акцій ВАТ, створених із державних підприємств у процесі приватизації	315,591	105,294	13,124	21,857	455,866	2.94

Продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
Емісія акцій ВАТ, створених із державних підприємств у процесі корпоратизації,	513,119	59,306	-	11,670	584,095	3,77
Збільшення статутного фонду акціонерного товариства у зв'язку з індексацією основних фондів	117,903	223,007	1049,455	2576,107	3966,472	25,60
Емісія акцій ЗАТ	1064,231	760,056	680,271	763,364	3267,924	21,09
Емісія акцій ВАТ, створених відповідно до Указу Президента України від 26.11.1994р. №699	0,094	0,678	-	-	0,772	0,005
Емісія акцій ВАТ, які створюються шляхом заснування органом, уповноваженим управляти об'єктами державної	3706,883	-	0,017	-	3706,900	23,93
Емісія акцій під час реорганізації товариств	-1,287	83,556	538,578	167,676	788,523	5,09
Емісія акцій ВАТ, створених із державних підприємств	-	63,156	345,795	662,995	1071,496	6,92
Скасування реєстрації випуску акцій	-34,663	-28,199	-21,122	-36,881	-120,865	-0,78

Частка зареєстрованих випусків акцій з реально залученими коштами становить 33% від загального обсягу емісій, або 5,040 млрд. грн.

Аналіз даних за поточний період свідчить, що з кожним роком зростає питома вага емісії акцій учасників фондового ринку (комерційних банків, інституційних фондів та компаній, страхових компаній) у загальному випуску акцій.



Значними за обсягами були емісії акцій страхових компаній та комерційних банків. Однак це пояснюється скоріше введенням жорстких вимог до розміру статутних фондів даних фінансово-кредитних установ. В цілому питома вага акцій інституційних учасників фондового ринку (комерційних банків, інвестиційних фондів та компаній, страхових компаній) в загальному обсязі акцій протягом останніх років, порівняно з промисловими підприємствами, зростала. Випуск акцій фінансово-кредитних установ зріс від 1,029 млрд. у 1999 році до 1,278 млрд. грн. (див. табл.1.4).

Таблиця 1.4

Обсяг емісії акцій в Україні у 1996 – 2000 рр.

Вид суб'єкта підприємницької діяльності	Обсяг емісії акцій, млн. грн.				
	1996р.	1997р.	1998р.	1999р.	2000р.
Комерційні банки (ЗАТ)	6,0	170,0	231,0	215,0	333,0
Комерційні банки (ВАТ)	49,0	269,0	324,0	639,0	755,0
Страхові компанії	2,0	15,0	100,0	165,0	192,0
Інвестиційні компанії, фонди	1,0	18,0	-30,0	10,0	-2,0
Підприємства (ВАТ)	68,0	1724,0	6254,0	2516,0	3390,0
Підприємства (ЗАТ)	1696,0	7247,0	4960,0	4374,0	10827,0
Усього	1822,0	9443,0	11839,0	7919,0	15495,0

Емісійна діяльність таких фінансових інститутів, як інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, зазнала впливу податкового законодавства. Саме ці інститути в усьому світі займають провідне місце в обслуговуванні інвестицій дрібних інвесторів (насамперед громадян) на фондовому ринку. У результаті введення додаткових положень, які регулюють діяльність цих інститутів, і які водночас суперечать нормам

базового законодавства про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, банкрутство загрожує переважній більшості цих інститутів. Значних збитків зазнають при цьому і їх акціонери, а це близько 20% громадян України.

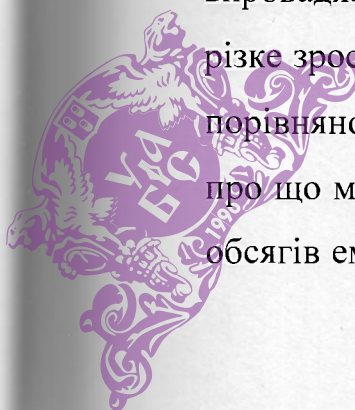
На сьогодні інвестиційні фонди та компанії фактично зупинили емісійну діяльність. Зменшення протягом останніх років частки заощаджень громадян, розміщених в цінних паперах, в структурі загальних доходів до 4% від загального обсягу отриманих ними доходів не може не викликати занепокоєння.

Ця проблема загострюється внаслідок того, що інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній, які здійснювали операції з приватизаційними паперами, створювались на визначений строк. В 2000 р. Україні діяло близько 200 інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, при цьому термін діяльності майже 40% із них закінчився саме в 2000 році.

Такий стан розвитку ринку цінних паперів в подальшому може стати перешкодою розвитку в Україні вітчизняних інвестиційних фондів та компаній, страхових компаній та пенсійних фондів.

Комерційні банки, які традиційно орієнтовані на роботу з населенням, на сьогодні не є провідником його заощаджень на фондовий ринок, тому що частка "чистих активів" комерційних банків, розміщених ними в державні цінні папери та акції інших підприємств, в середньому не перевищує 15%.

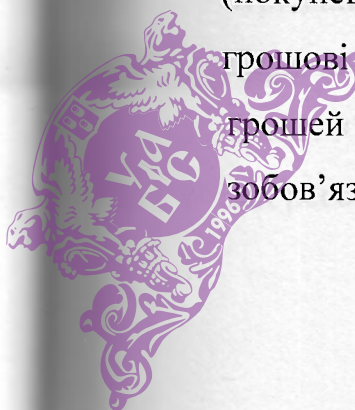
Емісійна діяльність українських підприємств є наслідком впроваджуваною державою форми приватизації. Так, слід відмітити, що різке зростання обсягів емісії закритих акціонерних товариств у 1997 році порівняно з 1996 роком є наслідком вдало проведеної малої приватизації, про що ми вже зазначили в розділі 1.1. дисертаційної роботи. Збільшення обсягів емісії відкритих акціонерних товариств в 2000 році в порівнянні з



1999 роком є наслідком введення індивідуальних підходів до приватизації окремих підприємств та продажем державної частки в окремих товариствах, до кола яких увійшли підприємства таких інвестиційно привабливих галузей як енергетика, машинобудування, металургія, нафтопереробка, зв'язок.

Сучасний ринок акцій підприємств України можна поділити на два основних сегменти. Перший сегмент представлений ринком акцій інвестиційно привабливих підприємств, до яких входять так звані "блакитні" фішки та акції підприємств, за які ведуть боротьбу місцеві стратегічні інвестори. В Україні до "блакитних фішок" відносять акції близько 10 підприємств, які посідають провідні місця в українських фінансових рейтингах. Цими цінними паперами активно торгують на фондовому ринку, вони мають найвищу ліквідність і капіталізацію і контрольні пакети яких знаходяться в державній власності. До згаданих підприємств належать, зокрема, енергогенеруючі та найбільші енергопостачальні компанії, "Укрнафта", хімічний концерн "Стирол", підприємства чорної металургії, трубної промисловості, обласних енергопостачальних компаній (крім найбільших). До другого сегменту відносяться цінні папери інших акціонерних товариств.

Зазначимо, що в структурі ринку цінних паперів України найменш розвинутим сегментом залишається ринок корпоративних облігацій. Хоча емісія корпоративних облігацій – це один з простих і ефективних засобів залучення коштів підприємством. Нагадаємо, що облігація – це боргова розписка (цінний папір), яка засвідчує про те, що з одного боку, власник (покупець) облігації надав у борг підприємству (емітенту облігації) грошові кошти, а з іншого боку, підприємство-боржник, надало взаємін грошей специфічний папір (облігацію), фактично підтверджуючи своє зобов'язання перед покупцем повернути отримані в борг "облігаційні"



кошти. Повернення грошей по облігаційній позиці повинно виконуватися в чітко визначений термін.

В Україні законодавство передбачає можливість випуску і обігу наступних видів облігацій :

- облігації внутрішньої державної позики;
- облігації місцевих позик;
- облігації міністерства фінансів;
- облігації підприємств.

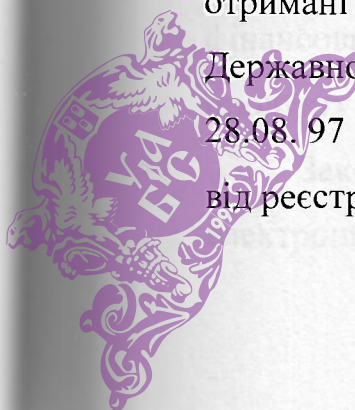
А саме стаття 3 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» прямо вказує на можливість випуску підприємством корпоративних облігацій: "...відповідно до цього Закону в Україні можуть випускатися і обертатися такі види цінних паперів: ..облігації підприємств.." [2]. Можливість випуску облігацій повинна бути визначена статутом підприємства-емітента.

В Україні існує ряд обмежень щодо випуску облігацій.

По-перше, акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму не більше 25 % статутного фонду і тільки після повної сплати усіх випущених акцій. Для інших суб'єктів господарювання такі обмеження не визначені.

По-друге, заборонений випуск облігацій підприємств для формування і поповнення статутного фонду або для покриття збитків, що виникли внаслідок господарської діяльності підприємства.

Разом з тим, незважаючи на те, що ці вимоги являються досить формальними, тому що досить важко відслідкувати, як використовувалися отримані від випуску облігацій кошти. Крім цього, згідно рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦП і ФР) від 28.08.97 р., наявність збитків у емітента не може бути підставою в відмові від реєстрації випуску.



В Україні підприємства можуть випускати наступні види облігацій (див. табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Класифікація корпоративних облігацій *

Класифікаційна ознака	Види облігацій
Строк обігу	- короткострокові (до одного року); - середньострокові (від одного до трьох років); - довгострокові (більше трьох років)
За правом власності	- іменні; - на пред'явника
По способу нарахування прибутку	- процентні (дисконтні, купонні); - безпроцентні (вказується товар або послуга, під які вони випускаються)
За характером обігу	- обертаються вільно; - з обмеженим колом обертання (обертаються тільки на первинному ринку)

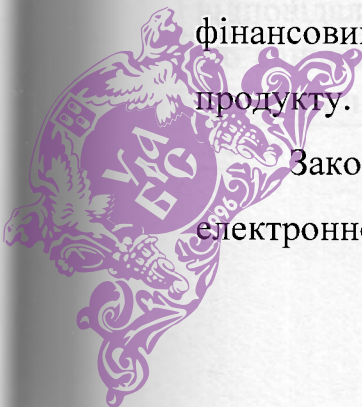
*Згідно Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" [2].

Дисконтні облігації - процентні облігації, прибутком по яким є різниця між їх номінальною вартістю і ціною продажу, яка на декілька відсотків менше номіналу.

Купонні облігації – процентні облігації, які використовуються, коли виплата процентів відбувається не одноразово, а частками, наприклад, щоквартально.

Цільові облігації дозволяють емітенту виконувати розрахунки з кредиторами товарами і послугами, що є досить важливим для тих підприємств, виробничий цикл яких пов'язаний з необхідністю великої разової закупки сировини і є довгостроковим, але не вимагає значних фінансових вкладень в процесі переробки і виробництва готового продукту.

Закон України "Про національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" дозволяє випуск облігацій як



в документарній, так і в бездокументарній формах. Остання має ряд переваг:

- по-перше, емітент позбавляється витрат на друкування бланків цінних паперів і оформленні сертифікатів якості. Увесь випуск облігацій в документарній формі повинен відповідати вимогам постанові Кабміну № 283 від 19.04.93р. “ Про встановлення порядку виготовлення бланків цінних паперів і документів суворої звітності”;

- по-друге, прискорюється процедура перереєстрації прав власності на облігації;

- по-третє, спрощується процедура розміщення цінних паперів на зовнішніх ринках без фізичного вивозу бланків за кордон.

Дані про обсяги випуску облігацій підприємствами всіх форм власності України представлені в табл. 1.6.

Облігації, як і інші фінансові інструменти, мають свої переваги і недоліки.

Таблиця 1.6

Обсяги емісії облігацій в Україні у 1996 – 2000 рр.

Вид суб'єкта підприємницької діяльності	Обсяг емісій облігацій, млн. грн.				
	1996р.	1997р.	1998р.	1999р.	2000р.
Комерційні банки	0,663	0,500	0,000	0,000	5,000
Акціонерні товариства	0,000	0,035	2,691	0,000	45,809
Державні підприємства	1,946	102,000	3,500	120,000	0,000
Товариства з обмеженою відповідальністю	10,200	3,900	2,000	8,000	19,083
Об'єднання (концерни)	0,000	10,000	0,000	4,188	-
Усього	12,809	116,435	8,191	132,188	69,892



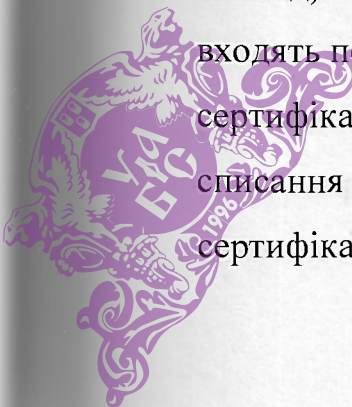
Так, серед переваг корпоративних облігацій можна виділити наступні.

Корпоративні облігації дозволяють підприємству взяти в борг кошти під процентну ставку, яка, як правило, нижча за банківську. Випуск облігацій (на відміну від акцій) не призводить до перерозподілу часток в статутному фонді (до зміни власника). Облігації не дають їх власникам права на участь в управлінні підприємством.

Процентна ставка по облігаціям не змінюється і залишається однаковою на протязі всього строку обігу. Крім того, підприємство може зменшити обсяг купонних виплат, якщо достроково викупить облігації на вторинному ринку.

Незважаючи на досить велику кількість переваг, даний фінансовий інструмент має окремі недоліки, а саме:

1. Значні витрати на обслуговування позики:
 - а) державне мито складає 0,1 % розміру емісії;
 - б) згідно з Указом Президента України від 10 вересня 1996 року виключне право на виготовлення бланків цінних паперів мають Банкотно-монетний двір і поліграфічне підприємство Міністерства фінансів “Держзнак”. Вартість типового бланку формату А5 складає 0,21-0,23 грн., формату А4 – 0,36 грн.;
 - в) плата за послуги консультантів, андерайтерів, і агентів по підписці може коливатися від 0,1% до 8 % розміру розміщеної емісії;
 - г) розміщення публікації про емісію облігацій в офіційній пресі потребує від 800 грн. до 2000 у.о.;
 - д) послуги депозитарію коштують від 10 тис. грн., до складу яких входять послуги по депонуванню тимчасово вільного, а потім-глобального сертифікату, витрати на відкриття і ведення рахунків (зачислення і списання цінних паперів), щомісячні витрати на зберігання глобального сертифікату.



Таким чином, при бездокументарній формі випуску облігацій витрати емітента складуть мінімум 1,2 %, при документарній – мінімум 3.11 % від обсягу емісії.

2. Ризик того, що на первинному ринку облігації не будуть розміщені в повному обсязі.

3. Відсутність вторинного ринку корпоративних зобов'язань в Україні.

4. Ризик банкрутства, в випадку, якщо прибуток підприємства від інвестицій коштів позики виявиться нижче доходу, на який розраховує покупець облігацій.

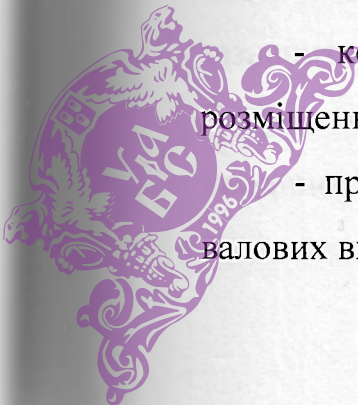
Стосовно розвитку первинного ринку облігацій підприємств слід зазначити, що цей ринок протягом 1997-1998 років в Україні було фактично знищено: випуск корпоративних облігацій у 1998 році скоротився в 14,4 рази і становив 8,1 млн. грн. у порівнянні з 116,4 млн. грн. у 1997 році.

Одним із важливих факторів, що стримував випуск корпоративних облігацій в Україні, як вважає більшість аналітиків та операторів фондового ринку, виявилися специфіка оподаткування операцій з цими фінансовими активами. Кошти, отримані підприємством від випуску облігацій, обкладалися податком на прибуток за 30%-ою ставкою, що, звичайно, робило емісію не досить привабливою. З іншого боку, значні обсяги інвестиційних ресурсів з ринку корпоративних паперів відволікала висока прибутковість облігацій внутрішньої державної позики.

Згідно Закону України № 977-XIV „Про внесення змін в деякі закони України з метою стимулювання інвестиційної діяльності” :

- кошти, що залучаються емітентом в зв'язку з первинним розміщенням облігацій вже не підлягають оподаткуванню;

- проценти і дисконт підприємство може включати в склад своїх валових витрат;

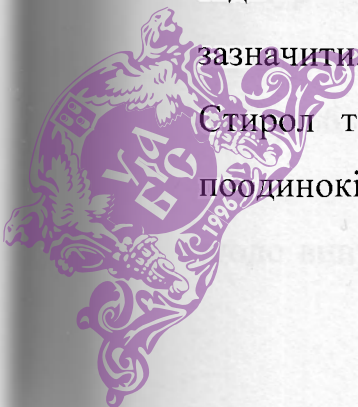


- оплату послуг реєстраторів або депозитаріїв емітент також може включати до складу валових витрат.

Ці зміни призвели до значного підвищення активності на ринку облігацій. Так у 1999 р. зареєстровано випусків корпоративних облігацій на суму 132,1 млн. грн., що перевищило рівень 1998 р. в 16,5 рази. В той же час у 2000 році було лише 17 випусків облігацій на загальну суму 69,892 млн. грн, що на 62,296 млн. грн. менше, ніж у попередньому році.

Перспективи розвитку ринку корпоративних облігацій залишаються однією з найбільш суперечливих проблем для фондових аналітиків.

Так зокрема, як зазначає Іван Гранцев, начальник відділу реєстрації емісії підприємств ДКЦП і ФР: “Облігації починають складати конкуренцію усьому банківському капіталу. Незважаючи на існуючі недоліки, в Україні вже починає активно розвиватися практика емісії корпоративних облігацій (див. додаток А). Чим активніше у нас буде розвиватися ринок корпоративних інструментів, тим більше банки бути вимушені скорочувати кредитні ставки. Після того як облігації перестали обкладатися податком на прибуток, ми практично кожен день консультуємо підприємства по питанням випуску облігацій. Крім того, зростання інтересу до облігацій пов’язано зі зміною ментальності управляючих корпораціями. Фондовий ринок до 1998 року характеризувався значним підйомом активності, як наслідок, інвестиції проводилися лише в акції. В результаті сьогодні з’явився ефективний власник, який, з одного боку, бажає зберегти контроль над підприємством, а з іншого, бажає залучити інвестиції і розвивати виробництво. Саме ці дві задачі можуть бути вирішені за допомогою облігацій”[148]. Потрібно зазначити, що й вирішуються вже досить успішно, зокрема концерном Стирол та структурними підрозділами Укртелекому, однак це лише поодинокі приклади.



З іншого боку, на думку багатьох операторів фондового ринку, корпоративні облигації все ж таки залишаються непопулярними в Україні і це обумовлено наступними причинами:

- дефолт по облигаціям внутрішньої державної позики обумовив різке скорочення в використанні даного фінансового інструменту. Більшість інвесторів вважають, якщо не можна довіряти державним облигаціям, то корпоративним – тим більше;

- у інвесторів не має впевненості, що вони будуть регулярно отримувати відсотки за облигаціями;

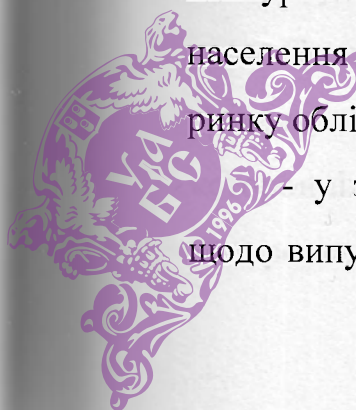
- український фондовий ринок характеризується нерозвинутою інфраструктурою, і тому облигації можуть стати неліквідним інструментом;

- в Україні відсутній вторинний ринок корпоративних облигацій;

- неурегульовані окремі моменти щодо випуску і обігу облигацій, зокрема випуск облигацій з їх наступною конвертацією в акції і навпаки. Але, як свідчить світова практика, конвертовані облигації є найбільш інвестиційно привабливим і ліквідним фінансовим інструментом на світових фондових ринках.

На наш погляд, українські корпоративні облигації ще не стали дійсно ліквідним фінансовим інструментом і не зайняли вагомого місця в структурі ринку корпоративних цінних паперів. Проте певний позитивний досвід використання саме безвідсоткових (цільових) облигацій дає змогу сподіватися на зростання популярності емісії цього фінансового інструменту як серед підприємств-виробників високоякісної конкурентноспроможної продукції, так і серед потенційних інвесторів та населення України, зокрема, але лише за умови створення демократичного ринку облигацій. Ринок облигацій може вважатися демократичним, якщо:

- у законодавчому порядку зменшена кількість різних обмежень щодо випуску і обігу облигацій при залишенні за державою контрольних



функцій у даній сфері, не підміняючи при цьому тих рішень, що приймаються інвесторами і емітентами;

- забезпечена відкритість ринку облигацій, доступність інформації про нього для всіх зацікавлених сторін і, передусім, надана повна можливість інвесторам і емітентам бути обізнаними щодо намірів своїх партнерів;

- придбання облигацій здійснюється виключно на добровільних засадах;

- проводиться сувора антимонопольна політика, яка створює конкурентне середовище для емітентів і їх облигацій, а також не допускає домінування державних позик (вони можуть посідати провідне місце, але лише завдяки своїй надійності і достатній привабливості для інвесторів).

Однією із складових ринку корпоративних цінних паперів є ринок гібридних цінних паперів, темпи розвитку якого, як свідчить закордонний досвід, залишаються протягом останніх років досить високим. До числа так званих гібридних цінних паперів, що ввібрали в себе достоїнства акцій та облигацій, відносяться привілейовані акції.

Так, у США у 1981 р. вартість привілейованих акцій у загальній вартості всіх акцій становила 7 %, а через десять років (у 1992р.) - вже 27%.

Насамперед, треба звернути увагу ще на дві безперечні переваги привілейованих акцій.

По-перше, вони можуть конвертуватися, тобто їх власники отримують від емітента право за бажанням обмінювати їх на інші цінні папери, у тому числі прості акції.

По-друге (і, можливо, це головне), привілейовані акції дозволяють емітенту захищати систему управління свого підприємства від «сторонніх», не порушувати статутний фонд, зберегти для себе контрольний пакет акцій. За нашим переконанням, у найближчий час по



мірі концентрації засобів виробництва в руках умілих власників чинник «нерозпоршення» статутного фонду може стати вирішальним для швидкого освоєння нових для нашого ринку цінних паперів у вигляді привілейованих акцій.

Крім того, привілейовані акції забезпечують їх утримувачам право на отримання стійких дивідендів.

Існуюча структура ринку корпоративних цінних паперів України та склад його учасників обумовлюють безпосередній вплив на такий узагальнюючий показник стану фондового ринку, як обсяги його капіталізації.

Під капіталізацією ринку розуміють загальну вартість всіх цінних паперів, що обертаються на ринку, яка розраховується як добуток кількості цінних паперів, що котуються на даному ринку, на їх курсову ціну.

Номінальна капіталізація ринку цінних паперів України у 2000р. досягла 24 відсотки від номінального валового внутрішнього продукту (ВВП) і склала 31,021 млрд. грн. Загальна вартість угод з цінними паперами по відношенню до ВВП перевищує рівень монетизації господарського обороту. Ринкова вартість акцій, що обертаються на організованому ринку, досягла майже 9 відсотків ВВП (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

Прогнозні показники розвитку ринку акцій
в Україні на 2000-2005 роки
(у відсотках до ВВП)

Показники	2000р.	2005р.
Номінальна капіталізація	24	35
Ринкова капіталізація	9	17
Обсяги угод на ринку, всього	5	20
в т.ч. обсяги угод на організованому ринку	2	12



На основі порівняльного аналізу показників капіталізації фондового ринку України можна зробити висновок про те, що показник відношення обсягу капіталізації ринку до валового внутрішнього продукту наближається до рівня показників ринків країн Центральної Європи - Чехії, Словачії, Польщі, однак, поки що залишається нижчим за ринки країн Східної Європи і Центральної Європи і Росії, зокрема, про це свідчить 9 місце в рейтингу IFC Frontier (див. табл. 1.8).

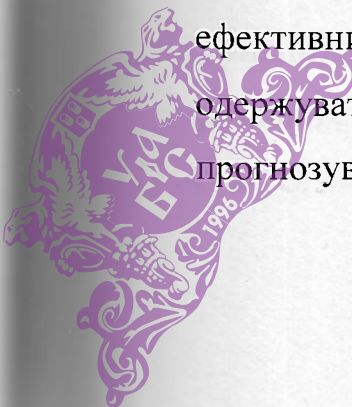
Досить низький рівень капіталізації ринку цінних паперів України пов'язаний з незавершеністю процесу приватизації майна державних підприємств. У свою чергу, ефективність приватизації багато у чому залежить від того, як розвивається ринок цінних паперів, бо у іншому випадку державі довелося б покласти на себе весь тягар фінансової підтримки колишніх державних підприємств, а сам ринок цінних паперів, не може вважатися ефективним, якщо він не зможе виконувати свою основну функцію перерозподілу вартості.

Таблиця 1.8

Місце України за даними IFC серед 20 ринків,
що входять до групи IFC Frontier в 1999р.

Показник	Місце українського фондового ринку
Капіталізація	9
Дохідність ринку (розраховується на основі змін індексу IFC кожної країни)	4
Кількість емітентів, що пройшли лістинг	4
Щомісячний обсяг торгівлі	7

Необхідно відзначити, що ми маємо справу в Україні зі слабо ефективним ринком (weak efficiency market), що з однієї сторони дозволяє одержувати надприбутки інсайдерам, а з іншої робить коректне прогнозування розвитку ринку неможливим.



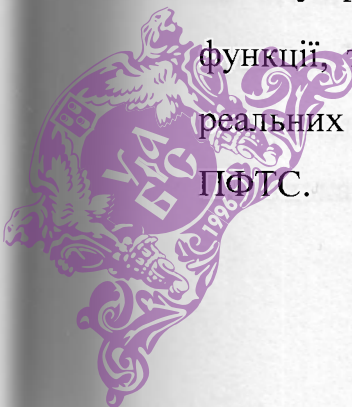
Слабо ефективним ринком вважається ринок, на якому є загальнодоступною тільки інформація про колишні ціни. Звичайно, це дозволяє застосовувати визначені методи технічного аналізу для прогнозування цін, але довгострокові тенденції усе-таки визначаються фундаментальними факторами. Крім того, існуюча статистика за цінами на ринку не перевищує чотирьох років (ПФТС розпочала свою роботу лише у 1996 році), що не дозволяє досить адекватно оцінювати циклічність, характерну саме для українського ринку корпоративних цінних паперів.

Значні розміри спредів на українському ринку є наслідком такої неефективності ринку. Більшість торговців або не в змозі визначити інвестиційну вартість (investment value) акцій компанії через відсутність необхідної інформації, або співробітники цих фірм не володіють відповідними технологіями аналізу.

У таких випадках торговці цінними паперами встановлюють такий спред, який дозволив б мінімізувати розмір недоотриманого прибутку або збитку, у випадку, якщо на ринку почне працювати торговець, що володіє достатньою інформацією для оцінки реальної інвестиційної привабливості компанії.

Крім того, значні спреди по переважній більшості акцій приводять до ситуації, коли взагалі складно оцінити реальні ціни, за якими відбувалися угоди. По цьому нам хотілося б відмітити, що український ринок насправді є умовно слабко ефективним, тому що недоступна навіть коректна інформація про колишні ціни на цінні папери.

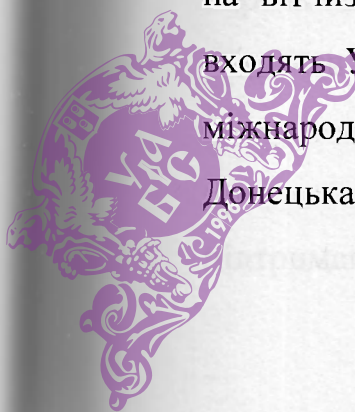
У такий спосіб ціни як джерело інформації не виконують своєї функції, тому що значні спреди і неможливість проконтролювати ціни реальних угод зменшують цінність статистичної інформації наданої ПФТС.



Але навіть після того, як необхідні акції обрані і куплені, можуть виникнути проблеми з їхньою перереєстрацією. По-перше, терміни перереєстрації значно перевищують T+5 днів. По-друге, недосконалість законодавчої бази породжує різночитання нормативних документів. Як результат, може виникнути ситуація, коли в перереєстрації прав власності буде відмовлено на підставі відсутності, наприклад, серед пакета документів, поданих реєстратору, Статуту торговця або акта прийому-передачі цінних паперів. Ця ситуація розтягує процес перереєстрації на місяці.

Приватизація і формування первинного ринку цінних паперів взаємообумовлені у часі та протікають паралельно, що було доведено в першому пункті даного розділу. У постприватизаційний період найбільш нагальною проблемою стає формування вторинного ринку.

Потрібно зазначити, що одним із найважливіших показників розвитку ринку цінних паперів є його “структурна збалансованість”, що характеризуються показниками співвідношення між первинним та вторинним, біржовим та позабіржовим ринками цінних паперів. Співвідношення між первинним та вторинним ринком в розвинутих економіках коливається у межах 5-15% обсягів вторинного ринку. У 1996 році загальний обсяг операцій на біржовому ринку продажу акцій становив менше 1 % від загального обсягу емісії в Україні. У тому ж році на вторинному ринку було продано цінних паперів всього 0,3 % від всього обсягу цінних паперів (на обох ринках – первинному і вторинному). У 1997 році ситуація покращилася, але відставання залишається. У 1999 році на вітчизняних організаційно оформлених фондових ринках (до яких входять Українська фондова біржа, Донецька фондова біржа, Київська міжнародна фондова біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Донецька фондова біржа, Перша фондова торговельна система) загальний



обсяг угод з купівлі-продажу акцій склав 617, 141 млн. грн., що не перевищує 8% загального обсягу емісій акцій (див. табл.1.4).

Наведений аналітичний матеріал дозволяє нам стверджувати, що неорганізований ринок цінних паперів в Україні є набагато більшим, ніж ринок організований, чого нема в жодній із країн Східної Європи, що успішно розвиваються. Внаслідок чого відсутній механізм встановлення справжньої ціни на цінні папери, що сприяє введенню в оману інвесторів. Неорганізований ринок створює непрозорий, неліквідний та ненадійний ринок – ринок, який не існує для світової спільноти. Оскільки в світі всі показники та характеристики національного ринку розраховуються за параметрами організованого ринку, то західний інвестор вважає український ринок невеликим за обсягами та неперспективним.

Іншим показником, який свідчить про ефективність функціонування ринку цінних паперів є його ліквідність. При дослідженні ринку корпоративних цінних паперів встановлено, що цей сегмент ринку цінних паперів України є неліквідним, що обумовлено рядом чинників. По-перше, більшість інвесторів не бажають продавати цінні папери, які вони придбали під час приватизації або малочисельних повторних емісій акціонерних товариств, а ті інвестори, які хотіли б продати свої цінні папери, не можуть цього зробити за своїм бажанням тому, що на них важко знайти покупця, так як вкладення у цінні папери абсолютної більшості емітентів не приносить ним очікуваних дивідендів. По-друге, вагомими інвесторами, в першу чергу, інституційні, або так звані “промислові” інвестори, як правило, придбають акції для того, щоб прийняти участь в управлінні підприємством або користуватись пільгами, які емітент може надавати своїм акціонерам. Іноді шляхом акціонерних взаємовідносин намагаються закріпити господарські зв’язки з емітентом. У результаті пропозиція цінних паперів на ринку не збільшується. Крім того, для підтримання ліквідності фондового ринку необхідно збільшення кількості

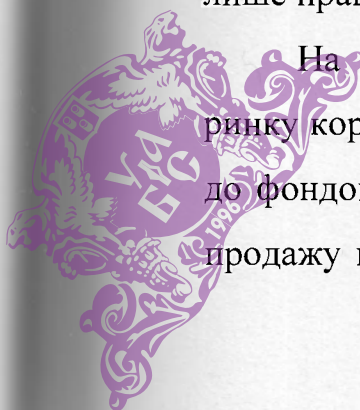
учасників угод, оскільки у цьому випадку ймовірність оптимального узгодження інтересів учасників ринку суттєво збільшується.

Процеси трансформації відносин власності, які відбуваються в Україні безпосередньо вплинули на зміну структури фінансового ринку та ринку фінансових послуг. Особливою сферою відносин, обумовлених дією ринкового механізму пошуку ефективного власника в умовах структурної незбалансованості, є виникнення та функціонування ринку корпоративного контролю.

Аналіз даної проблеми дає підстави для ствердження про наявність існування двох основних підходів до проблем визначення місця ринку корпоративного контролю та специфіки його функціонування в сучасних умовах. Так, прихильники теорії розподілу ринків наполягають на паралельному існуванні фондового ринку та ринку корпоративного контролю, що обумовлене певними розбіжностями, що впливають із стратегічної спрямованості операцій з купівлі – продажу цінних паперів (акцій). В той час як основною метою операцій на фондовому ринку є отримання капітального та дивідендного доходів, то на ринку корпоративного контролю операції здійснюються з метою отримання контролю над підприємством, в т.ч. над його активами, над відносинами з контрагентами, бюджетними ресурсами і т. ін.

Інша модель передбачає не паралельне існування фондового ринку та ринку корпоративного контролю, а існування ринку корпоративного контролю як складової фондового ринку. При цьому передбачається, що ринок корпоративного контролю є сферою відносин, що обумовлена дією лише правових чинників зміни номінального власника.

На нашу думку, однозначно стверджувати про те, що існування ринку корпоративного контролю визначається його приналежністю лише до фондового ринку можна лише за тією ознакою, що об'єктом купівлі-продажу на обох ринках є одні й ті самі цінні папери – акції. З іншого



боку, ми маємо підстави для наполягання на певному зв'язку ринку корпоративного контролю з товарним ринком. Якщо приватизаційна ціна майна підприємства менша, ніж реальна ринкова ціна більш-менш ліквідних активів, то стає можливим арбітраж між ринком корпоративного контролю та товарним ринком.

Слід зазначити, що паралельне існування двох взаємопов'язаних складових: фондового ринку та ринку корпоративного контролю, вносить суттєві зміни в методологію дослідження проблем оцінки інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів. Основні фактори (чинники), що впливають на процеси ціноутворення на фондовому ринку та ринку корпоративного контролю, мають суттєві розбіжності, що обумовлює неможливість застосування єдиних підходів до оцінки пакетів акцій підприємств, що пропонуються на продаж.

Таким чином, проведений нами аналіз стану ринку корпоративних цінних паперів України дозволяє зазначити, що визначальним факторами, які вплинули на становлення та розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні є:

- формування інфраструктури ринку цінних паперів з орієнтацією на обслуговування процесів розподілу і перерозподілу корпоративної власності при приватизаційних та постприватизаційних процесах, а не на розвиток самого ринку;
- надмірна орієнтація державної політики лише на стратегічних інвесторів та на збереження значної державної частки в статутних фондах акціонерних товариств;
- надмірне державне регулювання ринку цінних паперів;
- відсутність узгодженої політики в сфері законодавства, що регулює ринок;
- криза на світових фінансових ринках.



Однак розвиток інвестиційного процесу в економіці України та подальше проведення ринкових реформ неможливо без створення ефективно діючого ринку цінних паперів, що в повній мірі забезпечує реалізацію національних інтересів України, що й зазначено в “Програмі розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки”, яка була представлена членами стратегічної групи з питань фондового ринку України 13 грудня 2000 року[123].

Головною метою функціонування та розвитку фондового ринку в Україні повинно стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва.

Ліквідний, надійний та прозорий ринок корпоративних цінних паперів повинен забезпечити реалізацію національних інтересів України, сприяти зміцненню економічного суверенітету шляхом:

- сприяння надходженню інвестицій до реального сектору економіки;
- створення ефективної системи захисту прав і інтересів інвесторів – як вітчизняних, так і іноземних;
- створення системи фінансових інститутів та застосування різних фінансових інструментів з метою залучення внутрішніх і зовнішніх джерел інвестування;
- створення сприятливих умов для розвитку інститутів спільного інвестування, в тому числі недержавних пенсійних фондів;
- розбудови сучасної надійної системи виконання угод з цінними паперами та обліку права власності на цінні папери, розбудови Національної депозитарної системи;
- розбудови ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначати ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів;

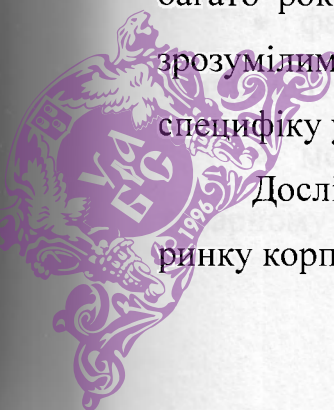


- концентрації і централізації торгівлі корпоративними цінними паперами українських емітентів на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій;
- запобігання переміщенню торгівлі та обліку права власності на цінні папери українських емітентів на ринку цінних паперів інших держав;
- створення умов для підвищення конкурентоспроможності ринку цінних паперів України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;
- гармонізації політики держави на ринку цінних паперів з грошово-кредитною, валютною і бюджетно-податковою політиками з метою розвитку ринку цінних паперів України;
- сприяння обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу України.

Таким чином, визначальною і найбільш нагальною передумовою подальшої розбудови ринку корпоративних цінних паперів і, взагалі, фінансової системи України повинні стати інвестиції як вітчизняних, так і іноземних інвесторів. З цією метою повинна бути забезпечена інформаційна прозорість ринку корпоративних цінних паперів, удосконалена система розкриття інформації для отримання існуючими та потенційними інвесторами надійної інформації про об'єкти інвестування та вартість цінних паперів для ефективного розподілу капіталу.

Тому заслуговує уваги удосконалення методології оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів, яка повинна базуватися з одного боку на методах та показниках, які вже багато років застосовуються для аналізу світових фондових ринках і є зрозумілими для іноземних інвесторів, та з іншого боку враховувала б специфіку українського ринку.

Дослідження особливостей впливу структурної незбалансованості на ринку корпоративних цінних паперів дозволило виявити певні розбіжності

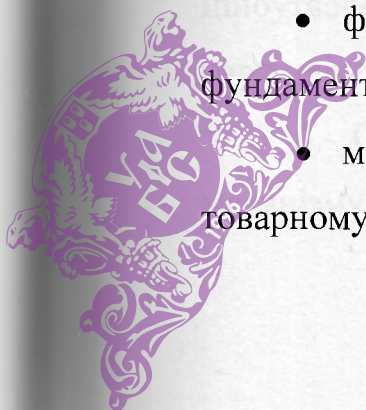


щодо специфіки процесів ціноутворення на фондовому ринку та ринку корпоративного контролю. Так, основними чинниками впливу на процеси ціноутворення на фондовому ринку є:

- мета операцій - отримання капітального та дивідендного доходів;
- вплив суто ринкових факторів на процеси курсоутворення;
- незначна сегментація ринку корпоративних цінних паперів при домінуючому впливі в його структурі ринку акцій;
- проведення операцій з орієнтацією на переважну короткостроковість;
- можливість застосування технічного аналізу;
- можливість здійснення арбітражних операцій на фінансовому ринку.

А основними чинниками впливу на процеси ціноутворення на ринку корпоративного контролю є:

- формування ринку корпоративного контролю як складової ринку приватизації;
- мета операцій - отримання контролю над підприємством з несталою корпоративною структурою;
- незначний вплив ринкових факторів на процеси ціноутворення; суттєвий вплив факторів перерозподілу власності;
- проведення операцій з орієнтацією на переважну довгостроковість;
- вплив розміру пакету акцій, що пропонується на продаж, на процеси курсоутворення;
- фактична неможливість застосування ані технічного, ані фундаментального аналізу;
- можливість здійснення арбітражних операцій на фінансовому та товарному ринках.



Автоматична імплементація методів виключно технічного чи фундаментального аналізу, просто не можлива в умовах нерозвинутого та неефективного ринку України. Саме розв'язанню цієї проблеми і будуть присвячені наступні розділи даного дисертаційного дослідження.

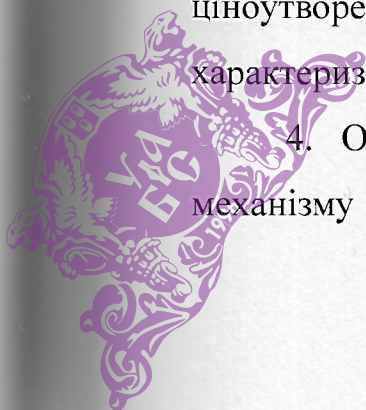
ВИСНОВОК ДО РОЗДЛУ 1.

1. Обрана модель приватизації визначає “стартову” структуру капіталу акціонерних товариств в процесі перерозподілу прав власності, формує певну модель корпоративного управління, визначає темп і спрямованість розвитку ринку корпоративних цінних паперів і обумовлює таким чином формування відповідного типу фінансової системи держави.

2. Враховуючи сучасні тенденції та об'єктивний стан фінансово-кредитної системи України, логічно припуститися, що в Україні закріпиться модель, яка забезпечить рівний доступ банківських та небанківських установ до фондового ринку, тобто симбіоз англо-американської та німецької моделей.

3. Визначальною ознакою стану сучасного ринку корпоративних цінних паперів є його структурна незбалансованість, основними формами прояву якої є: надмірна орієнтація державної політики лише на стратегічних інвесторів; відсутність ефективної системи захисту прав дрібного інвестора; низький рівень капіталізації ринку цінних паперів; домінування ринку акцій в загальній структурі ринку цінних паперів, відсутність розвиненого сектору боргових паперів та похідних інструментів в його структурі; відсутність прозорого механізму ціноутворення на ринку цінних паперів, що призводить до того, що ринок характеризується як неефективний, непрозорий і малоліквідний.

4. Особливою сферою відносин, обумовлених дією ринкового механізму пошуку ефективного власника в умовах структурної



незбалансованості ринку цінних паперів, є виникнення та функціонування ринку корпоративного контролю.

5. Актуального значення, поряд з іншими проблемами функціонування фондового ринку, набувають питання удосконалення методології оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів, яка повинна базуватися, з одного боку, на методах та показниках, які вже багато років застосовуються для аналізу світових фондових ринків і є зрозумілими для іноземних інвесторів, а з іншого, - враховували б специфіку українського ринку. Дослідження особливостей впливу структурної незбалансованості на ринку корпоративних цінних паперів дозволило виявити певні розбіжності щодо специфіки процесів ціноутворення на фондовому ринку та ринку корпоративного контролю. Тому автоматична імплементація методів технічного або фундаментального аналізу, які є основою інвестиційного аналізу, просто не можлива в умовах нерозвинутого та неефективного ринку України.



РОЗДІЛ 2. СЕКТОРНИЙ АНАЛІЗ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ РІЗНИХ ГАЛУЗЕЙ ЕКОНОМІКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

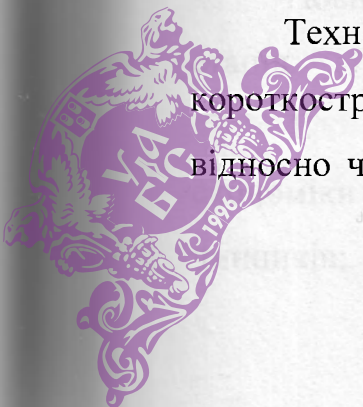
2.1. Особливості застосування методів фундаментального аналізу для порівняльної оцінки інвестиційних якостей акцій підприємств-емітентів

Провести оцінку інвестиційної привабливості корпоративних прав можна двома методами. По-перше, з точки зору їх ринкової кон'юнктури, досліджуючи динаміку курсів. По-друге, вивчаючи інвестиційні характеристики цінного паперу, аналізуючи фінансово-економічне положення емітента, галузі, до якої він належить тощо. Так історично склалися два напрямки інвестиційного аналізу. Послідовники першого створили технічну школу, а прихильники іншого – фундаментальну.

Фундаментальна школа та її визнаний засновник Б. Грехем основну увагу при аналізі звертає на фінансовий стан акціонерних товариств, виплачуванні ними дивіденди, поточну ставку відсотків та інші. Така інформація дозволяє скласти точне уявлення про справжню цінність акцій і облігацій і вірогідні напрямки руху їх курсів.

Технічний аналіз передбачає вивчення внутрішньої інформації фондової біржі. Слово “технічний” означає вивчення самого ринку, а не зовнішніх факторів, що знаходять свій прояв в показниках динаміки фондового ринку. Всі необхідні фактори можна звести до обсягів угод на фондовій біржі і рівня курсів цінних паперів, або до тієї статистичної інформації, яку отримує аналітик при вивченні динаміки ринку.

Технічні аналітики, звичайно, намагаються спрогнозувати короткостроковий рух курсів, на основі якого дають рекомендації відносно часу укладання угод, або конкретного виду акцій, групи акцій



або ринку в цілому. Іноді говорять, що фундаментальний аналіз ставить за мету відповісти на питання “що?”, а технічний аналіз “коли?”.

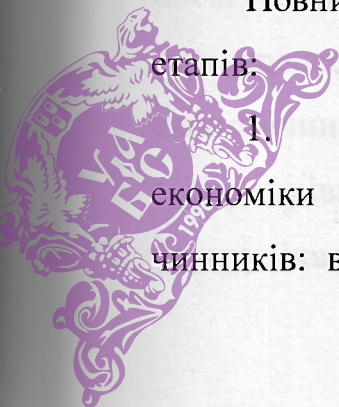
Методологія технічного аналізу ґрунтується на передбаченні, що на фондовій біржі існують історичні закономірності. Таким чином, технічні аналітики стверджують, що вивчення курсів і обсягів угод в минулому дозволить інвестору точно визначити момент, коли окремі акції (групи акцій або ринок в цілому) виявляться переоціненими і недооціненими.

Переважає більшість фондових аналітиків використовує інструментарій і технічного, і фундаментального аналізу. Однак на світових, добре розвинутих фондових ринках частіше використовується саме технічний аналіз. Історично так склалося, що технічному аналізу в Україні не приділялося належної уваги, причому не тільки у період планово-розподільчої економіки, але і у перші роки перехідного періоду. Тому вивчення і відтворення (репродукування) світового досвіду у цій сфері стає одним із основних напрямів розвитку методології технічного аналізу у нашій країні, що й було зроблено нами в третьому розділі даного дисертаційного дослідження.

Аналіз стану ринку корпоративних цінних паперів України, проведений в першому розділі, дає нам можливість відмітити, що сучасний ринок корпоративних цінних паперів - це ринок стратегічного (промислового) інвестора, якого цікавить передусім сам об'єкт інвестування, а не момент його придбання. Тому найбільш актуальною проблемою сучасного етапу є удосконалення існуючого інструментарію фундаментального аналізу з урахуванням української специфіки.

Повний фундаментальний аналіз, зазвичай, складається з наступних етапів:

1. Загальноекономічний, або макроекономічний аналіз. Стан економіки конкретної країни оцінюється з урахуванням наступних чинників: вартості валового національного продукту, рівня зайнятості,



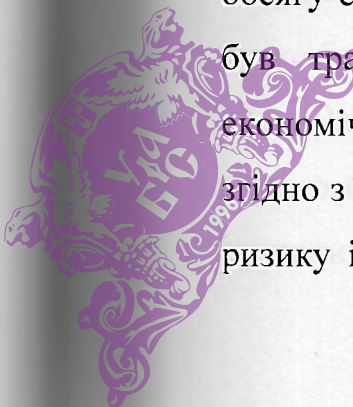
інфляції, процентних ставок, валютного курсу. Враховується фіскальна та монетариська політика уряду, їх вплив на ринок цінних паперів. Таким чином, визначається інвестиційний клімат держави.

2. Галузевий аналіз передбачає вивчення ділового циклу в економіці, його індикаторів, а також здійснення класифікації галузей по відношенню до рівня ділової активності і по стадіям виробництва. В цьому випадку використовується якісний аналіз розвитку галузі.

3. Аналіз конкретного підприємства на основі показників ринкової активності або показників акціонерного капіталу.

Специфічною ознакою ринків, що розвиваються є їх висока ризикованість. Як відомо, доцільність інвестування в державні або корпоративні цінні папери даної країни обґрунтовується за допомогою показників прибутковості та ризикованості даного фондового ринку. Слід зазначити, що іноземний інвестор приділяє найбільшу увагу при інвестуванні в цінні папери на так званих нових ринках саме фактору ризику. Економічна та політична нестабільність в країнах, що розвиваються, зумовлює високий рівень ризику країни. Ризик країни – ризик інвестування коштів в корпоративні та державні цінні папери, котрі емітуються підприємствами або державою з нестійким соціальним, економічним положенням.

Найбільш досконалим методом оцінки ризику країни є індекс аналітичного агентства Euromoney. Індекс був вперше опублікований в 1979 році і на той час розраховувався як різниця між необхідною відсотковою ставкою по цінних паперах даної країни в залежності від обсягу емісії та строків погашення та ставкою LIBOR. Згодом цей індекс був трансформований в показник, який базується на цілій групі економічних та політичних показників країни, які включаються в індекс згідно з рівнем їх впливу на ризик країни. Для того, щоб отримати рівень ризику інвестування в корпоративні або державні цінні папери окремої



країни, агентство Euromoney, за участю 45 політичних аналітиків і економістів, які представляють провідні фінансові інституції, серед яких Barclays, Dresdner Bank, Royal Bank of Canada, Credit Suisse First Boston та інші, оцінює державу за наступними дев'ятьма категоріями: політичний ризик (25 %) ; економічна ефективність (25 %); показники боргу (10 %) ; борг, за дефолтом або змінним режимом (10 %); кредитний рейтинг (5 %); доступ до банківського фінансування (5 %); доступ до короткострокового фінансування (5 %); доступ до ринків капіталу (5 %); дисконт по форфейтингу (5 %).

Максимальні значення перелічених категорій становлять відповідно 25, 10 і 5 балів, найменше значення відповідно нуль. Ризик розраховується за допомогою наступної формули

$$A - (A/(B-C)) \times (D-C) \quad (2.1),$$

де А – категорія, що оцінюється, В – найнижчий вплив, С – найбільший вплив, Д – індивідуальна цінність.

Аналізуючи, дані таблиці 2.1 відмічаємо, що за період з 1998 по 2000 рік Україна за думкою аналітиків агентства Euromoney, стала більш ризикованою країною і відповідно в 28 рейтингу посідає лише 134 місце проти 118 в 1998 року.

Загальноекономічна ситуація відображає стан у більшості сфер господарства, та навіть коли результати аналізу характеризують несприятливий стан країни як об'єкта для інвестування, це не означає, що неможливо знайти галузь, в яку можна було б інвестувати кошти. І, навпаки, навіть коли ринок перебуває на стадії зростання, вкладення коштів далеко не в кожну сферу виробництва може принести прибуток і може бути гарантованим від великих збитків.

Зазвичай, розвиток галузей підпорядковується певним закономірностям. Початкові етапи їх становлення, пов'язані з ростом і швидким збільшенням прибутковості, поступово змінюються більш-менш

тривалими періодами відносно сталого розвитку. З плином часу серед багатьох галузей може виникнути стагнація, а деякі з них просто зникнуть.

Таблиця 2.1

Основні складові оцінки ризику країни
за даними агентства Euromoney

Держава	Рейтингове значення ризику країни станом на				Загальна оцінка станом на 09.00	Основні складові оцінки ризику країни								
	12.97	09.98	09.99	09.00		Політичний ризик	Економічна ефективність	показники боргу	Борг, за дефолтом або змінним режимом	кредитний рейтинг	доступ до банківського фінансування	доступ до короткострокового фінансування	Доступ до ринків капіталу	Дисконт по форфейтингу
Люксембург	2	1	1	1	98.83	24.39	25.00	10.00	10.00	10.00	5.00	5.00	5.00	4.44
Україна	134	118	129	134	29.96	4.16	4.67	9.34	9.65	0.00	0.17	1.67	0.31	0.00
Росія	78	127	159	133	30.00	4.69	5.49	8.79	8.42	0.21	0.30	1.72	0.38	0.00
Молдова	104	142	127	142	28.71	4.70	2.10	8.69	10.00	0.94	0.02	1.68	0.58	0.00
Бєларусь	135	144	135	140	29.14	3.16	4.60	9.93	10.00	0.94	0.02	1.68	0.58	0.00

Ось чому на другому рівні фундаментального аналізу надзвичайно важливо виявити галузі, які перебувають на підйомі і характеризуються більш вигідними порівняно з іншими, можливостями вкладення коштів.

Для галузевого етапу фундаментального аналізу велике значення має наявність чіткої класифікації галузей і підгалузей віддзеркалює рівень їх інвестиційної привабливості. Без такої класифікації наслідки досліджень, виконані одними аналітиками, не можна зіставити з висновками, зробленими іншими, стає на заваді можливість використання статистичної бази, застосування інтегрованих галузевих показників та індексів. Ось чому в умовах нашої країни перш за все необхідно чітко

визначити до якої галузі належить підприємство, з яким пов'язаний аналіз. які можливості його росту та подальшого розвитку.

У зв'язку з цим з'ясується, що доцільно застосувати умовний розподіл всіх галузей на типи в залежності від стадії розвитку (хоча деякі з них такій типізації не підлягають). Розрізняють новостворені, зростаючі, стійкі, циклічні, спекулятивні і занепадаючі галузі (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Класифікація галузей України за рівнем інвестиційної привабливості в залежності від стадії розвитку

Класифікаційна ознака	Характеристика	Назва галузі
1	2	3
Новостворені галузі	- не завжди прямо доступні інвесторам, які бажають придбати акції; - можуть знаходитись у власності небагатьох приватних власників, котрі не випускають акції на ринок;	-
Зростаючі галузі	- характеризуються високими темпами розвитку у порівнянні з динамікою валового суспільного продукту; - належать галузі, які знаходяться на початкових етапах свого становлення, а також традиційні галузі, які перебувають сьогодні у стадії відродження внаслідок застосування нових технологій, випуску нетрадиційних видів продукції або змін у структурі попиту; - компанії таких галузей називаються-компаніями росту, а їх акції - акціями росту*	-електроенергетика; -нафтогазова промисловість; -транспорт і зв'язок; -чорна металургія
Стійкі галузі	- відрізняються високою стабільністю свого розвитку і в меншій мірі, ніж інші, піддаються впливу з боку макроекономічної ситуації; - зазвичай, пов'язані з виробництвом предметів поточного споживання і наданням життєво важливих послуг; - розрізняють наступні найбільш загальні категорії акцій стійких галузей: blue chips ("блакитні фішки"*), оборонні акції* та прибуткові акції*	-харчова промисловість; -борошномельно-круп'яна і комбікормова; -медична промисловість.



Продовження табл. 2.2

1	2	3
Циклічні галузі	- відзначаються особливою чутливістю доходу від реалізації до ділового циклу; - показники діяльності, тісно пов'язані з тим, в якій фазі знаходиться рівень ділової активності	- кольорова металургія; - хімічна та нафтохімічна промисловість; - машинобудування і металообробка
Спекулятивні галузі	- новостворені галузі; - будь-які галузі, цінні папери підприємств яких можна розглядати інвесторами як об'єкт спекуляції	- електроенергетика; - паливна промисловість; - чорна металургія; - зв'язок
Занепадаючі галузі	- застосовують старі технології або виробляють застарілу продукцію	- сільське господарство; - мікробіологічна промисловість.

*Акції росту – акції, для яких характерний високий, вище середнього, темп приросту за кілька років.

*"Блакитні фішки" - це акції з найкращими інвестиційними властивостями.

*Оборонними називаються акції компаній, які виявляють відносну стійкість до поганої кон'юнктури, більш-менш стабільно одержують прибуток і виплачують дивіденди (підприємства комунального господарства, тощо).

*Прибуткові - це такі акції, на які виплачуються досить високі дивіденди.

Віднесення галузей до того чи іншого типу було проведено нами на підставі вивчення статистичних показників діяльності відповідних галузей економіки України. Галузевий аналіз проводився на підставі зіставлення економічних показників динаміки виробництва, обсягів реалізації, величини товарних і сировинних запасів, рівня цін і заробітної плати, прибутку, накопичень як у розрізі різних галузей, так і в порівнянні з аналогічними показниками в цілому по національному господарству.

Слід зазначити, що найкращі показники діяльності демонструють підприємства енергетичної, нафтогазової, харчової промисловості та чорної металургії. Позитивна фінансово – господарська діяльність підприємств зазначених галузей вплинула і на їх ринкову активність.

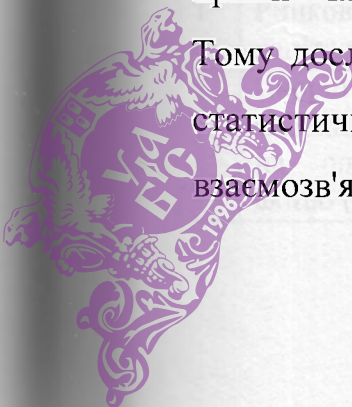
У 2000 році так само, як і в попередньому, в галузевій структурі торгів ПФТС переважали енергетичні підприємства, на які припадало майже 44 % загального обсягу торгівлі акціями, що дорівнює 572,66 млн. грн.

Друга позиція належить підприємствам нафтогазової промисловості – 26 % (339,5 млн. грн.), а третя – металургійним об'єктам – 12 % (158,78 млн. грн.).

Після галузевого аналізу, коли нами вже визначені найбільш придатні галузі для вкладення коштів – енергетична, нафтогазова та чорна металурія, з усього розмаїття компаній, що входять до їх складу, необхідно обстежити всі найбільші компанії, щоб обрати ті, чиї цінні папери в значній мірі дозволяють реалізувати поставлені інвестиційні цілі. Цей етап фундаментального аналізу відрізняється найбільшою обережністю і трудомісткістю. Багато розробок у цій сфері носять конфіденційний характер, робота фінансових аналітиків в Україні при цьому схожа на роботу детективів, про що й було відмічено аналітиками, що складають щорічні рейтинги ТОП 100 та ТОП 500, рейтинги найбільших підприємств України, за рівнем доходу, прибутку, капіталізації та прибутковості.

Одним із визначальних факторів, які впливають на вартість цінних паперів будь-якої компанії, є її поточний фінансово-господарський стан і перспективи розвитку. Тому фундаментальний аналіз на його завершальній стадії концентрується перш за все на вивченні стану справ у емітента і базується на показниках фінансового аналізу і бухгалтерської звітності.

Проте варто зазначити, що деякі з цих показників використовуються лише в процесі аудиторського аналізу, а й мають самостійне призначення, характеризуючи, наприклад, сприятливість і визначальні умови для прийняття рішення про доцільність інвестування в ті чи інші цінні папери. Тому дослідження особливостей їх розрахунку важливе як з точки зору статистичної спрямованості аналізу, тобто їх динамічних характеристик взаємозв'язку з іншими мікро- і макроекономічними індикаторами, так і



Для побудови на їх основі узагальнюючих статистичних індикаторів стану фондового ринку.

Як основні джерела інформації для третього етапу фундаментального аналізу використовуються дані річних і квартальних звітів про діяльність акціонерних товариств, матеріали, які компанія вивукує про себе, відомості, що повідомляються в публічних виступах керівників акціонерного товариства, а також інші дослідження, публікації, матеріали інформаційних систем тощо.

Конкретна схема аналізу результатів фінансово-господарської діяльності підприємств визначається повнотою наявної інформації, особливостями діючої в тій чи іншій країні системи обліку і звітності, галузевої специфіки компанії і завданнями дослідження.

Нижче представлені в узагальненому вигляді підходи до розрахунку провідних показників, що визначаються під час його проведення, які відповідно до особливостей конкретних секторів ринку можуть суттєво коригуватися і доповнюватися.

Ми вважаємо, що для оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів в першу чергу ми повинні проаналізувати показники ринкової активності (показники акціонерного капіталу) емітентів.

Таблиця 2.3

Методика розрахунку показників ринкової активності підприємств-емітентів корпоративних прав

№ п/п	Назва показника	Методика розрахунку
1	2	3
1	Ринкова капіталізація	Кількість акцій в обігу * Поточна ринкова ціна
1	Скоригований чистий прибуток на одну просту акцію (EPS)	$EPS = \frac{\text{Чистий прибуток} - \text{дивіденди по привілейованим акціям}}{\text{Загальна кількість акцій}}$

Продовження табл. 2.3

2	Цінність акції (Price/Earnings - P/E)	$P/E = \frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Прибуток на акцію (EPS)}}$
3	Дивіденд на одну акцію	Величина дивідендного фонду/Середньозважена кількість акцій
4	Дивідендна доходність акції (DY)	$DY = \frac{\text{Дивіденд на одну акцію}}{\text{Ринкова ціна акції}}$
5	Дивідендний вихід (DP)	$DP = \frac{\text{Дивіденд на одну акцію}}{\text{Середній прибуток на акцію}}$
6	Коефіцієнт котирування акції (P/B)	$P/B = \frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Облікова ціна акції}}$
7	Коефіцієнт курсової вартості до валового доходу (Price/Sales- P/S)	$P/S = \frac{\text{Ринкова капіталізація}}{\text{Обсяг продажу}}$
8	Коефіцієнт курсової вартості до обсягу ресурсів	$P/R = \frac{\text{Ринкова капіталізація}}{\text{Обсяг розвіданих і придатних до розробки копалин}}$

Одним з найважливіших показників ефективності діяльності емітента є показник капіталізації. Проведений аналіз ринкової капіталізації провідних українських компаній за період з 1997 по 1999 роки свідчить, що найбільшими підприємствами за даним показником є ДАЕК "Київенерго", ВАТ "Укрнафта", ВАТ "Донбасенерго", ВАТ "Центроенерго", ВАТ "Донбасенерго", ВАТ "Дніпроенерго", ВАТ "Західенерго" (табл. 2.4).

Позитивна тенденція збільшення величини капіталізації цих підприємств спостерігалася на протязі 2000 року. Так, ціна акцій ВАТ "Укрнафта" зросла на 162,02 %, ДАЕК "Київенерго" – на 103,9%, ВАТ "Концерн "Стірол" – на 92,25 %, ВАТ "Центроенерго" – на 87,62%, ВАТ "Донбасенерго" – на 77,78%, ВАТ "Дніпроенерго" – на 36,81%, ВАТ "Західенерго" – на 7,69%, а це є ознакою задовільної інвестиційної привабливості емітентів. Завдяки зростанню капіталізації зазначених підприємств загальна капіталізація всіх підприємств списку ПФТС

збільшилася на 241% проти рівня 1999 року і досягла 28,18 млрд. грн.

Таблиця 2.4

Рейтинг провідних українських компаній за показником капіталізації
за 1997 по 1999 роки

№ п/ п	Назва підприємств	Роки					
		1997		1998		1999	
		Ринкова капіталі- зація, тис. грн.	Ранг	Ринкова капіталі- зація, тис. грн.	Ранг	Ринкова капіталіза- ція, тис. грн.	Ранг
1	Дніпроенерго	961 380	1	100 594	5	313 919	3
2	Донбасенерго	847 157	2	75 662	7	205 705	7
3	Центренерго	794 225	3	81 270	6	206 687	6
4	Західенерго	601 155	4	115 115	2	319 765	2
5	ММК ім. Ілліча	526 498	5	46 456	8	216 793	5
6	Укрнафта	496 191	6	109 872	4	515 171	1
7	Дніпрообленерго	430 797	7	29 985	9	71 899	10
8	Азовсталь	422 429	8	140 810	1	150 323	8
9	Київенерго	379 275	9	113 782	3	287 165	4
10	Нікопольський завод феросплавів	273 184	10	15 177	10	78 920	9

Наступними важливими показниками в ході аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів є дивіденд в розрахунку на одну акцію, дивідендна цінність та дивідендний вихід (коефіцієнт дивідендних виплат). Аналіз динаміки даних показників відображає дивідендну політику емітента та дає змогу оцінити його перспективи. В світовій практиці вважається нормальним, коли в фонд дивідендів направляється приблизно 20 % чистого прибутку, за умови, що підприємство працює прибутково. Проведений аналіз цього питання дозволяє нам зробити висновки, що в Україні ми маємо справу з іншою ситуацією. Дивіденди або не нараховуються, або держава визначає їх позамежні розміри (25% або 50 % чистого прибутку). Яскравим прикладом останнього є виплата дивідендів ВАТ "Укрнафтою".

НАК "Нафтогаз України" своїм листом від 14.02.2000 № 10/1-392, посилаючись на лист Фонду державного майна України від 08.02.2000

№ 10-17-1380 на виконання доручення Кабінету Міністрів України від 24.01.2000 № 1096/96, наполягав на прийнятті рішення про виплату дивідендів за підсумками роботи в 1999 році у розмірі 50% чистого прибутку (для підприємств, де частка держави більше 50%).

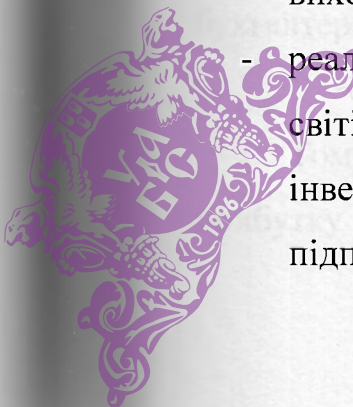
В результаті цього ВАТ "Укрнафта" була вимушена б зменшити фонд розвитку виробництва в 2000 році на 218,8 млн. грн., що склало б 44,6 % прибутку, який залишився в розпорядженні ВАТ за підсумками роботи в 1999 році. За ці кошти ВАТ "Укрнафта" змогла б пробурити 40 нафтових свердловин із річною потужністю 210 - 220 тис. тон нафти.

При умові скорочення фінансових ресурсів, пов'язаних з виплатою дивідендів на 50%, обсяги будівництва також будуть зменшені. В результаті цього не введені найважливіші об'єкти в експлуатацію, не завершені об'єкти облаштування родовищ, що негативно вплинуло на річне завдання по видобутку нафти і газу.

Однак лише 15 підприємств прийняли рішення про виплату дивідендів на державну частку, при цьому середній розмір нарахованих дивідендів склав 18 % чистого прибутку (табл.2.5).

Причинами, які стримують виплату дивідендів підприємствами України, є:

- відсутність прибутку поточного періоду. За даними ФДМУ в 1 кварталі 2000 р. було проведено 386 зборів акціонерів, в статутному капіталі яких є державна доля. 340 акціонерних товариств за підсумками господарської діяльності в 1999 році не отримали чистого прибутку, якщо екстраполювати ці дані на всю країну, то виходить, що 88% підприємств України є збитковими;
- реальні власники не зацікавлені в виплаті дивідендів. Хоча в усьому світі дивіденди розглядаються як головний спосіб повернення інвестицій в акції емітентів. Наприклад, найбільш рентабельне підприємство в своїй галузі – "Запоріжсталь" – направило на



виплату дивідендів за підсумками 1999 року 1 млн. грн., що склало лише 0,3 % чистого прибутку.

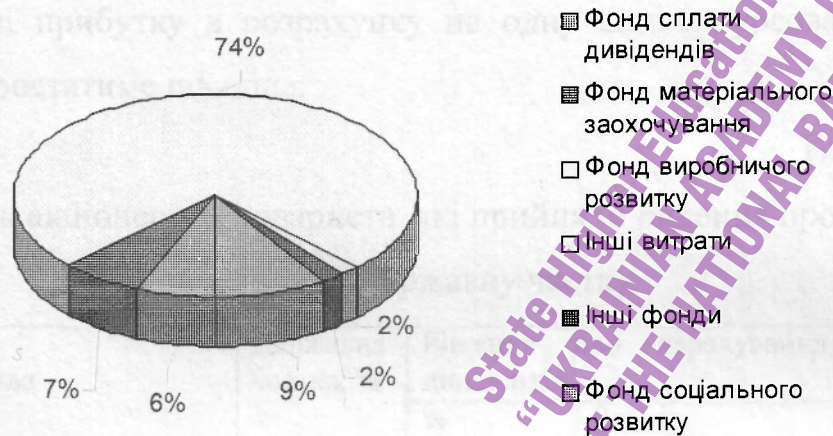


Рис. 2.1 Розподіл прибутку ВАТ "Укрнафта" на 1999 рік, затверджений 3-ми зборами акціонерів (416 млн. грн.)

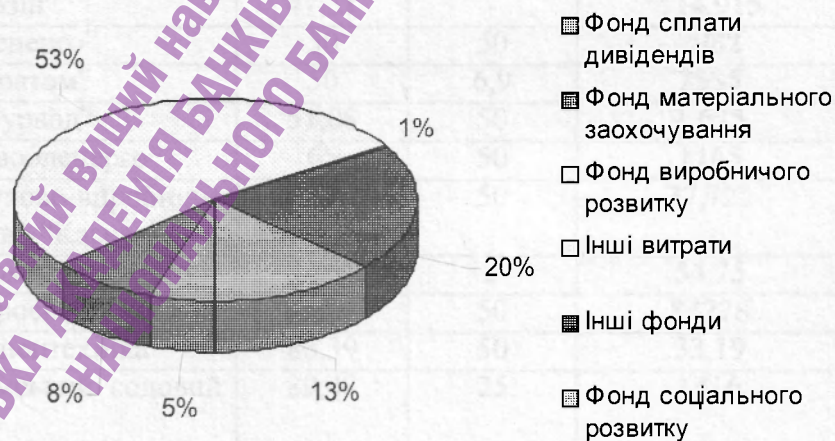


Рис. 2.2 Фактичний розподіл прибутку ВАТ "Укрнафта" згідно з бухгалтерським звітом на 1999 рік (499,5 млн. грн.)

Тому в умовах України, більш доцільним є аналіз показнику прибутку (скоригованого чистого прибутку) (EPS) на одну акцію, який в

Багатьох випадках використовується саме для оцінки емітентів, які не сплачують дивіденди. Теорія аналізу емітента вказує на пряму залежність між розміром цього показника та інвестиційною привабливістю емітента: при зростанні прибутку в розрахунку на одну акцію курсова вартість таких акцій зростатиме швидше.

Таблиця 2.5

Перелік акціонерних товариств, які прийняли рішення про виплату дивідендів на державну частку

№ п/п	Назва Підприємства	Державна частка, %	Рішення про нарахування дивідендів		Чистий прибуток, млн. грн.
			% чистого прибутку	Розмір дивідендів на державну долю, тис. грн.	
1	ВАТ “Ексімнафто-продукт”	0,0035		0,376	-
2	ВАТ “Київський ЦУМ”	24	20	189,99	38,5
3	ВАТ “Київ метробуд”	25	12	100,8	4,2
4	ВАТ “Мотор Січ”	27,12	3,3	306,5	48,9
5	ВАТ “Прожектор”	28	10	40,32	1,4
6	ВАТ “Білкозін”	47,31	-	114,915	-
7	ВАТ “Київенерго”	50	50	2982	11,9
8	ВАТ “Турбоатом”	50	6,9	2535	35,7
9	ВАТ “Укрбурвод”	51,08	50	1,675	6,7
10	Ват “Харківобленерго”	65	50	1165	3,6
11	ВАТ “Науково-виробниче підприємство “Каскад””	62,87	50	37,722	0,12
12	ВАТ “Житомиробленерго”	75,56	2	54,75	3,6
13	ВАТ “Дніпроенерго”	76,08	50	84278	221,7
14	ВАТ “Укрспецтехніка”	86,39	50	33,19	0,08
15	ВАТ “Кримський содовий завод”	89,48	25	1416	5,7
Разом				93256	

Перед тим, як оцінювати емітентів за рівнем скоригованого чистого прибутку на одну акцію, необхідно ранжувати їх за рівнем капіталізації, галузевою ознакою або за середнім рівнем щоденного обігу акцій.

Серед підприємств з найбільшим рівнем капіталізації, за показником EPS перші три місця посідають Дніпроенерго, Укрнафта та Західенерго

(табл.2.6), що є результатом отримання високих прибутків на протязі трьох років, а також меншим обсягом емісії акцій порівняно з металургійними комбінатами.

Таблиця 2.6

Рейтинг провідних українських компаній за показником скоригованого чистого прибутку на 1 акцію за 1997 по 1999 роки

№ п п	Назва підприємств	Роки					
		1997		1998		1999	
		EPS	Ранг	EPS	Ранг	EPS	Ранг
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Дніпроенерго	27,29	1	15,25	1	85,25	1
2	Донбасенерго	5,29	4	0,55	6	8,57	3
3	Центренерго	0,12	8	-0,22	9	0,62	7
4	Західенерго	7,60	3	5,66	3	5,98	5
5	ММК ім. Ілліча	0,06	9	0,02	8	0,07	8
6	Укрнафта	10,53	2	10,21	2	14,20	2
7	Дніпрообленерго	4,89	5	2,85	4	8,05	4
8	Азовсталь	0,06	9	2,69	5	0,04	9
9	Київенерго	1,31	6	-	-	2,88	6
10	Нікопольський завод феросплавів	0,22	7	0,03	7	0,07	8

Розглянуті вище показники базувалися на аналізі емітентів без взаємозв'язку з реальною поточною ціною на їх акції. Для виявлення цього зв'язку використовується показник курсова (ринкова) вартість акцій на прибуток, який у зарубіжній термінології називається Price/Earnings і на практиці часто позначається Р/Е.

При аналізі підприємств за показником Р/Е як найбільш інвестиційно привабливі нами були визначені Дніпроенерго та Західенерго серед енергетичних, Укрнафта серед нафтогазових та Азовсталь і ММК ім. Ілліча серед металургійних (див. табл. 2.7).

Відповідно до показника рентабельності виробництва емітенти були поділені на групи з показниками одного рівня, при цьому враховувалася галузева спеціалізація виробництва. Оскільки кожна галузь має галузевий рівень рентабельності і зіставляти рентабельність різних галузей було б

недоцільно.

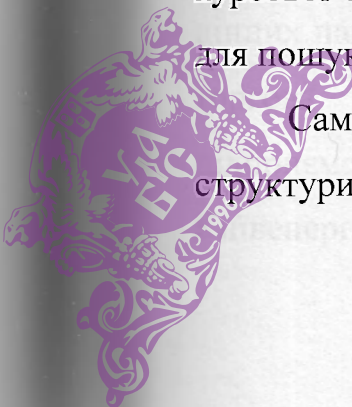
Таблиця 2.7

Рейтинг провідних українських компаній за показником
цінності акцій за 1998 рік

Назва підприємств	Рівень рентабельності (галузевий), %	Рівень рентабельності по окремому підприємству, %	P/E	Рейтинг
<i>Енергетична</i>	19,9			
Дніпроенерго		138,0	1,837	1
Донбасенерго		0,83	6,319	4
Центренерго		-0,06	-0,984	5
Західенерго		7,95	1,590	2
Дніпрообленерго		1,2	1,754	3
Київенерго		16,18	-	
<i>Нафтогазова</i>	16,8			
Укрнафта		43,8	0,182	1
Нафтохімік Прикарпаття		3,0	3,976	2
<i>Чорна металургія</i>	0,7			
ММК ім. Ілліча		3,4	0,639	2
Азовсталь		8,9	0,744	1
Запоріжсталь		0,6	7,797	4
Нікопольський завод феросплавів		1,7	1,484	3

На жаль, в умовах українського фондового ринку ми не завжди маємо можливість оцінити прибуток підприємства. В звітності багатьох емітентів, навіть лідерів українського фондового ринку, відображається збиток. У такому разі при аналізі емітента увага приділяється його господарській діяльності. При цьому використовуються коефіцієнт курсової вартості до валового доходу (Price/Sales - P/S), коефіцієнт курсової вартості до обсягу ресурсів. Ці коефіцієнти використовуються для пошуку інвесторами недооцінених акцій.

Саме ці коефіцієнти будуть покладені нами в основу аналізу структури капіталу підприємств різних галузей економіки.



2.2. Використання показників ринкової активності для аналізу структури капіталу підприємств різних галузей економіки

Національною особливістю вітчизняного ринку цінних паперів можна вважати епізодичність лідерства багатьох емітентів, котрі після нетривалої ейфорії просто йдуть у тінь.

Така епізодичність більш характерна для шоу-бізнесу, ніж для фінансового ринку, проте вона і сьогодні має місце, хоча короткострокова популярність тих або інших емітентів може бути пояснена функціонуванням деяких ринкових механізмів, наявність яких характеризує ринок як недостатньо розвинутий. Незважаючи на те, що останнім часом намітилися позитивні тенденції у формуванні групи лідерів на ринку акцій, не варто забувати, що дана група сформувалася зовсім нещодавно і її склад може зазнати значних змін після чергової фінансової кризи. На сьогодні лідерами на українському ринку акцій є компанії енергетичної, нафтогазової промисловості та чорної металургії (табл. 2.8). Перераховані компанії міцно закріпились на українському ринку, і тільки серйозні кон'юктурні коливання можуть негативно вплинути на їхню популярність. І саме ці підприємства є найбільш інвестиційно привабливими для інвесторів, тому, на наш погляд, є доцільним провести більш деталізований і розгорнутий аналіз ринкової активності зазначених товариств, використовуючи інструментарій фундаментального аналізу, розглянутий в першому пункті даного розділу.

Оцінку інвестиційної привабливості розпочнемо з підприємств енергетичної галузі. На даний час на організованому вторинному ринку цінних паперів, єдиним представником якого в Україні, є Перша фондова торгова система (ПФТС) торгуються акції 5 енергогенеруючих підприємств (Дніпроенерго, Донбасенерго, Західенерго, Центренерго і Київенерго) і 26 енергорозподільчих компаній.

Таблиця 2.8

Емітенти-лідери ринку корпоративних цінних паперів

Назва галузі	Емітенти
Енергетика	Центренерго, Дніпроенерго, Дніпробленерго, Донбасенерго, Донецькобленерго, Київенерго, Західенерго, Запоріжжяобленерго
Металургія	Донецький металургійний завод, Харцизький трубний завод, Маріупольський металургійний завод ім. Ілліча, Нижньодніпровський трубопрокатний завод
Хімічна та нафтогазова промисловість	"Стирол", "Укрнафта"

Сумарна капіталізація цих компаній станом на 01.01.2001 р. перевищує 572 млн. грн., що складає 44% загальної ринкової капіталізації усіх підприємств, акції яких котуються на ПФТС.

Формування ринку акцій енергетичних підприємств розпочалося в 1995 році з Указу Президента України "Про структурну перебудову в електроенергетичному комплексі" згідно якого було створено 33 державних енергокомпаній. Із них 27 енергорозподільчих і 6 енергогенеруючих.

Перший продаж енергорозподільчих компаній відбувся в грудні 1996 року. Тоді було продано 12% від статутного капіталу "Житомиробленерго". На початку 1998 року були продані пакети акцій ще двох енергокомпаній - 25% від статутного капіталу "Кіровоградобленерго" і "Тернопільобленерго". Перші кроки приватизації галузі показали неефективність приватизації шляхом продажу невеликих пакетів акцій. В зв'язку з чим Міненерго разом з Фондом Державного Майна України змінили стратегію приватизації, розпочав проводити конкурси з фіксованим інвестиційними зобов'язаннями. Всього на протязі 1998 року на конкурсах було продано пакети акцій 9 із 27 енергорозподільчих компаній. Водночас в результаті перерозподілення акцій на вторинному ринку після пільгового продажу шляхом розміщення через сертифікаційні аукціони и продажу невеликих пакетів на біржах в руках інвесторів було

зосереджено контрольні пакети акцій семи енергокомпаній. В 1998 році пільговий і сертифікаційний продаж акцій були завершені.

Глибина продажу енергокомпаній склала від 75% до 15% статутного капіталу. Середня глибина продажу склала 38% від загального обсягу.

Досліджуючи ринок акцій енергетичних підприємств зазначасмо, що його остаточне формування ще не відбулося, тому що держава володіє контрольними пакетами акцій переважної більшості енергокомпаній.

Згідно до указу Президента України "Про деякі питання приватизації об'єктів електроенергетичного комплексу" від 2 серпня 1999 року, визначена пріоритетність ролі стратегічних (промислових) інвесторів в приватизації галузі. Керуючись згаданих указом, Фонд державного майна України проголосив про продаж наступних енергокомпаній, основні фінансові показники яких надані в Додатку Б.

Таблиця 2.9

Фінансові показники діяльності енергетичних компаній України

Назва підприємства	Валовий доход, тис. грн.			Прибуток, тис. грн.		
	1997 р.	1998 р.	1999 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.
Дніпроенерго	1112162	1409200	2187582	107100	169339	334519
Донбасенерго	1152975	1441629	2117578	125080	11974	202636
Центренерго	1147220	1384776	1933274	45626	-82586	228828
Донецькобленерго	1763109	1777030	1834880	-43486	-26987	26065
Дніпрообленерго	1654865	1457735	1543490	29289	17079	48251
Київенерго	677169	1084572	1151345	141949	175502	311711
Західенерго	710739	910845	1077178	97259	72411	76501
Луганськобленерго	928063	724987	989600	-12577	26999	-57691
Запоріжжяобленерго	510426	670304	698969	2621	7345	8925
Одесаобленерго	365609	487620	639791	-20031	-25879	-7114
Марківобленерго	672242	541964	575320	6609	-55398	36904
Полтаваобленерго	307245	405287	503281	19898	33137	37371
Хрменерго	305401	402395	502395	-20206	-7302	-28515
Лівівобленерго	312119	293470	358857	2868	9579	17372
Київобленерго	205929	275762	345558	452	22069	14576
Черкасиобленерго	200592	241611	287228	2679	2788	2969
Херсонобленерго	162908	230142	282235	-39165	8238	-29800

Аналізуючи показники надані в таблиці відмічаємо, що лідерами галузі є енергогегеруючі компанії – Дніпроенерго, Дондасенерго, Захід та

Центроенерго. Значна кількість енергокомпаній є збитковими на протяжці тих останніх років – Донецькобленерго, Одесаобленерго, Крименерго, Харсонобленерго та Луганськобленерго, саме ці підприємства входять до другого ешелону приватизації, то маємо сподівання, що саме прихід промислового інвестора змінить ситуацію на краще.

Хоча ринок енергетичних компаній ще не сформувався по причині незавершеності приватизації даних підприємств, однак саме енергетичні компанії займають перше місце за результатами продажу їх цінних паперів на вторинному ринку в межах Першої фондової торговельної системи. Ринкова капіталізація енергетичних підприємств складає 44% загальної капіталізації, що дорівнює 572,66 млн. грн.

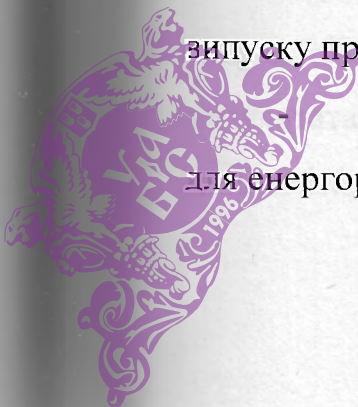
Аналітична оцінка ринкової активності підприємств енергетики свідчить, що серед підприємств існують визначені лідери та аутсайдири (Додаток В). До лідерів за показниками ринкової капіталізації та інвестиційної привабливості відносять передусім енергогенеруючі компанії, а саме Західенерго, Дніпроенерго, Центроенерго, а також енергорозподільчі компанії і передусім Київенерго та Дніпрообленерго.

Аналізуючи показники ринкової активності всіх енергетичних підприємств можна зазначити, що всі компанії є недооціненими, про що свідчить незначна величина передусім показника P/S, оптимальне значення якого повинно дорівнювати 0,9.

В зв'язку з періодичною збитковістю енергетичних компаній для оцінки їх ринкової активності найбільш доцільно на думку автора використовувати наступні показники:

- відношення ринкової капіталізації підприємства до обсягу випуску продукції – для енергогенеруючих компаній;

- відношення ринкової капіталізації до кількості абонентів – для енергорозподільчих компаній (табл. 2.10¹).



Таблиця 2.10

Показники ринку акцій енергорозподільчих компаній

Назва компанії	% акцій, що знаходяться в державній власності	Номінальна ціна акції, грн.	Ринкова ціна акції, грн.	Перевищення ринкової ціни над номінальною	Ринкова капіталізація/кількість абонентів, грн.
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	2,71	1084	661
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	10,00	74,90	749	312
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	0,99	396	232
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	1,25	3,98	318	140
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	1,50	600	329
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	10,00	45,00	450	179
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,05	0,05	100	311
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	0,50	200	162
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	1,44	576	214
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	1,60	640	389
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	0,50	200	84
Львівська енергогенеруюча компанія	25+1	0,25	1,90	760	456

Процеси перерозподілу вітчизняної нафтопереробної галузі відбуваються на основі проведення широкомасштабної приватизації.

Слід зазначити, що на вторинному ринку акції підприємств нафтогазового комплексу почали з'являтися в кінці 1996р. В 1999р. з майже 185 підприємств, акції яких котувалися на ПФТС, 19 належало підприємствам нафтогазового комплексу. За результатами торгів в ПФТС питома вага підприємств нафтогазового комплексу складає 26%, що дорівнює 339,5 млн. грн, крім того лідером за обсягами торгівлі серед акцій підприємств усіх галузей економіки України є цінні папери ВАТ "Укрнафта" – 267,9 млн. грн.

В Додатку В наведені показники ринкової активності підприємств галузі. Найбільш високі показники має ВАТ "Укрнафта", яка за результатами 1999 року очолює рейтинг емітентів України за ринковою капіталізацією.



Також акції ВАТ "Укрнафта" є лідируючими за рівнем інвестиційної привабливості. За рівнем прибутковості та ліквідності вони набагато випереджають акції нафтопереробних заводів. Найбільш значна угода про продаж пакету акцій ВАТ "Укрнафта" була зафіксована в грудні 1999р., коли Фонд Державного майна України продав 11% акцій підприємства за ціною 10,2 грн./акцію.

Ціна на акції цього підприємства була найбільш високою в 1998 році - вона досягала рівня \$5/акцію (27,5грн.). Реальна вартість великих пакетів акцій цієї компанії оцінюється приблизно в 25-30 грн./акцію. В квітні 2000р. акції ВАТ "Укрнафта" продавалися за ціною 25 грн./акцію.

Слід зазначити, що майже 19% акцій цього найбільш стабільно працюючого підприємства належать офшорній кіпрській компанії "Оксідентал менеджмент компані", яка, безумовно, представляє інтереси стратегічного інвестора. Пакет 51,9 % акцій Одеського нафтопереробного заводу придбала компанія "Лук-Синтез Ойл-Лімітед".

Відкрите акціонерне товариство "Укрнафта" є однією із найкрупніших в Україні компаній з видобутку нафти, газового конденсату та газу. В розробці знаходиться всього 98 родовищ нафти і газу, з яких в промисловій розробці - 67 родовищ, в т.ч. 60 нафтових та 7 газових, а в досліднопромисловій експлуатації, де одночасно проводяться геологорозвідувальні роботи і видобуток, - 31 родовище, в т.ч. 23 нафтових та 8 газових.

В загальних обсягах в цілому по Україні питома вага обсягів видобутку по ВАТ "Укрнафта" в 1999 році склала: нафти - 93,5 %, газового конденсату - 40,4 %, газу - 18,5%

За підсумками роботи 4 місяців 2000 року ВАТ "Укрнафта" видобуло 951,2 тис. тонн нафти з конденсатом, що становить 100,4 % до плану і 98,5 % до відповідного періоду 1999 року та 1073,9 млн.м³, газу,

що становить 103,3 % до плану і 101,8 % до відповідного періоду 1999 року.

Наведені дані дозволяють нам стверджувати, що в акціях ВАТ "Укрнафти" відображено весь ринок цінних паперів нафтових компаній України, тому вважаємо за доцільне поглиблений аналіз показників ринкової активності даної компанії провести в порівнянні з закордонними компаніями нафтової галузі, передусім Росії.

У світовій практиці фондового ринку акції нафтових компаній прийнято вважати одними з найбільш інвестиційно привабливих. До періоду буму на акції компаній Інтернет-технологій акції нафтових компаній були найбільш популярними на світовому фондовому ринку. Фактично саме вони в ті часи визначали ситуацію на світовому фондовому ринку.

Таблиця 2.11

Основні техніко-економічні показники по ВАТ "Укрнафта"
у 1998-2000 рр.

Показники	Один. виміру	1998 рік Факт	1999 рік		% вик. плану	2000 рік (план)
			план	факт		
1	2	3	4	5	6	7
1. Видобуток нафти (з конденсатом)	тис. тон	2992,8	2901,0	2951,4	101,7	2823,0
в тому числі :						
- нафта	"	2518,3	2459,0	2491,3	101,3	2377,5
- газовий конденсат	"	474,5	442,0	460,1	104,1	445,5
2. Видобуток газу, всього в тому числі	млн.м3	3229,7	3265,0	3357,1	102,8	3144,0
- нафтовий	"	643,7	583,8	652,1	111,7	561
- природний	"	2585,9	2681,2	2705,0	100,9	2583
3. Виробництво зрідженого газу	тис. тон	122,3	99,2	107,9	108,8	93,47
4. Виробництво стабільного бензину	"	160,1	139,1	152,2	109,4	113,68
5. Проходка в т.ч.	тис. м	155,6	138,7	140,6	101,4	174,0
- експлуатаційне буріння	"	147,7	126,4	127,7	101,0	144,8
- розвідувальне буріння	"	7,9	12,3	12,9	104,9	29,2

Продовження табл. 2.11

1	2	3	4	5	6	7
6. Введення нових свердловин в т. ч.	свердл.	53,0	40,0	48,0	120,0	34
- нафтових	"	38,0	25,0	39,0	156,0	25
- газових	"	15,0	15,0	9,0	60,0	9
7. Виручка від реалізації товарної продукції	млн. грн.	1272,0	1391,0	1560,2	112,2	2108
8. Товарна продукція	"	909,3	1137,6	1268,4	111,5	1654
9. Прибуток балансовий	"	553,0	594,3	770,0	129,6	1223,3
10. Собівартість товарної продукції	млн. грн.	414,0	517,3	510,2	98,6	585,2
11. Собівартість 1 тони нафти	грн.	72,12	97,02	92,3	95,1	102,5
12. Собівартість 1000м3 нафтового газу	"	30,70	42,60	40,6	95,3	44,94

Аналітики при оцінці нафтових компаній спираються на запаси нафти та її видобуток по конкретній компанії.

Таблиця 2.12

Основні показники капіталізації нафтових компаній

Росії і України

Назва компанії	Ринкова капіталізація, млн. дол.	Відношення ринкової капіталізації до обсягу видобутку нафти, дол./т	Відношення ринкової капіталізації до обсягу запасів нафти, дол./т
ВАТ "Укрнафта"	100	33,4	-
<i>Російські компанії</i>			
Лукойл	15646.09	50.60	1.252
Сургутнафтогаз	4636.04	13.77	0.359
ЮКОС	7120.34	39.01	0.626
Татнафта	3178.25	10.07	0.389
ТНК	12969.48	112.24	1.187
СУДАНКО	5113.13	105.10	0.796
Сібнафта	3825.39	44.35	0.944
ОНАКО	1604.67	96.22	1.997
ВНК	8419.21	90.38	2.561

Аналіз показників видобутку нафти на капіталізацію (табл.2.12) свідчить, що вартість акцій ВАТ "Укрнафта" значно занижена по

Відношенню до переважної більшості російських нафтових компаній, але це свідчить, що дане підприємство має потенціал до зростання хоча б до рівня зазначених російських компаній.

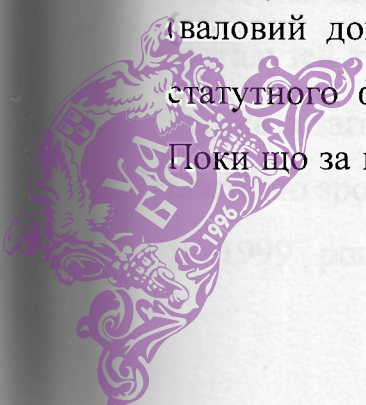
Таблиця 2.13

Основні показники інвестиційної привабливості
нафтових компаній на 01.01.1999р.

Назва компанії	P/E	P/S	ROE
ВАТ "Укрнафта"	0,037	0,016	0,191*
<i>Російські компанії</i>			
Лукойл	230	2,94	1,7
Сургутнафтогаз	58	3,99	4,1
<i>Світові компанії</i>			
Royal Dutch Petroleum	428	1.28	0.8
BP Amoco	50	2.54	8.3
Chevron	34	2.31	10.3
Mobil	56	1.71	8.0
Exxon	35	1.68	12.6
Shell	30	0.70	12.7

* За показником ROA

Порівнюючи, показники P/E та P/S по "Укрнафті" та російським і світовим нафтовим компаніям, (табл. 2.13) ми можемо зазначити, що акції "Укрнафти", як мінімум, ще 7-9 разів можуть піднятися в ціні. Це й не дивно, адже акції "Укрнафти" фактично ще не виходили на світовий фондовий ринок. Випуск АДР на акції "Укрнафти" - це лише заявка на присутність українських акцій на американському фондовому ринку. Акції "Укрнафти" поки що губляться серед тисяч подібних акцій нафтових компаній. Крім оцінки акцій за валовими показниками видобутку нафти, при оцінці невеликих нафтових компаній не менша увага приділяється показникам ефективності діяльності емітента. Показники Return on Assets (валовий дохід на капітал) Return on Equity (валовий дохід на розмір статутного фонду) мають велике значення при виборі акцій інвестром. Поки що за цими показниками "Укрнафта" програє по відношенню навіть



до російських середніх компаній, вже не кажучи про світових лідерів нафтового ринку.

Проте останнім часом намітилась позитивна ситуація до покращення цих показників. Тому можна прогнозувати, що за умов покращення показників ефективності діяльності "Укрнафти" і в цілому економічної ситуації в Україні вартість акцій цього емітента буде зростати. Адже серед акцій невеликих нафтових компаній "Укрнафта" може зайняти своє місце на світовому фондовому ринку, і тим самим забезпечити відповідну оцінку своєї діяльності.

Як ми зазначали раніше, в акціях "Укрнафти" фактично відображається весь фондовий ринок нафтових компаній України. Це до деякої міри позитивно впливає на імідж акцій "Укрнафти" серед зарубіжних інвесторів. "Укрнафта" виступає як монополіст на українському ринку. А монополічне положення дуже часто оцінюється аналітиками як позитивне. Причому загальнодержавне значення "Укрнафти" посилює інвестиційну привабливість цієї компанії. Це фактично означає, що по мірі покращення інвестиційної ситуації в Україні зарубіжні аналітики рекомендуватимуть інвестувати, перш за все, в акції емітентів, які мають державну підтримку. Не виключений "ефект Тайваню". Зазначимо, що досвід фондового ринку Тайваню та Південної Кореї показав, що найбільш вдалими були як раз інвестиції в акції компаній, які мали державну підтримку.

Металургійний комплекс України об'єднує на даний час більше 300 підприємств. Це підприємства чорної металургії (14), трубної (7), коксохімічної (16), феросплавної (3), кольорової (20), вогнетривкої (17) підгалузей тощо. Вони займають особливе місце в економіці держави, їх частка в загальному обсязі виробництва промислової продукції в Україні постійно зростає і в 1999 році вона склала 23,9 % проти 17,7% в 1998 році. В 1999 році підприємства галузі забезпечили понад 58% валютних

надходжень до бюджету країни. За даними рейтингу ТОП 100 найбільш потужними експортерами продукції металургії є Криворіжсталь з показником 580,044 млн. дол. США, наступні місця посідають флагмани чорної металургії: Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча (далі “ММК ім. Ілліча”), “Запоріжсталь” і “Азовсталь” (Додаток Д).

Основу металургійного комплексу складають підприємства чорної металургії. Інші підприємства в основному забезпечують безперервність процесу виробництва чавуну, сталі, прокату. Необхідно зазначити також, що інтеграція галузі в світовий економічний простір дозволила деяким підгалузям стати самостійними (наприклад, трубна промисловість).

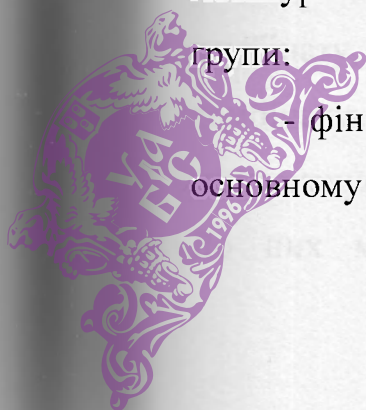
Процес приватизації підприємств чорної металургії, який був і є на сьогодні основним постачальником акцій на вітчизняний фондовий ринок, розпочалася ще в 1992 році. Перевага великих і середніх підприємств у галузі визначила вибір переважно акціонерної форми їх власності. На сьогодні можна констатувати, що галузь найбільш приватизована. Процес акціонування складає близько 94%.

Досліджуючи ринок акцій металургійних підприємств, можна зробити висновок, що сектор фондового ринку металургійних акцій вже сформувався. Обсяг торгівлі цінними паперами підприємств цієї галузі в Першій фондовій торговій системі у 2000 році склав 12 % від загального обсягу.

В кількісному вираженні капіталізація підприємств галузі станом на 01.01.2000 року склала більше 2,0 млрд. грн.

Аналіз фінансових показників діяльності підприємств чорної металургії за три роки (Додаток Д) дає змогу розділити їх на три великі групи:

- фінансово-стійкі підприємства, які динамічно розвиваються. Це в основному великі металургійні комбінати (Азовсталь, ММК ім. Ілліча,



Запоріжсталь,), окремі гірничо-збагачувальні комбінати (ВАТ "Суша Балка", Південний ГЗК) та Нижньодніпровський трубопрокатний завод;

- підприємства помірною динамікою росту. Це підприємства, які мають непогані фінансово-економічні показники виробничої діяльності та перспективи росту ("Дніпроспецсталь", коксохімічні комбінати);

- "проблемні" підприємства, з від'ємною динамікою рентабельності та відсутністю значних перспектив розвитку. Це, зокрема, Донецький, Єнакієвський металургійні заводи, Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського, переважна більшість гірничо-збагачувальних комбінатів тощо.

Аналітична оцінка ринку акцій підприємств чорної металургії свідчить, що серед них є свої лідери та аутсайди (Додаток Е). Основними лідерами серед підприємств металургійного комплексу за показниками капіталізації, EPS (доходу на одну акцію), P/E (ціна акції/дохід) є акції "Азовсталь", ММК ім.Ілліча та "Запоріжсталь". До цієї групи підприємств можна було б також віднести "Криворіжсталь", але у зв'язку з відсутністю приватизації комбінату, на ринку його акції відсутні.

У зв'язку зі збитковістю переважної більшості підприємств чорної металургії, доцільним, на нашу думку, є проведення аналізу акцій підприємств галузі згідно з методикою співвідношення ринкової капіталізації підприємства до обсягу продаж. У світовій практиці за нормативне значення цього показника можна прийняти в межах 0,9-1,0. Проведена оцінка акцій 36 підприємств металургійного комплексу України свідчить, що усі вони недооцінені, але в різній мірі (Додаток Е). Найбільш високо оцінені інвесторами акції Авдіївського коксохімічного комбінату, Просянського та Північного гірничо-збагачувальних комбінатів, Харцизького трубного заводу. Зрозуміло, що їх акції будуть мати значно менший потенціал росту, ніж акції недооцінених підприємств. До них можна віднести акції таких підприємств: Нікопольського,

Дніпропетровського та Новомосковського трубних заводів, Стаханівського заводу феросплавів, Донецького металургійного заводу. Тобто, на сьогодні найбільш інвестиційно привабливими для портфельних інвесторів є саме акції недооцінених підприємств.

Практично всі акції підприємств чорної металургії мають свою ринкову історію та відносяться до другої групи, оскільки ринкові показники цих підприємств не досить високі. Динаміка курсу і параметри ліквідності цих акцій знаходяться в прямій залежності від активності стратегічних (промислових) інвесторів, які прагнуть до повного або часткового контролю над компаніями. Слід зазначити, що незавершеність процесу приватизації переважної більшості підприємств галузі не сприяє стабілізації ринкового курсу акцій даних підприємств. Крім того, для невеликих та середніх металургійних підприємств досить характерним є дефіцит цінних паперів, оскільки крупні пакети акцій сконцентровані в руках незначної кількості акціонерів і продавати акції нові господарі поки що не збираються. Кількість акцій, яка знаходиться у працівників заводів, вже давно зведено до мінімуму. Для прикладу тут можна привести такі підприємства як Донецький металургійний завод, Нижньодніпровський трубопрокатний завод, Марганецький та Орджонікідзевський ГЗК тощо.

Для крупних підприємств, навпаки, зовсім інша ситуація - існує дефіцит дешевих крупних пакетів акцій. Більша частина акцій розпорошена серед працівників комбінатів. Ця ситуація досить характерна для ММК ім. Ілліча, Азовсталі, Запоріжсталі тощо.

Таким чином, недостатня кількість акцій в обігу, значний спред між купівлею-продажем, який на сьогодні складає в середньому 50-200 %, мала кількість операторів роблять на сьогодні акції металургійних підприємств непривабливими для потенційних інвесторів. Акції багатьох підприємств галузі мають обіг лише на місцевих фондових ринках.

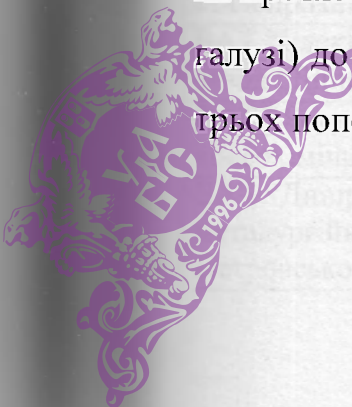


Поряд з цим, ряд підприємств чорної металургії мають досить непогані економічні показники та перспективи для росту. Аналітична оцінка ринкової вартості акцій металургійних підприємств за допомогою показника ціна/скоригований чистий прибуток на одну акцію (в умовах недостатнього розвитку ринку акцій низьке значення цього показника свідчить про недооціненість акцій металургійних підприємств ринком, а значить, про можливий ріст їх курсової вартості) показує, що найбільш високо ринок оцінив акції ВАТ "Харцизький трубний завод" на рівні 25,0, Запоріжсталі – 19,492 та Інгулецького гірничо-збагачувального комбінату на рівні 11,701 (Додаток Е).

Найбільш високий потенціал росту мають компанії з відносно низьким показником ціна/скоригований чистий прибуток на одну акцію. Як видно з цієї ж таблиці, найбільший запас росту серед розглянутих компаній мають "Азовсталь" і ММК ім. Ілліча. Збитковими акціями, на нашу думку, на сьогодні є акції Краматорського, Єнакіївського та Алчевського металургійних заводів, Металургійного комбінату ім. Держинського.

Проведемо аналіз вартості металургійних підприємств України за методом прибутковості та порівняємо визначену вартість з ринковою капіталізацією. Для розрахунків використовувався балансовий прибуток підприємств станом на 01.01.98 р. та ставка капіталізації.

Ставка капіталізації відображає прибутковість інвестування капіталу в акції зазначеного відкритого акціонерного товариства та для розрахунку ціни пакета акцій приймається в межах від 0,2-0,24 (для підприємств, які на протязі 3 останніх років не мали збитків та відіграють провідну роль в галузі) до 0,28-0,32 (для підприємств, які мали збитки в останньому або в трьох попередніх роках). Результати розрахунків приведені в таблиці 2.14.



Таблиця 2.14

Оцінка вартості металургійних підприємств України

станом на 01.01.1998 р.

Назва підприємства	Балансовий прибуток, тис. грн.	Ставка капіталізації.	Вартість підприємства тис. грн.	Рейтинг підприємств за вартістю
1	2	3	4	5
ВАТ "Маріупольський комбінат ім. Ілліча"	189064	0,2	945320	1
ВАТ "Металургійний комбінат "Азовсталь""	182025	0,2	910125	2
Металургійний комбінат "Запоріжсталь"	151602	0,22	689099,1	3
ВАТ "Харцизький трубний завод"	39622	0,2	198110	4
Авдіївський коксохімічний завод	44924	0,23	195321,7	5
ВАТ "Південний гірничо-збагачувальний комбінат"	3741	0,24	157254,2	6
ВАТ "Орджонікідзевський гірничо-збагачувальний комбінат"	29708	0,24	123783,3	7
ВАТ "Нижньодніпровський трубопрокатний завод"	17604	0,2	88020	8
ВАТ "Запоріжжюк"с"	18074	0,24	75308,3	9
ВАТ "Суша Балка"	17065	0,27	63203,7	10
ВАТ "Запорізький завод феросплавів"	14252	0,24	59383,3	11
ВАТ "Донецьккокс"	8984	0,25	35936	12
ВАТ "Стаханівський завод феросплавів"	8617	0,25	34468	13
ВАТ "Макіївський трубо-літійний завод"	5689	0,24	23704,2	14
ВАТ "Макіївський трубо-ліварний завод"	5689	0,26	21880,8	15
Дніпродзержинський коксохімічний завод	5195	0,24	21645,8	16
ВАТ "Алчевський коксохімічний завод"	5141	0,24	21420,8	17
ВАТ "Запорізький сталепрокатний завод"	4181	0,27	15485,2	18
ВАТ "Електрометалургійний завод "Дніпроспецсталь""	2679	0,27	9922,2	19
ВАТ "Ясиновський коксохімічний завод"	2083	0,25	8662	20
ВАТ "Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського"	1991	0,27	7374,1	21

Продовження табл.2.14

1	2	3	4	5
ВАТ "Керченський металургійний комбінат "	1298	0.26	4992,3	22
ВАТ "Баглійкокс"	546	0,26	2100	23
ВАТ "Ново московський трубний завод"	201	0,24	837,5	24
ВАТ "Полтавський сталеливарний завод"	80	0,27	296,3	25

В таблиці використовувались показники балансового прибутку підприємств з фінансових звітів, які визначені підприємства надають в ДКЦП і ФР, аналітичних матеріалів "Інвестиційної газети", фінансових компаній тощо.

В таблиці використовувались показники балансового прибутку підприємств з фінансових звітів, які визначені підприємства надають в ДКЦПФР, аналітичних матеріалів "Інвестиційної газети", фінансових компаній тощо.

З даних, наведених в додатку Е і в табл. 2.14 можна зробити висновок, що на сьогодні акції великих підприємств чорної металургії недооцінені ринком. Їх ринкова капіталізація менша в середньому в 2 рази за вартість підприємства згідно з методом прибутковості. Металургійні заводи, особливо ті, які перебувають у важкому фінансово-економічному стані на сьогодні, мають досить незначну ринкову вартість. Вартість трубних підприємств за методом прибутковості майже дорівнює їх ринковій капіталізації. Як свідчать результати аналізу, саме акції трубних підприємств користуються найбільшим попитом на фондовому ринку у інвесторів.

Крім того, з аналітичних даних також можна зробити висновок, що на сьогодні більшість металургійних підприємств є збитковими і оцінити вартість підприємств за методом прибутку від звичайної діяльності до оподаткування не є можливим.

Низька ринкова вартість акцій металургійних підприємств України не спонукає їх керівництво здійснювати додаткові емісії акцій з метою залучення додаткового капіталу у виробництво. У зв'язку з цим, можна

спрогнозувати, що на протязі наступних декількох років український фондовий ринок буде мати дефіцит ліквідних цінних паперів металургійних підприємств. На сьогоднішній день крупні емітенти галузі зайняті пошуком нових шляхів залучення інвестицій з фондових ринків. Це зокрема, випуск депозитарних розписок на європейському та американському фондових ринках.

Такі програми вже впроваджені наступними підприємствами чорної металургії, як "Азовсталь", ММК ім. Ілліча, Нижньодніпровський трубопрокатний завод, Полтавським гірничо-збагачувальним комбінатом, "Запоріжсталю". Депозитарні розписки на акції "Азовсталі", Нижньодніпровського трубопрокатного заводу, що здійснили програму ADR першого рівня, обертаються на позабіржовому ринку США і продаються через "Бюлетень Борд" та щоденний довідник "Рожеві сторінки". Інші емітенти здійснили реалізацію програми випуску так званих глобальних депозитарних розписок. Ця програма була реалізована за правилом "Red S", тобто на протязі 40 днів після випуску ці розписки могли обертатися тільки на неамериканському фондовому ринку. Але після закінчення цього терміну, який зветься "період мовчання", ці розписки стали доступні американським публічним інвесторам, як і розписки першого рівня. Програма Спонсорованих депозитарних розписок I Ступеня є найпростішим для компаній методом виходу на американські та неамериканські ринки капіталу. Депозитарним розписками I Ступеня торгують на американському позабіржовому ринку, а також на деяких біржах за межами Сполучених Штатів. При цьому компанія не повинна дотримуватися ні американських Загальноприйнятих засад і правил бухгалтерського обліку (GAAP), ані надавати про розписки повну інформацію американській Комісії по цінних паперах і біржах. І, найголовніше, програма Спонсорованих депозитарних розписок I Ступеня дозволяє компаніям успішно користуватися всіма перевагами

вільнообігового цінного паперу без внесення змін до існуючого в компанії процесу звітності. Випуск підприємствами галузі депозитарних розписок різних рівнів та, можливо, облігацій простих чи конвертованих в акції на зовнішні фондові ринки, дасть можливість підприємствам підвищити інвестиційний інтерес до себе з боку як портфельних інвесторів, так і стратегічних. А це в свою чергу буде сприяти росту курсової вартості акцій та підвищення інвестиційно-господарської діяльності металургійних підприємств.

При цьому, необхідно також зазначити, що вливанню капіталу у металургію, серед ряду інших причин, перешкоджає висока капіталомісткість виробництва і довгий термін окупності інвестицій. Так, модернізація більшості підприємств коштує на порядок вище вартості контрольного пакету акцій. У зв'язку з цим, одним із основних джерел капіталовкладень в металургію буде, на нашу думку, найближчим часом амортизація та чистий прибуток компаній.

Таким чином, узагальнюючи викладений матеріал, можна зробити наступні висновки:

- підприємства чорної металургії України мають низькі ринкові показники оцінки акцій, їх інвестиційний рейтинг значно нижчий порівняно з іншими секторами економіки держави (енергетичною, та нафтогазовою галузями).

- основними причинами незначної інвестиційної привабливості є повільні темпи приватизації, політична та економічна нестабільність в Україні; важкий фінансово-економічний стан підприємств, що приватизуються; значні інвестиційні потреби на технічне переозброєння підприємств галузі, нерозвиненість фондового ринку України, високий рівень ризику неповернення інвестицій тощо. Крім того, приватизація металургійних підприємств на сьогодні не забезпечила перехід майна до висококваліфікованих та зацікавлених інвесторів, які мають капітали для

довгострокового інвестування та спроможні здійснювати ефективне корпоративне управління у їх постприватизаційний період.

- інтерес до цінних паперів металургійних підприємств проявляють в основному стратегічні інвестори, заінтересовані в створенні технологічних ланцюгів і управління підприємствами. Практично всі акції підприємств чорної металургії відносяться до другого ешелону. Динаміка їх курсу і параметри ліквідності знаходяться в прямій залежності від активності стратегічних інвесторів, які прагнуть до повного або часткового контролю над підприємствами.

- ринок акцій металургійних підприємств характеризується недостатньою кількістю акцій в обігу, значним спредом між купівлею-продажем, малою кількістю операторів, які роблять їх на сьогодні непривабливими для потенційних інвесторів. Акції багатьох підприємств галузі мають обіг лише на місцевих фондових ринках.

- низька інвестиційна привабливість підприємств чорної металургії в цілому, на нашу думку, не означає безперспективності вкладень в окремі підприємства та інвестиційні проекти. У зв'язку з тим, що ринок металургійних акцій є на сьогодні недооціненим в цілому, то це дозволяє сподіватися на підвищення ліквідності і зростання їх курсової вартості в майбутньому порівняно з іншими секторами економіки України.

Отже, проведений в роботі аналіз емітентів за показниками акціонерного капіталу дозволяє нам зробити висновки щодо доцільності використання цих коефіцієнтів для оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів на сучасному етапі. Крім того, він дозволив нам виділити підприємства, які є лідерами ринку корпоративних цінних паперів України на сучасному етапі, і застосовуючи показник відношення ринкової капіталізації до валового доходу (Price/Sales - P/S) та показник відношення ринкової капіталізації до обсягу



ресурсів провести аналіз структури капіталу підприємств різних галузей економіки, а також визначити недооцінені акції.

Порівняльний аналіз підприємств-емітентів зазначених галузей, який було проведено в роботі свідчить, що найбільш інвестиційно привабливими компаніями серед енергетичних є енергогенеруючі: Центренерго, Західенерго, Дніпроенерго, серед енергорозподільчих Київенерго; серед підприємств нафтогазового комплексу Укрнафта та серед підприємств чорної металургії ММК ім. Ілліча, МК "Азовсталь".

Проаналізувавши фінансові показники та показники акціонерного капіталу даних підприємств ми можемо зазначити, що всі підприємства є недооціненими. Аналіз недооціненості цінних паперів здійснювався використовуючи специфічні показники по кожній окремій галузі. Характерною рисою господарської діяльності підприємств енергетики є їх періодична збитковість, тому на нашу думку для аналізу цінних паперів даної галузі потрібно виходити насамперед із показників:

- відношення ринкової капіталізації підприємства до обсягу випуску продукції – для енергогенеруючих компаній;
- відношення ринкової капіталізації до кількості абонентів – для енергорозподільчих компаній.

Як було зазначено в дослідженні, в акціях "Укрнафти" фактично відображається весь фондовий ринок нафтових компаній України, тому аналітична оцінка інвестиційної привабливості даного підприємства була проведена по показниках капіталізації на видобуток нафти та капіталізації на запаси нафти в порівнянні з російськими та світовими компаніями.

У зв'язку зі збитковістю переважної більшості підприємств чорної металургії, доцільним, на нашу думку, було проведення аналізу акцій підприємств галузі згідно з методикою співвідношення ринкової капіталізації підприємства до обсягу продаж.



Застосування показників ринкової активності дозволяє робити висновки відносно інвестиційної привабливості окремих об'єктів інвестування, а для загальної оцінки інвестиційної привабливості ринку цінних паперів країни в цілому фінансові аналітики застосовують узагальнені показники ділової активності.

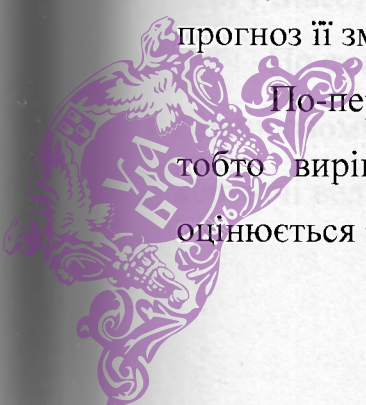
2.3. Специфіка побудови системи фондових індексів і рейтингів як індикаторів стану та структурної збалансованості ринку цінних паперів України

За сучасних умов функціонування ринку корпоративних цінних паперів України постала необхідність створення відповідної системи індикаторів, яка включала б як фондові індекси, так і рейтингові оцінки усіх учасників ринку.

Майже всі визначення фондового індексу зводяться до того, що це є співвідношення усередненого (по деякій групі підприємств) значення вартості акцій, проданих за поточний день, до усередненого значення вартості акцій, проданих минулого дня. Підрахунок цього співвідношення, яке ведеться з певною періодичністю при фіксованій даті продажу в минулому і, як правило, по незмінній групі підприємств, покаже динаміку зміни курсової вартості символічної усередненої акції ринку капіталів. Визначальним у підрахунку індексу є підбір найбільш репрезентативної групи підприємств.

Індекси (індикатори) ділової активності достатньо адекватно відображають кон'юнктуру ситуацію і дозволяють надати досить точний прогноз її зміни.

По-перше, індекси дозволяють формально описувати складні явища, тобто вирішувати задачу зменшення кількості параметрів, по яким оцінюється та або інша сукупність об'єктів.



По-друге, індекс в локальній системі координат можна інтерпретувати як якусь базову точку відліку. Наприклад, в процесі довірчого управління ефективність, яку забезпечує фондовий індекс, за домовленістю інвестора і керуючого може бути обрана в якості мінімально допустимої для доходності портфеля.

По-третє, в деяких випадках індекси вирішують проблему "статистичної неповноти". Наприклад, поки на ринку українських "блакитних фішок" більшість індикаторів технічного аналізу не можна використовувати по окремим акціям, але можна – стосовно до фондового індексу і сукупних обсягів.

Для того, щоб зрозуміти, який саме індекс потрібний, передусім необхідно визначити, що він повинен відображати. По даному питанню можна виділити декілька точок зору, тому що погляди експертів різняться. Виділимо наступні напрямлення і способи використання індексів ділової активності і відповідно групи користувачів послуг по наданню інформації про динаміку зміни індексів і рейтингів.

По-перше, індекс як індикатор стану економіки (узагальнюючих характеристик макроекономічної ситуації і інвестиційного клімату). Користувачі: органи державного регулювання економіки, великий бізнес, прямо не пов'язаний з діяльністю на ринку цінних паперів, суспільна думка в самому широкому значенні.

По-друге, індекс як індикатор і інструмент аналізу і прогнозування кон'юнктури ринку (як поточних, так і довгострокових змін) цінних паперів. Користувачі: професійні учасники ринку цінних паперів, в першу чергу інвестори і керуючі портфельними інвестиціями.

По-третє, індекс як основа для інструментів хеджування на фінансовому ринку – ф'ючерсних і опціонних контрактів. Користувачі: керуючі великими інвестиційними фондами з консервативною стратегією,



що використовують похідні цінні папери на індекси ділової активності для страхування від цінових ризиків (хеджування), біржові спекулянти.

Далі, індекс як індикатор портфеля акцій і орієнтир при оцінці ефективності управління портфелями клієнтів, в тому числі і при управлінні інвестиційними фондами. Користувачі: фінансові менеджери по управлінню активами.

Найбільше розповсюдження на практиці набули наступні характеристики фондового ринку:

- інтегральні індекси, що відображають динаміку фондового ринку в цілому або відносно якогось важливого його компонента (фондової біржі, позабіржової організованої торгової системи, виду цінних паперів);

- галузеві (субсекторні) індекси, на підставі яких часто формуються більш загальні інтегральні індекси (наприклад, індекс DOW-Jones Industrial Average (DJIA), що відображає динаміку акцій 30 провідних промислових корпорацій, входить у розрахункову базу узагальнюючого індексу Доу-Джонсона);

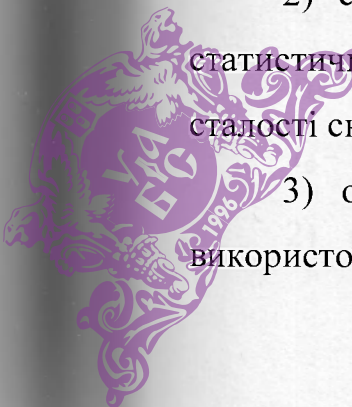
- часткові показники, що визначають окремі характеристики цінних паперів, учасників фондового ринку (наприклад, зміна курсу акцій тієї або іншої корпорації, доходи по окремому виду цінних паперів);

- рейтингові оцінки, що спеціалізовані агентства дають великій кількості облігацій і іншим кредитним фондовим цінностям, акціям, а також самим учасникам фондового ринку - емітентам, операторам.

Основними ознаками, за якими можна класифікувати індекси, є:

- 1) вид цінних паперів, що аналізується - акції, облігації, опціони;
- 2) склад вибірки емітентів. Для підвищення інформативності і статистичної змістовності індексу бажано, щоб виконувалися умови сталості складу емітентів, широти охоплення фондового ринку;

- 3) обчислювальна процедура. При розрахунку індексу можуть використовуватися середньоарифметичні або середньгеометричні



величини. У свою чергу, усереднення може стосуватися як абсолютних величин (наприклад, курсів акцій у національній валюті), так і темпів приростів. Істотними моментами є також використання ваг при формуванні ряду індексів і способи розрахунків окремих складових величин (наприклад, цін акцій). Слід зазначити, що в обчислювальних процедурах більшості індексів використовується середнє арифметичне; середнє геометричне використовується в індексах FT-SE100 (відслідковуються акції 100 провідних корпорацій) і Value Line Composite Index (оцінюється близько 1 700 випусків акцій);

4) тип індексу - базовий, якщо він співвідноситься з початком періоду спостережень, або ланцюговий, тобто такий, який розраховується стосовно попереднього періоду.

Для розрахунку фондових індексів у світі використовуються наступні математичні методи:

1) розрахунок темпів зміни середньоарифметичної ціни сукупності акцій (індекс Доу-Джонсона);

$$I = \sum_i P_i / D, \quad (2.2)$$

P_i - ринкова ціна i -ї акції;

D - поправочний коефіцієнт (divisor).

Коефіцієнт D необхідний для того, щоб значення індексу в різні періоди часу з різним списком індексу були порівнянні. Теоретично ж формула індексу з ціновим зважуванням виглядає в такий спосіб:

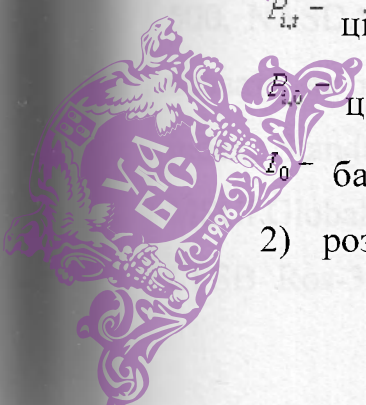
$$I = \left(\sum_i P_{i,t} / \sum_i P_{i,0} \right) \cdot I_0, \quad (2.3)$$

$P_{i,t}$ - ціна i -ї акції в період t ;

$P_{i,0}$ - ціна i -ї акції в період 0 ;

I_0 - базисне значення індексу.

2) розрахунок темпів зміни середньої зваженої ціни (індекс



•Стандарт энд пурз 500", NYSE Composite);

$$I = \left(\sum_i MC_{i,t} / \sum_i MC_{i,0} \right) \cdot I_0 \quad (2.4)$$

$MC_{i,t}$ – ринкова ціна (капіталізація) корпорації і у період t ;

$MC_{i,0}$ – ринкова ціна (капіталізація) корпорації і у період 0;

I_0 – базисне значення індексу.

3) середньоарифметичного темпу зміни ціни акцій (Value Line Composite (Arithmetic) Index);

$$I = \sum_i P_i / n, \quad (2.5)$$

P_i – ринкова ціна i -й акції;

n - кількість акцій, що входять у базу індексу.

4) середньгеометричного темпу зміни ціни акцій (Value Line Composite (Geometric) Index);

$$I = \sqrt[n]{\prod_i P_{i,t} / \prod_i P_{i,0}} \cdot I_0 \quad (2.6)$$

$P_{i,t}$ – ціна i -й акції в поточному періоді;

$P_{i,0}$ – ціна i -й акції в базисному періоді;

I_0 – значення індексу в базисному періоді.

5) абсолютний показник ринкової ціни сукупності прийнятих до розрахунку акцій.

Сьогодні у світі розраховують щодня близько 2500 різних фондових індексів. Регулярно в США публікують близько 20 біржових індексів, у Європі — 25 індексів, Крім уже названих Dow Jones, Standard & Poor's 500, NASDAQ Composite, FTSE 100, NIKKEI-225, CAC 40, DAX, можна назвати як приклад індекси EuroTop 100, EuroTop 300, Financial Times index, Standard & Poor index, NYSE, AMEX, IFC Global, IFC Investible, MSCI Global, MSCI Free, MSCI Europa, Eurotrack, BEMI, FT S&P European, CFSB Ros-30 і цілий ряд інших. Не відстає від світової цивілізації й

Україна. Сьогодні в повідомленнях «Української Інвестиційної Газети», газети «Бізнес», журналу «UFE Review» можна зустріти індекси: ВР, ПФТС - індекс, КАС-20 (w), КАС-20 (s), Pro-50, InecoDEX, SPBU-30, Wood-15, CFSB Ukr-20.

В умовах ринку цінних паперів України можна було б скопіювати відомі індекси, але навряд чи вони задовольняли б повною мірою учасників фондового ринку. Сказане не виключає, звичайно, урахування тих або інших аспектів світового досвіду. Наявність перерахованих проблем змушувало створювати нові індикатори, що враховують специфіку і ступінь розвитку фондового ринку й економіки України в цілому.

Перша спроба розрахунків фондових індексів на Україні була зроблена в травні 1994 року експертами газети "Фінансова Україна". Такий індекс було названо L-індексом – фондовим індексом ліквідних акцій. Цей індекс розраховувався як прирістний показник, що відображав середньоарифметичне значення приросту (зниження) цін покупки акцій акціонерних товариств і інвестиційних фондів і компаній України. Чому був обраний саме індекс даного типу? Це було викликано характеристиками акцій, не сформованістю інформаційної інфраструктури фондового ринку і загальною економічною ситуацією в Україні, а саме розкид курсової вартості в межах від 1 тис. до 180 тис. крб. не дозволяв застосувати індекс першого типу. Відсутність інформації про кількість акцій, що обертаються, а також той факт, що первинне розміщення акцій деяких емітентів, цінні папери яких враховувалися при розрахунку індексу ще не було завершено на момент розробки індексу, не дало можливості застосувати середньозважені індекси другого типу. І, нарешті, використання індексів третього типу є на думку розробників недоцільним через відносну складність їхнього розрахунку. Обраний же індекс був найбільш простим і розраховувався на підставі єдино доступних на той

момент даних.

Основними критеріями для вибору емітентів були два параметри:

- щотижневе котирування акцій;
- забезпечення їхньої ліквідності протягом двох місяців (на дату розрахунку).

Ціною акцій прийнято вважати ціну угоди на фондовій біржі. Але практика показала недоліки цього показника і пізніше був запропонований ще один індекс - S-індекс. Тепер L-індекс відображає динаміку курсів покупки цінних паперів, а S-індекс - курсів продажу цих же паперів по одному і тому ж колу емітентів.

Завдяки введенню двох індексів з'явилася можливість одержувати більш детальні характеристики як фондового ринку в цілому, так і загальних економічних процесів. Ці індекси виконують роль важливих індикаторів, що дозволяють формувати інвестиційну політику і поведінку як емітентів, так і інвесторів. На сьогоднішній день розрахунки L і S-індексів здійснюються шляхом визначення середньої величини по повній сукупності емітентів змін курсів покупки (продажу) за тиждень найбільш ліквідних (як мінімум по трьох пропозиціях на покупку і продаж) цінних паперів по котируваннях, що публікує "Фінансова Україна". Розрахунок L і S-індексів виражається як середньгеометричний показник щотижневих індексів цін акцій, що включені в базу розрахунків :

$$L_t = L_{t-1} \times \left(\left(\frac{P_{(1,t)}}{P_{1,t-1}} \right) \dots \left(\frac{P_{(i,t)}}{P_{i,t-1}} \right) \dots \left(\frac{P_{(n,t)}}{P_{n,t-1}} \right) \right)^{\left(\frac{1}{n} \right)}, \quad (2.7)$$

де L_t, L_{t-1} - індекс L у звітному і базовому періодах;

$P_{(i,t)}, P_{(i,t-1)}$ - ціни акцій за період t і (t-1);

n - кількість цінних паперів, що включені в базу розрахунку.

До розрахунків зазначених індексів входили цінні папери різних емітентів, різних напрямків виробничої і фінансової діяльності,

наприклад, такі як: "Фондова Зірка", "Укррічфлот", АТ "Слід", "Україна - Холдинг - Лізинг", "Продекспорт", "Приватний капітал", "Правекс - інвест", "Кримські вина", концерн "Електрон" та інші. Але, у цьому списку немає банківських установ.

Потреба в індексах придатних для проведення операцій різного характеру і доступних у реальному часі, спонукала ряд операторів ринку корпоративних паперів розробити власні індекси. Так у 1997 році з'явилися відразу чотири нові індекси: індекс компанії «Перспект - Інвестменс» Pro U-50, індекс компанії «Wood & Co» Wood -15, індекси компанії «Альфа - Капітал» КАС - 20 (s) і КАС - 20 (w). Організація торгів на «Першої (на той час Позабіржової) фондової торгової системи» ПФТС спричинила за собою створення - індексу ПФТС. Варто підкреслити, що головну роль у їхній появі зіграла ПФТС із її твердими котируваннями. Саме за результатами торгів на ПФТС в основному формуються ціни, що використовуються для розрахунку індексів.

КАС - 20 . Ціль розробки індексу КАС - 20 компанії «Альфа - Капітал» - відобразити об'єктивний стан фондового ринку України в динамічному розвитку. Офіційно розрахунок індексу розпочатий з 1 січня 1997 року. При створенні свого індексу «Альфа-Капітал» не переслідувала за мету відслідковувати акції тільки тих підприємств, що знаходяться в портфелі компанії або її клієнтів. Розрахунок індексу проводиться на підставі котирувань акцій тільки ліквідних підприємств. Ціни для розрахунку беруться з котирувань ПФТС. В розрахунок індексу входять 20 підприємств України (див. Додаток Ж).

Базова дата 01.01.1997 р. Базове значення 1 000. Розраховується щодня. Спред по акціях не повинний перевищувати 100 %. В даний час «Альфа - Капітал» розраховує дві модифікації фондового індексу КАС - 20 - простий КАС - 20 (s) і зважений КАС - 20 (w) індекси.



ProU-50. Розроблений фахівцями компанії «Прспект – Інвестменс» ProU-50 спочатку використовувався для вирішення власних задач компанії і інформаційно - аналітичної підтримки клієнтів. У розрахунок індексу входять 50 підприємств України (Додаток Ж). Для розрахунку ціни використовуються котирування різних торгових площадок ПФТС, фондових бірж, “телефонного” ринку. За підрахунками компанії, капіталізація індексу складає близько 60 % капіталізації українського вторинного ринку корпоративних цінних паперів. Важливим обмеженням є присутність даних акцій на вторинному ринку.

Базова дата 01.01.1997 р. Базове значення 1 000. Розраховується щодня.

Wood – 15. Індекс Wood –15, що розраховується компанією «Wood&Co», заснований на методології, розробленій міжнародною фінансовою корпорацією для ринків, що розвиваються. Методологія дозволяє відображати всі зміни, що відбуваються на ринку, у тому числі злиття і поглинання компаній, банкрутства, включення нових компаній у базу індексу. У розрахунок індексу входять 15 підприємств України, що займають лідируюче місце на українському фондовому ринку за величиною ринкової капіталізації (Додаток Ж). Це є важливою відмінністю Wood –15, тому що для розрахунків індексів Pro U-50 і КАС – 20 включаються акції підприємств за галузями промисловості. База індексу фіксується на місяць. Для включення в індекс нової компанії її капіталізація повинна перевищувати на 5 % капіталізацію компанії, що є останньою в списку компаній, що входять у розрахунок індексу. Перерахування робиться в останній день кожного місяця. Базова дата 13.07.1997 р. Базове значення 1 000. Розраховується щодня.

По п'ятибальній шкалі розглянуті вище індекси одержали такі оцінки:

Wood –15

3,9 бали

Pro U-50	3,6 бали
КАС – 20 (s) і КАС – 20 (w)	3,3 бали.

У 1998 році Інвестиційна компанія “Росан – Капітал” приступила до розрахунку власного зведеного індексу українського ринку цінних паперів RoCAP. Як вибірку при розрахунку індексу підприємств були узяті найбільш ліквідні акції 52 підприємств, цінні папери яких котируються на фондовому ринку. 11 з них представляють енергетику, 10 – металургію, 6 – машинобудування, 4 – гірничо-збагачувальні комбінати, 2 – целюлозно-паперову, 6 – інші галузі.

Компанією при розрахунку індексу застосовані принципи цінового і капіталізаційного зважування. В останньому випадку в розрахунок приймається число акцій, що знаходяться в обертанні.

В даний час найбільшу частку по капіталізації при розрахунку індексу грають ціни акцій підприємств енергетики (43,7 %), металургії (20,7 %) і хімії (15,6 %).

Індекс розраховується по формулі:

$$I_j = \left(\{S_i N_{ij} * P_{ij}\} / K_j \right) / \left(\{S_i N_{io} * P_{io}\} / K_o \right), \quad (2.8)$$

де, I_j - індекс «RoCAP» на j -ту дату

i - порядковий номер емітента;

j - поточна дата;

o - базова дата;

N_{ij} - кількість акцій у обертанні i -го емітента на j -ту дату;

N_{io} - кількість акцій у обертанні i -го емітента на базову дату;

K_j - курс долара США на j -ту дату за результатами торгів на МВР;

K_o - курс долара США на базову дату;

P_{ij} - середня вартість акції i -го емітента на j -ту дату;

P_{io} - середня вартість акції i -го емітента на базову дату.

При розрахунку середньої вартості акції застосовуються коефіцієнти зважування (0,1;0,4; 0,5).

$$P_{ij} = P_{ijn} * 0,4 + P_{ijc} * 0,5 + P_{ijnj} * 0,1, \quad (2.9)$$

$$P_{i,o} = P_{ion} * 0,4 + P_{ioc} * 0,5 + P_{ionp} * 0,1, \quad (2.10)$$

де, P_{in} - котирування покупки акцій i -го емітента;

P_{ic} - котирування останньої угоди по акціях i -го емітента ;

P_{inp} - котирування останньої угоди по акціях i -го емітента на базову дату. Базова дата для розрахунку індексу 12.01.1998. Базове значення - 1,000. При розрахунку індексу використовуються котирування ПФТС. При розрахунку кількості акцій у обертанні не враховується частка, що знаходиться у власності держави. Конструкція індексу передбачає можливість включення нових емітентів. Індекс розраховується щодня.

Заслуговує на увагу аналітична роботи асоціація "Перша фондова торговельна система" (ПФТС) функціонує з 1996 року та на сьогодні є найбільшим організатором торгівлі та саморегульвною організацією на фондовому ринку України. Поєднання в ПФТС комп'ютерних і телекомунікаційних технологій з сучасними методами організації і здійснення операцій на ринку цінних паперів дало змогу впродовж 4 років зробити в Україні умови для цивілізованої роботи учасників фондового ринку та залученню вітчизняних та іноземних інвестицій. На кінець 1999 року постійними учасниками торгової системи було 80 інвестиційних, брокерських компаній та банків. Асоціація ПФТС є найчисленнішою саморегулюючою організацією в Україні та нараховує 240 членів.

Одним із практичних результатів міжнародного партнерства ПФТС стала розробка її фахівцями індексу ПФТС, що є офіційним показником Першої Фондової Торговельної Системи та єдиним українським фондовим індексом, що визнається міжнародними фінансовими організаціями. Він розраховується на основі простих акцій підприємств, що пройшли лістинг

на ПФТС. До переліку акцій підприємств, що входять в індекс, включаються акції, що мають самі кращі показники ліквідності. Для того, щоб потрапити в список індексу, підприємства-емітенти повинні пройти лістинг ПФТС і належати до першого або другого рівня переліку ПФТС.

Базове значення цього індексу, що є орієнтиром для подальших розрахунків дорівнює 100. Він розраховується щодня і щотижня, за принципом ринкового зважування, в основу якого покладений метод арифметичної середньої. При розрахунку індексу враховуються всі угоди, що зареєстровані на ПФТС і відповідають наведеним умовам.

ПФТС- індекс розраховується по формулі:

$$I_{pfts} = I_{pfts} \frac{\sum_i MC_{i,t}}{\sum_i MC_{i,b}}, \quad (2.11)$$

де I_{pfts} - базове значення індексу;

$\sum_i MC_{i,t}$ - сума ринкової капіталізації всіх акцій, внесених у перелік акцій індексу за поточний період;

$\sum_i MC_{i,b}$ - сума ринкової капіталізації всіх акцій переліку підприємств індексу за базовий період.

Капіталізація розраховується як добуток кількості звичайних акцій, випущених даним емітентом і ціни останньої угоди або ціни в поточному періоді. При цьому ціна останньої угоди повинна бути більше значення найкращої (найвищої) ціни покупки і менше значення найкращої (самою низкою) ціни продажу. Якщо ціна останньої угоди за поточний період не відповідає наведеним вище умовам, то для розрахунку щотижневого ПФТС - індексу беруть ціну попередньої угоди за поточний період. Для щоденного ПФТС - індексу у випадку відсутності зареєстрованої угоди щодо даної акції за поточний період береться середня між сумою найкращої ціни покупки на момент закриття торгової сесії і найкращої

ціни продажу на момент закриття торгової сесії.

Об'єктивність і точність розрахунку ПФТС-індексу забезпечується чіткою методикою і прозорістю первинної інформації, що відкрита й однаково доступна для всіх зацікавлених осіб. Індекс розроблений з урахуванням узагальненого досвіду створення індексів провідних фондових ринків світу, зокрема, Стендард енд Пулз (Standard&Poor's), ін.

На відміну від так званих «іміджових» індексів, що часом є схованою рекламою, ПФТС-індекс об'єктивно незалежний, адже Перша фондова торговельна система - неприбуткова організація, її фінансовий стан не залежить від збільшення або зменшення обсягів купівлі-продажу на ринку. Вона не зацікавлена й у визначених змінах цінової структури того або іншого портфеля цінних паперів.

У перспективі цілком можлива еволюція ПФТС-індексу в спосіб визначення середньої ринкової або галузевої прибутковості акцій, оцінки показників ризику інвестування в акції (насамперед коефіцієнтів бета).

Аналіз основних індексів ринку корпоративних цінних паперів України дозволяє відмітити, що всі індекси практично не відрізняються один від одного. Всі основні характеристики збігаються. Виключення складає лише база розрахунку індексу, і саме розходження списків обумовлює розходження індексів.

Таблиця 2.15

Основні характеристики українських фондових індексів

Характеристика	ProU-50	КАС-20(W)	Wood-15	ПФТС
1	2	3	4	5
Універсальний/приватний (УП) індекс	У	У	У	У
Кількість підприємств, до входять в базу індексу	50	20	15	14
Метод зважування	Ринкове	Ринкове	Ринкове	Ринкове

Продовження табл. 2.15

1	2	3	4	5
Метод усереднення	Арифметичне середнє	Арифметичне середнє	Арифметичне середнє	Арифметичне середнє
Базисна дата	01.01.97	01.01.97	01.05.97	01.10.97
Базисне значення індексу	100	1000	1000	1

Однак більш ретельний аналіз списку підприємств, що включені в базу індексів, дозволяє відзначити присутність 8 компаній в усіх індексах (див. Додаток Ж). Даний факт красномовно свідчить про те, що на даний момент акції цих підприємств відіграють роль блакитних фішок українського ринку корпоративних цінних паперів. Це Нижньодніпровський трубопрокатний завод, Полтавський ГЗК, Харцизький трубний завод, Орджонікідзевський ГЗК, Західенерго, Азот, Укрнафта, Укррічфлот. З огляду на невелику потужність списку українських індексів, присутність в них однакових підприємств спричиняє досить високий ступінь кореляції індексів один з одним.

Переважає більшість українських фондових індексів (за винятком КАС-20(s)) розраховуються на основі ринкової капіталізації емітентів, що включені в базу розрахунку індексу. Однак розрахунок індексів на основі ринкової капіталізації вимагає включення в індекс широкого переліку емітентів (як мінімум 100 і більше), що й притаманно індексам, які розраховуються на світових ринках цінних паперів.

З огляду на невелику репрезентативність українських фондових індексів, більш доцільними є побудова індексу на основі середньоарифметичної або середньгеометричної. На даний момент цього погляду найбільш репрезентативним є індекс КАС-20(s), а також представлений Державною Комісією з цінних паперів і фондового індексу інтегральний фондовий індекс України, розрахунок якого пропонується здійснювати на базі середньої геометричної.

Списки різних індексів відрізняються не тільки потужністю вибірки, але і своєю галузевою структурою (табл.2.16).

Аналізуючи галузеву структуру індексів, можна констатувати, що найбільшу питому вагу в базі усіх без винятку індексів займають підприємства чорної металургії, електроенергетики, машинобудування, хімічної і нафтогазової промисловості. Подібна структура відбиває, сучасний стан фондового ринку й орієнтована на найбільш ліквідні акції українських підприємств.

Таблиця 2.16

Галузева структура фондових індексів України

Галузь	ProU-50	КАС-20	WOOD-15	ПФТС
Чорна металургія	28	30	40	29
Енергетика	8	5	20	21
Кольорова металургія	4	-	-	-
Нафтогазовий комплекс	14	20	13	7
Машинобудування	10	10	7	7
Паперова промисловість	6	5	-	-
Хімічна промисловість	12	10	13	21
Банківський сектор	2	5	-	7
Транспорт	2	5	7	7
Інші	14	10	-	-

Аналіз баз розрахунку індексів свідчить, що списки фондових індикаторів уже найближчим часом будуть змінюватися, тому що серед підприємств, що входять у розрахунок індексів немає таких гігантів промисловості України як "Запоріжсталь", "Криворіжсталь", "Центренерго", Одеський припортовий завод, концерн "Оріана", Нікопольський завод феросплавів, "Укртелеком", великих підприємств харчової промисловості й інших інвестиційно привабливих підприємств, приватизацію яких не завершено, або завершено лише в недалекому

минулому. У результаті на визначеному етапі виникає проблема ротації складу фондових індексів.

Галузева структура українських індексів не цілком відповідає пайовій участі кожної галузі в сукупному виробництві промислової продукції (табл. 2.17), тобто порушується один з головних принципів побудови індексів - репрезентативність галузевого складу розрахункового індексу.

Таблиця 2.17

Галузева структура промислового виробництва України

(у відсотках)

Галузі промисловості	1997р.	1998р.	1999р.	2000р.
Електроенергетика	12,6	16,5	16,2	12,2
Паливна промисловість	11,1	11,6	11,2	10,1
Чорна металургія	22,7	22,9	23,8	27,4
Кольорова металургія	1,5	1,6	2,2	2,5
Хімічна та нафтохімічна промисловість	5,9	5,7	5,4	5,8
Машинобудування та металообробка	15,8	15,1	14,1	13,2
Деревообробна та целюлозна-паперова промисловість	2,0	1,7	2,2	2,3
Промисловість будівельних матеріалів	3,3	3,3	3,1	2,6
Легка промисловість	1,8	1,5	1,6	1,6
Харчова промисловість	16,9	14,9	15,1	17,4
Інші галузі	6,4	5,2	5,1	4,9
Разом	100	100	100	100

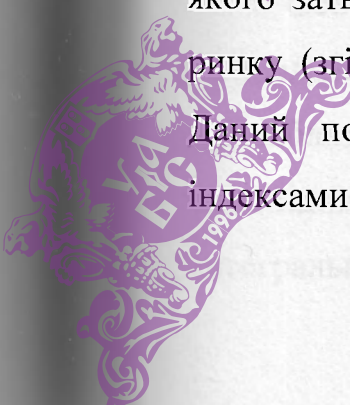
Аналізуючи дані таблиці, можемо відзначити, що в складі фондових індексів відсутні підприємства харчової промисловості, зокрема акції пивоварних заводів і кондитерських фабрик, в той же час питома вага цих підприємств в загальній структурі промислового виробництва України є досить значною. Крім того, ми вважаємо, що представництво підприємств

енергетичної, хімічної, паливної (нафтогазової промисловості) і паперової промисловостей у фондових індексах є досить завищеним.

Таким чином, індекси, що розраховуються сьогодні в Україні, не орієнтовані на оцінку макроекономічної ситуації, тому що база розрахунків індексів у більшості випадків не відповідає галузевій структурі валового національного продукту України.

Ми вважаємо, що всі існуючі українські індекси призначені для якогось обмеженого кола користувачів і не один з них не надає інформацію про ринок взагалі, винятком може бути лише індекс ПФТС, репрезентативність якого є значно більшою, але при розрахунку індексу беруться до уваги лише цінні папери, які котируються в межах ПФТС, однак Перша Фондова Торговельна Система є не єдиною торговельною площадкою України.

Сучасний стан ринку цінних паперів потребує нових підходів до його оцінки тобто постала необхідність розрахунку показника або індикатора, який би характеризував стан усіх внутрішніх ринків, що існують в Україні або на частку яких припадає значна частина українського ринку цінних паперів, тобто Україні потрібен інтегральний або національний індекс її фондового ринку. В сучасних умовах інтегральний індекс визначається, як показник діяльності ринку цінних паперів у межах національних кордонів, який характеризує стан внутрішніх ринків, що існують у даній країні або на частку яких припадає значна частина ринку цінних паперів даної країни. Саме з цією метою було розроблено інтегральний індекс фондового ринку України, методику якого затверджено Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (згідно протоколу №49 засідання Комісії від 12 грудня 2000р.). Даний показник має суттєві розбіжності з існуючими фондовими індексами:



- по-перше, в розрахунок індексу взято акції, що обертаються на УФБ та ПФТС, тому що за даними організованого ринку цінних паперів витікає, що за кількістю угоди найбільш активними за 1999 рік були ПФТС – 6767 та УФБ – 455, що в сумі склало 63,33% всього організованого ринку;

- по-друге, кількісний та якісний склад емітентів. Спираючись на дані звітів торговців цінними паперами було відібрано 25 емітентів за наступними критеріями: обсяг виконаних угод; кількість виконаних угод; кількість торговців, які виконували угоди з цим емітентом; кількість місяців, в які було виконано угоди;

- по-третє, формула розрахунку, якого запропонована на базі середньо геометричної середньозважених цін купівлі акцій і-того підприємства в поточному та базовому періоді, що на думку розробників є найбільш оптимальним з урахуванням сучасного стану ринку цінних паперів України.

Виходячи з ситуації, що склалася, розрахунок національного індексу за поданою методикою вважається найбільш прийнятним, оскільки враховує економічне становище країни, умови функціонування ринку цінних паперів.

Однак як було зазначено в першому розділі дисертаційного дослідження, особливою сферою відносин, обумовлених дією ринкового механізму пошуку ефективного власника в умовах структурної незбалансованості ринку цінних паперів, є виникнення та функціонування ринку корпоративного контролю та ринку приватизації як його складової.

Особливості функціонування ринку приватизації, на долю якого приходиться значний обсяг операцій з купівлі-продажу акцій інвестиційно привабливих підприємств з несталою структурою власності, обумовлює необхідність вдосконалення методичних підходів до розрахунку інтегрального індексу ринку цінних паперів. Враховуючи той факт, що

значна доля угод з великими пакетами акцій інвестиційно привабливих підприємств, що перебувають у державній власності, здійснюється на ринку приватизації, виникає необхідність у використанні інтегрального індексу ринку приватизації як специфічного інструменту, що використовується для аналізу стану українського ринку цінних паперів з метою забезпечення його цілісності та розраховується паралельно з іншими індексами, в т.ч. з інтегральними індексом фондового ринку. Використання даного індексу також дозволить уникнути впливу на фондові індекси операцій з великими пакетами акцій, які відсутні у вільному обігу.

На нашу думку, розрахунок інтегрального індексу ринку приватизації може бути побудований на принципах, що лежать в основі обчислення як відомих світових фондових індексів, так і з урахуванням основних методичних підходів, що знайшли відображення Методиці розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, затвердженій Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (протокол №49 засідання Комісії від 12 грудня 2000р.).

Інтегральний індекс ринку приватизації ($I_{int.}$) обчислюється на основі зведених даних про реальні угоди купівлі-продажу державних пакетів акцій ВАТ, створених у процесі приватизації, і розраховується як відношення сумарної ринкової вартості проданих державних пакетів акцій ВАТ різних галузей за поточний період (тобто загальної суми по контрактах), до загальної кількості акцій по всіх укладених угодах протягом поточного періоду:

$$I_{int.} = \frac{\sum_{j=1}^m \sum_{i=1}^n P_{ij}}{\sum Q_{ij}}, \quad (2.12)$$

де P_{ij} – вартість проданих пакетів акцій i -того підприємства j -тої галузі;

Q_{ij} - кількість проданих акцій i -того підприємства j -тої галузі.

Таким чином, розрахунок інтегрального індексу приватизації в поточному періоді можна здійснювати на основі використання секторних індексів приватизації відповідних галузей:

$$I = \sum_{j=1}^m I_j, \quad (2.13)$$

де $I_1, I_2, I_3, \dots, I_j$ - індекс ринку приватизації відповідної галузі промисловості.

Світова практика свідчить, що сьогодні індекси можуть розраховувати брокерські контори, консалтингові фірми та інформаційні агентства. В Україні для розрахунку індексів необхідно створити рейтингові чи інформаційні агентства, які б поряд з іншими функціями, що притаманні рейтинговим агенціям розраховували б і фондові індекси.

В умовах ринкової економіки істотно зросла зацікавленість учасників економічного процесу до об'єктивної та достовірної інформації про фінансовий стан, прибутковність, ліквідність підприємства (емітента).

Аналітики фондового ринку постійно відстежують фінансовий стан, оцінюють різноманітні аспекти господарської діяльності і намагаються прогнозувати перспективи розвитку емітентів. Підсумком їх роботи є інтегральні показники - рейтинги, тобто оцінки за класом, рангом чи категорією тієї чи іншої фірми, а також емітованих нею цінних паперів.

Рейтинг - це "інформація до відома" для інвесторів, керуючих портфелями, і для інших учасників ринку цінних паперів. Разом з тим - це платна послуга, що надається емітенту цінних паперів. В світовій практиці рейтинг розраховують тільки за цінними паперами, по яким емітент несе фіксовані зобов'язання перед інвесторами. В цьому випадку і виникає потреба в оцінці ризиків невиконання даних зобов'язань. Іншими словами, об'єктами рейтингу переважно виступають боргові цінні папери та привілейовані акції.

Рейтинг – це порівняльна оцінка рівня ризику по різних цінним паперам, спосіб співставлення їх між собою за величиною кредитних ризиків.

Виділяють дві основні групи об'єктів рейтингових оцінок фінансового ринку – це рейтинги цінних паперів і фінансових позицій учасників ринку.

В свою чергу, рейтинги цінних паперів диференціюються в залежності від їх видів (дольові, боргові, похідні). Рейтинг цінного паперу називають кредитним рейтингом (тобто порівняльною оцінкою кредитного ризику). Рейтинг не вимірює величини валютного та процентного ризику та ризику ліквідності і т.д., а також не дає оцінки майбутньої зміни курсу цінних паперів.

Рейтингові агентства розділяють свою шкалу рейтингу між двома класами цінних паперів: цінні папери інвестиційної якості (або інвестиційні цінні папери) і спекулятивні цінні папери.

Розрізняють і способи публікації рейтингів (типи рейтингів) в залежності від методики, що використовується рейтинговими службами. Так, зокрема Standard & Poor's, Moody's Investors service, Fitch IBCA та інші присвоюють цінним паперам комбінації букв, що означають якість даних цінних паперів.

Так 5 січня 2000 року Moody's Investors Service припустивши, що можливо, Україна не буде платити по євробондам змінила українські рейтинги:

- понизило кредитний рейтинг українських довгострокових зобов'язань в іноземній валюті від “В3 з негативною перспективою” до Саа1 (негативний прогноз). Тепер наша країна вже офіційно досягла рівня Куби, Пакистану і Еквадору;

- підняло рейтинг довгострокових боргових інструментів уряду України в національній валюті з Са до Саа3 (стабільний прогноз);

- рейтинг зобов'язань по середньо - і довгостроковим депозитам банків України, номінованих в іноземній валюті, зостався незмінним – СааЗ.

За думкою експертів агентства, зниження рейтингу зобов'язань в іноземній валюті відображає рішучість українського уряду про реструктуризацію (reschedule) своїх іноземних валютних облігацій і нот, починаючи з січня 2000 року.

Серед рейтингів фінансових позицій учасників фондового ринку можна виділити рейтинги “розмірного” типу, рейтинги активності і рейтинги фінансового стану. Прикладом розмірного рейтингу являється рейтинг Global 1000 – рейтинг журналу “Бізнес Вік” – рейтинг 1000 найбільших компаній світу.

Рейтинги, що оцінюють фінансовий стан, будуються з урахуванням набору показників. Так, агентство “Ей. Ем. Бест. Ко.” базує свої оцінки на кількісних методах аналізу рентабельності, співвідношення власних і залучених коштів, ліквідності активів, а також на якісних дослідженнях ступеню диверсифікованості ризику, надійності активів, практиці менеджменту. Його ж конкурент “Уейсс Рісерч Інк.” аналізує тільки інформацію, що офіційно публікується (дані балансу, рахунки прибутків та збитків і ін.).

В загальному випадку, при всій специфіці рейтингів цінних паперів і фінансових позицій інститутів, рейтинги цінних паперів провідних агентств базуються на аналізі фінансового стану компанії, на обробці і узагальненні наступної інформації: ризиків даного виду діяльності; кон'юнктури ринку і ринкових позицій емітента; ефективності діяльності; оцінки якості управління і нематеріальних активів (ділової репутації, марки компанії); оцінки стану обліку; дохідності; платоспроможності; достатності грошових коштів.

В Україні розпочато створення рейтингового бізнесу. Вже існують

рейтинги емітентів, цінних паперів, банків і т.д. Питання тільки полягає в тому наскільки серйозно вони сприймаються кінцевими користувачами.

На даний час рейтинги стосовно ринку цінних паперів розробляються двома аналітичними центрами: Інформаційно-аналітичним центром “Д.А.Р.” та інформаційно-аналітичним підрозділом ПФТС.

Перший, ІАЦ “Д.А.Р.” пропонує наступні рейтинги:

- рейтинг підприємств по показникам “інвестиційна привабливість цінних паперів, що ними емітовані”, та “інформаційна відкритість”;
- рейтинг реєстраторів та депозитаріїв за показником “зручність співпраці”;
- рейтинг осіб, професійна діяльність яких мала найбільший вплив на розвиток ринку цінних паперів України.

Рейтинг являє собою усереднену думку операторів та аналітиків фондового ринку. Звичайно, говорити про його об’єктивність досить важко.

Рейтинг ПФТС складається по двом напрямках :

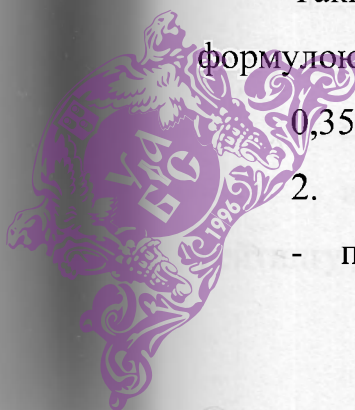
1. рейтинг цінних паперів по наступним показникам;
 - по обсягу угод, що були укладені по даному цінному паперу (А),
 - по кількості угод, що були укладені по даному цінному папері (Б),
 - спред (різниця) між найкращою ціною покупки і найкращою ціною продажу (В)
 - по кількості котирувань, що були виставлені в системі по даному виду цінних паперів (Г).

Таким чином, загальний рейтинг цінних паперів розраховується за формулою:

$$0,35A+0,3B+0,25B+0,1Г \quad (2.14)$$

2. рейтинг торговців розраховується по наступним показникам:

- по обсягу угод, що були укладені даним торговцем (А);



- по кількості угод, що були укладені даним торговцем в системі(Б);

- по кількості виставлених даним торговцем котировок в системі(В).

Загальний рейтинг розраховується за формулою:

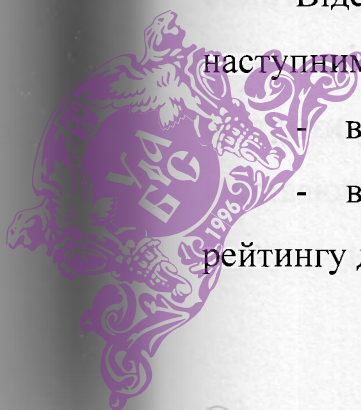
$$0,5A+0,4B+0,1B \quad (2.15).$$

Рейтинг ПФТС вважається більш об'єктивним, тому що він базується на фактичних даних, які відображають усі події, що відбуваються в межах торгової системи. Але і його не можна вважати повністю ідеальними тому що, в ньому не враховані деякі моменти, а саме в рейтингу емітентів не враховується швидкість перереєстрації прав власності на акції, що згідно нашого законодавства є дуже важливим фактором. Така ж ситуація із рейтингом операторів фондового ринку, який формує ПФТС. Тому, що тільки одна сума угод, які були проведені через систему, не є кінцевим показником, що характеризує діяльність компанії-торговця. В даному випадку потрібен агрегований показник, що об'єднує досить широку гаму факторів, починаючи з обсягів угод, проведених на ПФТС і, завершуючи, наприклад, середнім доходом, який принесли трейдери компанії. Відносний успіх рейтингу ПФТС, також як і індексу торгової системи пояснюється елементарно - нічого кращого на даний час просто не існує.

Особливістю існування у нас рейтингів – це направленість їх в минуле, тобто проста констатація тих фактів, котрі вже відомі професіоналам в силу характеру їх праці.

Відсутність у нас дійсних рейтингових агентств пояснюється наступними причинами:

- відсутністю достовірних даних, непрозорістю ринку;
- відсутністю джерел фінансування. Так на Заході середня вартість рейтингу для підприємства коштує 10 тис. дол. США;

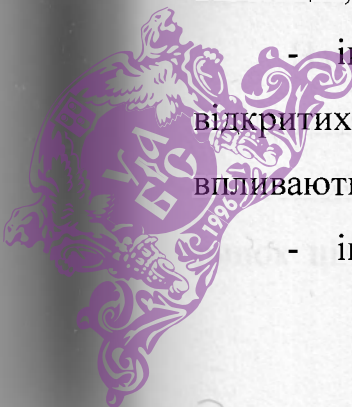


- незалежність та довіра клієнта до оцінки;
- відсутністю програмної та методологічної підтримки;
- нестабільним правовим полем та специфічними методами управління економікою.

У зв'язку з тим, що більшість інвесторів та фінансових посередників не мають можливості порівняти запропоновані на фінансовому ринку цінні папери за ступенем доходності, ризику, оцінити фінансову стійкість того чи іншого емітенту, потрібно розробити систему рейтингів фінансового ринку.

Для цього необхідна розвинута інформаційна інфраструктура, яка дає можливість оперативного доступу до інформації про поточні ціни, аналіз ринку, довідкові матеріали. Досконала система розкриття інформації про учасників фондового ринку є обов'язковою умовою його ефективного функціонування, успішного здійснення на ньому інвестиційної та професійної діяльності. Розкриття інформації на фондовому ринку повинно відповідати принципам достовірності, суттєвості, своєчасності, зрозумілості. Цілісна система розкриття інформації про учасників ринку цінних паперів повинна охоплювати:

- операції з цінними паперами на організованих і неорганізованих ринках (ціни та обсяги угод);
- умови емісії цінних паперів, що пропонуються до відкритого продажу;
- регулярну інформацію про результати фінансово-господарської діяльності відкритих акціонерних товариств та підприємств – емітентів облігацій;
- інформацію про факти фінансово-господарської діяльності відкритих акціонерних товариств та підприємств-емітентів облігацій, що впливають на вартість їх цінних паперів (особливу інформацію);
- інформацію про власників значних пакетів акцій (10 відсотків і



більше) відкритих акціонерних товариств та підприємств-емітентів облігацій та про володіння цінними паперами посадовими особами емітентів;

- умови лістингу цінних паперів;
- умови викупу відкритими акціонерними товариствами власних акцій;
- рішення загальних зборів акціонерів відкритих акціонерних товариств та підприємств-емітентів облігацій;
- ДКЦП і ФР повинна забезпечувати зацікавленим особам вільний доступ до інформації про фондовий ринок та його учасників, розкриття якої передбачено законодавством та яка знаходиться в межах її компетенції.

Всі вищевикладені елементи системи можуть бути здійснені при умові:

- 1) Прийняття ДКЦП і ФР концепції щодо розкриття інформації на ринку цінних паперів.
- 2) Запровадження на українському ринку цінних паперів міжнародних стандартів розкриття інформації – міжнародних стандартів бухгалтерського обліку Комітету з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASB) та Міжнародних стандартів розкриття інформації Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) шляхом застосування емітентами, цінні папери яких перебувають в офіційному лістингу, міжнародних стандартів бухгалтерського обліку.

Підтримці незалежних інформаційних та рейтингових агенцій, що здійснюють розкриття інформації про фондовий ринок.

На підставі проведеного секторного аналізу ринку корпоративних цінних паперів України в сучасних умовах можна зробити висновки щодо інвестиційної привабливості цінних паперів на поточний момент, однак ринок цінних паперів це досить динамічне явище економіки і вимагає

нових підходів і методів для динамічного аналізу та прогнозу оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів, які на ньому обертаються.

Висновок до розділу 2.

1. Аналіз стану ринку корпоративних цінних паперів України дав нам можливість зробити висновок, що він є ринком стратегічного (промислового) інвестора, якого цікавить, передусім, сам об'єкт інвестування. Тому на сучасному етапі найбільш актуального значення набуває вирішення проблеми удосконалення існуючого інструментарію фундаментального аналізу з урахуванням особливостей розвитку вітчизняного ринку. З цією метою в роботі було проведено повний фундаментальний аналіз, результати якого полягають у наступному:

- оцінено макроекономічне середовище України на основі оцінки ризику країни шляхом застосування індексу Euromoney;
- з метою більш повного та всебічного аналізу інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів в дисертаційному дослідженні запропоновано умовний поділ галузей, до яких належать підприємства-емітенти, на: новостворені, зростаючі, стійкі, циклічні, спекулятивні і занепадаючі галузі;
- оцінку інвестиційної привабливості акцій промислових підприємств з нестійкою структурою власності доцільно проводити з урахуванням їх галузевої специфіки та ринкової активності;
- з метою вдосконалення системи розкриття інформації про фондовий ринок подальшого розвитку та вдосконалення потребує методологія розрахунку інтегрального індексу ринку приватизації, який обчислюється на основі зведених даних про реальні угоди купівлі-продажу державних пакетів акцій ВАТ, створених у процесі приватизації, і розраховується як відношення сумарної ринкової вартості проданих

державних пакетів акцій ВАТ різних галузей за поточний період (тобто загальної суми по контрактах), до загальної кількості акцій по всіх укладених угодах протягом поточного періоду.

2. На підставі проведеного секторного аналізу ринку корпоративних цінних паперів України в сучасних умовах можна зробити висновки щодо інвестиційної привабливості цінних паперів на поточний момент, однак ринок цінних паперів це досить динамічне явище економіки і вимагає нових підходів і методів для динамічного аналізу та прогнозної оцінки інвестиційної привабливості фінансових інструментів, які на ньому обертаються.

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



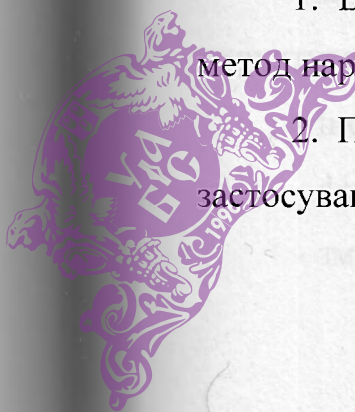
РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДІВ ДИНАМІЧНОГО АНАЛІЗУ ТА ПРОГНОЗНОЇ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1 Використання технічного аналізу для динамічної оцінки ринку цінних паперів

Технічний аналіз розглядається як метод прогнозування, передусім, цін на фінансові активи, а також обсягів торгівлі. Для аналізу використовується побудова і вивчення графіків, що відображають розвиток ринку. Результати технічного аналізу потрібні для безпосередніх учасників фондових операцій - для прийняття ними обґрунтованих рішень. Разом із тим, такий аналіз повинен розглядатися у системі регулювання фондового ринку. Чому? По-перше, технічний аналіз, так само як і фундаментальний, є неодмінною умовою нормального функціонування обігу цінних паперів, що, у свою чергу, є однією із основних цілей регулювання. Отже, без дослідження проблем розвитку практики технічного аналізу не можна сподіватися на досягнення вказаної мети. По-друге, регулювання, як відомо, спрямоване на забезпечення сприятливих умов для учасників фондового ринку, на захист їх інтересів. А для цього треба сприяти методичному озброєнню інвестора, передусім масового, забезпечити його сучасними методами аналізу цін та інших атрибутів ринку цінних паперів.

Для цього необхідно:

1. Вивчити методи технічного аналізу - у сукупності та кожний метод нарізно.
2. Проранжувати методи за їх важливістю та першочерговістю застосування в Україні з урахуванням її особливостей та можливостей.



3. Визначити порядок та умови застосування методів технічного аналізу.

Знайомство із зарубіжними методами технічного аналізу, а також перший досвід їх застосування в Україні, підказують необхідність розгляду проблем репродукування у методичному, інформаційному і репродукційному аспектах.

Методичний аспект. Технічний аналіз характеризується складністю і різноманітністю методів, а також неоднозначністю сприйняття. Причинами тому стали такі чинники:

- а) об'єктивні (складність та різноманітність процесу обігу цінних паперів);
- б) історичне (поступове, поетапне формування методології);
- в) суб'єктивні (різні підходи вчених і фахівців до систематизації компонентів ринку цінних паперів та самих методів аналізу).

Існують різні класифікації методів технічного аналізу, які будуються виходячи із пріоритетності тих або інших ознак методів (зазначаємо, що більшість методів сформувалася у процесі практичної діяльності).

Найбільш загальна класифікація методів технічного аналізу, що отримала розвиток у зарубіжній літературі по фондовому ринку, передбачає три складові:

1. Графічні методи - (наочне-зображення-руху ринку)
2. Методи фільтрації (ковзаючі середні та осцилятори) та апроксимації (приблизне вираження одних показників через інші).
3. Хвильова теорія.

На основі цієї загальної класифікації пропонуються більш конкретні структури, одна із яких включає:

- інструментарій технічного аналізу (види графіків);
- фігури технічного аналізу;
- змінні середні;



- осцилятори;
- теорію циклів [168].

Дещо інше угруповання передбачає такі розділи:

- загальні основи графіків;
- зворотні графічні моделі;
- розриви (паузи у торгах);
- лінії трендів (напрямків) і каналів;
- підтримка і опір (синоніми попиту і пропозиції);
- змінні середні та їх використання;
- прогнозування обсягу та відкритих позицій (кількісна характеристика);
- осцилятори (показники коливаємості);
- індикатори моменту;
- технічні макроіндикатори [15].

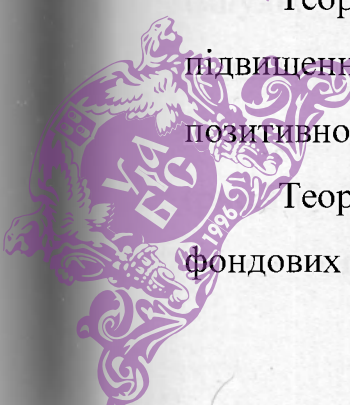
Методологія технічного аналізу представлена декількома класичними школами (методичними напрямами), суть яких стисло описується нижче.

Теорія Доу - виходить із визнання того, що тенденції промислового і транспортного індексів, що використовуються у технічному аналізі, виявляються в одному і тому ж напрямі.

Теорія сумарної короткої позиції - засновується на тому, що інвестори, що продають свої акції без покриття, повинні будуть, зрештою, вийти на ринок для закупівлі акцій з метою покриття своїх позицій і, отже, вилинуть на стан ринку.

Теорія підвищення-падіння курсу - передбачає, що різниця між підвищенням і падінням курсу протягом певного часу залишається позитивною, і це може розцінюватися як тенденція на підвищення.

Теорія обсягу торгівлі - виходить з того, що різка зміна обсягу фондових операцій майже завжди передують різкій зміні курсів акцій.



Теорія неповних лотів - базується на г'осилці, згідно із якою дрібні інвестори діють неправильно через недостатню інформованість, тому при прийнятті рішень потрібно складати індекс, що виражає частку із неповними лотами у загальному обсязі операцій [51].

Методи утворюють певні ієрархії. Наприклад, осцилятори поділяються на інерційні осцилятори, осцилятори міри зміни та осцилятори змінних середніх. Розрізняють три виду ковзаючих середніх: прості змінні середні, зважені змінні середні та експонентні змінні середні. Чарти (графіки) мають чотири основних типи: лінійні, гістограми, хрестики-нолики та «японські свічки». Тренди бувають трьох видів: «бичий», «ведмежий» та «сторонній». По ознаці часу тренди поділяються на короткострокові, середньострокові та довгострокові. Фігури графіків поділяються на розворотні, що сигналізують про глобальну зміну тренда, та на фігури продовження, які свідчать про те, що попередній тренд залишається у силі. У свою чергу, кожна фігура поділяється на безліч різновидів, у тому числі на різні види трикутників, канали і т.п.

Вияви хвилеподібних змін відмічені у різних галузях науки. У сфері обігу цінних паперів таку закономірність помітив і вивчив Ральф Нельсон Елліот (1871-1948рр.). Він виходив із того, що соціально-масова психологічна поведінка людей послідовно проходить стадії експансії, ентузіазму, ейфорії, заспокоєння, занепаду і депресії. Стадійність, що повторюється, дозволяє закономірностям пробитися крізь випадкові вияви стихійності. Елліот виділив 5 хвиль у напрямі більш сильного тренда (вони позначаються буквами). Хвилі 1, 3, 5, А і С називаються імпульсними а хвилі 2, 4 і В корективними. Співвідношення всередині хвильової діаграми створюються коефіцієнтами Фібоначчи. Кожна п'ятихвильова діаграма складається із подібних їй хвиль меншого рівня (рис 3.1). Типові вияви хвилеподібних змін дозволяють знайти поворотні точки на графіку. Спрогнозувавши появу максимумів та мінімумів руху,

можна своєчасно віддати наказ про продаж або про купівлю цінних паперів. Ризик, звичайно, залишається, але знижується до прийнятного рівня.

У залежності від тривалості розвитку хвилі мають різні міри: циклічну, первинну, проміжну, малу і хвилинну. Одна із хвиль по своїй амплітуді може бути більше двох інших («розтягнута хвиля»), одна може перекривати іншу («діагональний трикутник»). Розрізняють також певні типи корективних хвиль, зокрема, зигзаги, плоскі, трикутники (що вужчають, що сходяться, що розходяться).

Теорія Елліота містить ряд правил, а саме:

Правило перше. Кінець хвилі 2 не може піднятися вище початкової точки хвилі 1 при «ведмежини» діаграмі та опуститися нижче при «бичий».

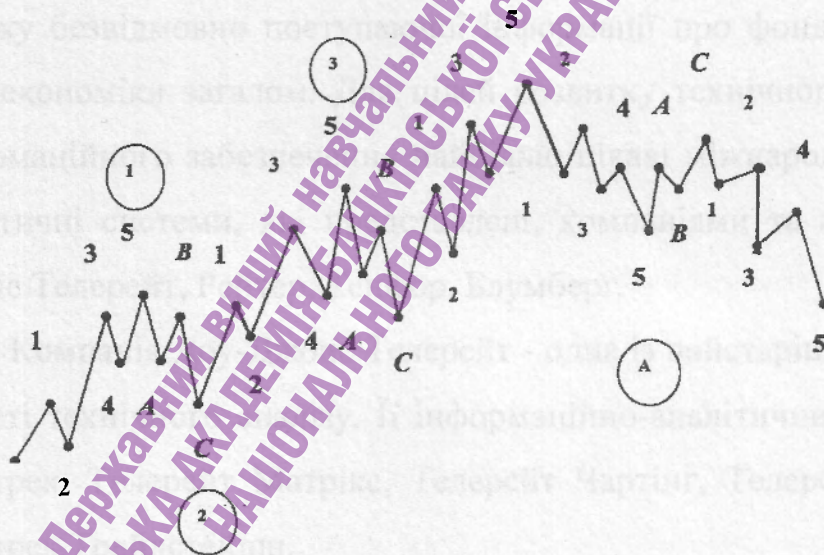


Рис. 3.1. П'ятихвильова діаграма (у колі показані хвилі первинної міри, а без кола - проміжної)

Правило друге. Хвиля 3 звичайно є самим довгим імпульсним рушенням, але, принаймні, не самим коротким.

Правило третє. Перекриття при «бичому» ринку виникає у випадку, коли кінець хвилі 4 опускається нижче за початок хвилі 2.

Правило четверте. Якщо корективні хвилі мають різну форму, то звичайно одна із них являє собою зигзаг, а інша - плоска або трикутник.

Правило п'яте. Повна корекція звичайно досягає області розвитку хвилі 4 меншої міри.

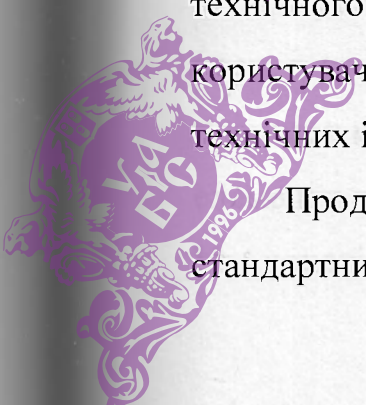
На прикладі хвильової теорії Елліота можна бачити пошуки (та знахідки) певних закономірностей у поведінці цін, а також складність методології технічного аналізу (оскільки виявлені закономірності), необхідність витрати зусиль на вивчення методології та її застосування в умовах фондового ринку, який розвивається.

Інформаційний аспект. Графіки будуються на основі первинної інформації, і, природно, чим більш абсолютна система інформаційного забезпечення, тим точніше прогнози технічного аналізу. Не випадково у цій сфері успіх приходить до організацій, що налагодили розгалужену мережу безвідмовно поступаючої інформації про фондовий ринок і про стан економіки загалом. Для цілей розвитку технічного аналізу та його інформаційного забезпечення найбільш цікаві міжнародні інформаційно-аналітичні системи, які представлені, компаніями та агентствами: Доу-Джонс Телерейт, Рейтер, Тенфор, Блумберг.

Компанія Доу-Джонс Телерейт - одна із найстаріших і найбільших в області технічного аналізу. Її інформаційно-аналітичними продуктами є: Телетрек, Телерейт Матрікс, Телерейт Чартінг, Телерейт Уоркстейшн і Телетрек Трейдстейшн.

Продукт Телерейт Матрікс надає своїм користувачам можливість будувати графіки найбільш поширених осциляторів. Однак його засіб технічного аналізу носить швидше ілюстративний характер, тому користувачі обмежені графічною інформацією у виді популярних технічних індикаторів.

Продукт Телерейт Чартінг включає у себе практично весь арсенал стандартних методів технічного аналізу. Користувачеві надається



можливість в окремому вікні переглядати всі стандартні сторінки Доу-Джонс Телерейт, число яких складає біля 60 000. Абонент має доступ до котирування, число яких перевищує 200 000. Однак цей продукт не створює передумов для формування нових технічних індикаторів і для перевірки адекватності вибраної ринкової стратегії на матеріалі історичної бази даних.

Продукт Телетрек охоплює майже всі інструменти побудови графіків. При цьому Телетрек характеризується не тільки і не стільки безліччю доступних для користувача індикаторів, скільки гнучкістю, що надається користувачеві можливістю комбінувати методи по своєму розсуду. З'являються умови для відстеження ситуації і видачі сигналів на купівлю або продаж цінних паперів, а також для перевірки потенційної прибутковості стратегії на матеріалі історичної бази даних. Для України цей продукт привабливий тим, що використовує супутниковий канал передачі інформації.

Продукт Телерейт Уоркстейшн відносно небагатий методами технічного аналізу. Використовуючи його, користувач отримує можливість будувати лінії тренда, декілька типів змінних середніх і ряд осциляторів, що найбільш застосовуються. Однак цей пропуск не знижує цінності даного продукту, оскільки приблизно 90% користувачів іншими технічними індикаторами, як правило, не користуються. З цієї причини коштів і методів у цьому продукті виявляється цілком досить. До достоїнства даного продукту потрібно віднести зручність користування, спрощений доступ до більшості сервісних функцій.

Продукт Телетрек Трейдстейшн перевершує по функціях і зручності користування раніше створені продукти Доу-Джонс Телерейт. Наприклад, з'явилася можливість виділяти найбільш цікаві із точки зору користувача елементи графіків із тим, щоб використати їх як попереджувальні сигнали. На основі цього продукту можлива побудова ринкової стратегії та

перевірка її прибутковості за допомогою розробки програм будь-якого рівня складності.

Агентство Рейтер також передбачає цілий ряд інформаційно-аналітичних продуктів, з яких можна назвати Рейтер Графікс (РГ) і Рейтер Техникал Аналісиз (РОТА), що мають на фінансовому ринку добру репутацію.

Продукт РГ забезпечує побудову лінійних графіків, гістограм і японських свічок; отримання основних індикаторів; оформлення графіків, у тому числі кольорових, за допомогою написів. До кожного графіка користувач може застосувати біля 50 методів аналізу, у тому числі власні. Продукт РОТА доповнюється інформацією про кон'юнктуру ринку у більш широкому діапазоні (агентство Рейтер цілодобово збирає і систематизує інформацію у режимі реального часу із 180 бірж і 4000 організацій фондового ринку 80 країн світу). Продукт РОТА містить історичну і поточну інформацію по 200 інструментах фондового ринку на будь-який вибраний момент часу.

У складі інформаційної системи Тенфор функціонують три підсистеми: Монтаж Менеджер, Чарт Менеджер і Ньюс Менеджер. Монтаж Менеджер має своїм предметом котирування акцій, облігацій, індекси, процентні ставки, валюту, похідні цінні папери. Пропонуються монтажі, орієнтовані на дилерів, біржових торговців і на інших учасників фондового ринку. Чарт Менеджер передбачає інтервали оновлення інформації від декількох хвилин до декількох місяців. По спеціальній програмі («Денелізер») можна нагромаджувати по кожному інтервалу до 10 000 значень. Продукт Ньюс Менеджер обслуговує клієнтів не тільки по технічному аналізу, але і по інших областях економічного життя сучасного світу.

Компанія Блумберг робить наголос на якість і швидкість надходження інформації. На екрані, на якому показуються державні цінні

папери США, ціни оновлюються 400 разів на день. У систему вбудовано 10 методів технічного аналізу порівняно нескладних, але ефективних для прогнозів руху цін. Будуються також графіки обсягів торгівлі та відкритого інтересу. Охоплюються практично всі види цінних паперів. Їх поточні курси можна для цілей аналізу порівнювати із курсами у минулому.

Незважаючи на широкий спектр задач, які вирішуються розглянутими програмними продуктами, вони виявляються малоефективними для вирішення великої кількості практичних задач. Це пов'язано, з тим, що неможливо повністю описати окремі явища реального життя за допомогою невеликої кількості параметрів моделі, або рішення моделі потребує значних витрат часу та обчислювальних ресурсів.

Саме тому останні 10 років відбувається активний розвиток аналітичних систем нового типу. В їх основі - технології штучного інтелекту, які імітують природні процеси, такі як діяльність нейронів мозку або процес природного відбору.

Найбільш популярними і перевіреними з них є нейроні мережі та генетичні алгоритми. Перші програмні продукти на їх основі з'явилися у 80-х роках і отримали широке розповсюдження в розвинутих країнах.

Формальні нейроні мережі являють собою нову технологію обчислень, яка є результатом фундаментальних досліджень в галузі штучного інтелекту. Основною перевагою цього напрямку в науці є створення математичних структур, які є подібними мозку або нервовій системі. Незважаючи на зовнішню штучність і академічність підходу до розробки формальних нейроних мереж, застосування методу дає позитивні практичні результати в різних галузях науки і практики. До переваг нейроних мереж слід також віднести можливість навчання, що дозволяє за їх допомогою отримувати необхідні результати із сукупності даних з великою кількістю параметрів.

В задачах, де застосування традиційних технологій є неможливим, нейроні мережі дуже часто є єдиною ефективною методикою рішення. За даними фірми Ворд Системс Груп, яка вважається найкращим розробником і постачальником програмних продуктів саме на базі нейроних мереж, в 1998 році понад 500 компаній світу, що входять до списку аналітичної агенції Фортун 500, використовували в своїй діяльності її прикладні програмні продукти. Для потреб фінансових аналітиків компанія пропонує наступні продукти:

НейроШел Трейдер - найкращий продукт для трейдерів, тому що об'єднує в собі найбільш важливі принципи графічного відображення, технічний аналіз і нейроні мережі в одному пакеті. По-перше, як і в інших стандартних пакетах, про які вже було відмічено раніше в даному розділі, для користувачів пропонується "графічний" інтерфейс, який дозволяє надавати інформацію у вигляді лінійних графіків та гістограм різних типів. По-друге, НейроШел Трейдер читає текстові файли, які постачаються переважною більшістю аналітичних агенцій МетаСток, СуперЧартс, Волл Стріт Анналіст, окрім того дані з вихідного формату в межах пакету можливо конвертувати в текстові файли, а також застосовувати до них технічні індикатори і використовувати в якості входів в нейроні мережі. По-третє, НейроШел Трейдер пропонує користувачам бібліотеку, яка містить понад 600 технічних індикаторів. Окрім стандартних індикаторів, такі як ковзні середні, норми зімни або стохастичні лінії, розробники компанії Ворд Системс Груп в НейроШел Трейдер додали власні технічні індикатори, такі як "голова і плечі", "молоток в японських свічках".

НейроШел Предиктор дає можливість створювати системи для вирішення задач прогнозування і передбачення на основі бази даних. За допомогою пакету можливо прогнозувати наступні значення параметрів



часового ряду, наприклад, прогнозування курсу акцій, або оцінка вартості квартир або автомобілів.

НейроШел Класифікатор призначений для визначення найкращого часу для покупки або продажу акцій компаній за допомогою набору біржових показників.

Нейро Білдер 2001 – продукт, який належить до категорії наукоємких високотехнологічних вузькопрофесійних інструментів. В своїй категорії, спеціалізовані програми для фінансових аналітиків, Нейро Білдер 2001 займає місце між серійними системами та продуктами на замовлення. Програма Нейрон Білдер 2001 може бути використана, як самостійний продукт, може виступати складовою частиною складного аналітичного комплексу, може служити основою для побудови складних аналітичних комплексів. Нижче наведено чотири головні відмінні риси програми Нейро Білдер 2001:

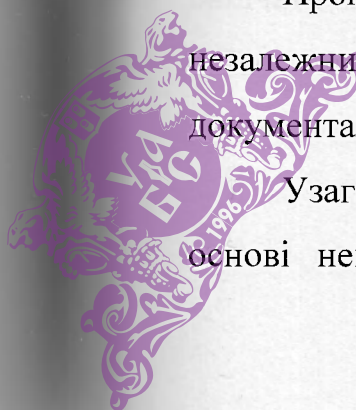
Програма Нейро Білдер 2001 – продукт, створений спеціально для вирішення задач прогнозування на фінансових ринках.

Програма Нейро Білдер 2001 – продукт, який дозволяє використовувати нейромережі в коженденній роботі, так саме просто як програми технічного аналізу і електронні таблиці.

Програма Нейро Білдер 2001 – продукт, який не залежить від джерела даних. До складу програми входить модуль Дата Білдер Лайт, який дозволяє перетворювати фінансові дані із великої кількості популярних форматів і виправляти помилки паралельно з їх перетворенням.

Програма Нейро Білдер 2001 реалізована у вигляді безлічі незалежних модулів, які взаємодіють в межах комплексу по документальним інтерфейсам.

Узагальнюючи викладений матеріал про програмні продукти на основі нейронних мереж, слід зазначити, що даний підхід особливо



ефективний в задачах експертної оцінки, тому що він об'єднує в собі властивість комп'ютера опрацьовувати числа і властивість мозку до узагальнення і розпізнавання. Нейрона мережа дозволяє обробляти велику кількість факторів (близько декількох тисяч). Однак не слід ідеалізувати нейроні мережі, усіх проблем за аналітика комп'ютер не вирішить, крім того його потрібно навчати. За кордоном, де вже даний підхід набув широкого розповсюдження, тому що максимально імітує роботу мозку людини, фінансові рішення приймаються за допомогою традиційних підходів технічного аналізу. Застосування нейронних мереж в межах України це справа поки що майбутнього.

Однак, в Україні реалізуються програми по створенню торгово-інформаційних систем, наприклад, у ПФТС, на фондових біржах, у великих інвестиційних компаніях, у мережі центрів сертифікаційних аукціонів. Використання зарубіжного досвіду у цій області є важливим чинником для успішного продовження і завершення створення глобальної інформаційної системи, обслуговуючої насамперед технічних аналітиків та трейдерів українського фондового ринку.

Репродукційний аспект. Технічний аналіз стає атрибутом арсеналу коштів прогнозування кон'юнктури на фондовому ринку України. Методи технічного аналізу вже освоїли такі авторитетні професіонали, як ПФТС, ІК «Перспект Інвестментс», ІК «Альфа Капітал», ІК «Росан Капітал», АТ «Стирол» і інші. Як приклад, наводяться графіки, розроблені аналітиками Першої Фондової Торгової Системи.

Подібних прикладів технічного аналізу в Україні вже немало. Вони свідчать про перші кроки по оволодінню методами такого аналізу, але поки лише про перші кроки.





Рис. 3.2 Динаміка ПФТС-індексу протягом 1999 року

Вивчення та репродукування зарубіжного досвіду залишається щонайпершим завданням, при рішенні якого, на нашу думку, потрібно брати до уваги міркування, що приводяться нижче:

1. Необхідно уважно поставитися до оцінок стану технічного аналізу, які мають місце у середовищі західних фахівців. Переважає думка, згідно з якою, з одного боку, визнається вплив фундаментальних чинників на зростання і зниження цін, а з іншого - вважається, що аналітикам знати ці чинники не обов'язково. Така думка ґрунтується на тому, що у русі цін вже відображені фундаментальні чинники, і що тому втрачається сенс вивчати їх.

2. Вважається не тільки можливим, але і доцільним вивчення ринку у відриві від чинників економічного, політичного і психологічного характеру, що на нього впливають. Тобто акцент робиться не на цінність паперів тих або інших емітентів, а на реально існуючі тенденції на ринку.

Чільне місце посідають не причини рушення цін, а саме їх рух. Рух ринку враховує усе - така перша аксіома технічного аналізу.

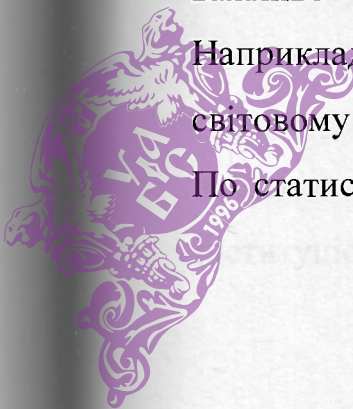
3. Ціни рухаються направлено - така друга аксіома. Звичайно кажуть про «принцип тренду» - вгору, вниз або без руху. І хоч тренди у чистому вигляді майже не зустрічаються у практиці фондового ринку, їх вплив на поведінку ціни безумовний. Тобто йдеться про переважаючий тренд.

4. На ринку виявляється діяльність людей. Ринок відображає поведінку людей. Свою хвильову теорію Елліот побудував виходячи із того, що поведінка «натовпу» - будь то римські раби або сучасні біржовики - підлегла законам періодичності. Всі події, що відбуваються на ринку, у тій або іншій формі та мірі повторюються. Аналітик може і повинен визначати характер і ритм повторюваності, і тим самим він буде рахуватися із третьою аксіомою технічного аналізу.

5. Коливання цін (вгору, вниз) також має під собою основу - передусім, послідовне переважання то попиту, то пропозиції, а також почуття очікування зміни спрямованості руху. Ця (четверта) аксіома виявляється у вигляді зигзагоподібних кривих на графіках.

6. Нарешті, п'ята аксіома - симетрія, яка властива не тільки природі, але і ринку цінних паперів, і яку треба враховувати при побудові моделей технічного аналізу. Названі п'ять аксіом визначають основу для прогнозування цін та обсягів торгів. Однак, крім аксіом, є інші міркування.

7. При визначенні пріоритетності репродукування методів технічного аналізу потрібно виходити з їх надійності та простоти, що важливо для ринку цінних паперів, який розвивається в Україні. Наприклад, звертають на себе увагу осцилятори, популярність яких на світовому фондовому ринку пов'язана саме із простотою їх використання. По статистиці на розвиток тренда відводиться біля 1/3 часу. Інший час



витрачається на проміжні корекції. Особливість осціляторів полягає у тому, що вони передбачають майбутні події, сигналізуючи про зміну ціни.

8. Крім цін, прогнозуються обсяги торгівлі. Серед інструментів аналізу обсягу виділяється «відкритий Інтерес», за допомогою якого перевіряється правдивість прогнозу обсягу. Збільшення відкритого інтересу вказує на те, що операції, взяті у даний торговий день, були не тільки спекулятивними, але і хеджерськими, і що велика кількість учасників ринку не поспішає закривати свої позиції. Таким чином, можна стверджувати, що поточний тренд ще досить сильний. Але критерій відкритого інтересу - не гарант. Справа у тому, що при накопиченні критичної маси відкритого інтересу на ринку може створюватися небезпека несподіваних змін: учасники ринку емоційно напружені в очікуванні, хто перший почне діяти. Тому може статися непередбачуваний обвальний розворот.

В наступному пункті даного розділу наведені результати досліджень специфіки аналізу цінних паперів для економічного прогнозування інвестиційних якостей фінансових інструментів. Ці результати враховують особливості фундаментального аналізу, що викладені в другому розділі даної роботи, а також окремі положення технічного аналізу.

3.2 Особливості використання методів економічного прогнозування для оцінки інвестиційних якостей фінансових інструментів в сучасних умовах

В сучасних умовах все більшого значення в процесі аналізу ринку цінних паперів набувають методи математичного моделювання і прогнозування коливань курсів акцій та їх математична обробка у відповідності з принципами обраної моделі. Важливим замовником стали інституціональні інвестори, яких цікавить динаміка сукупної доходності

належних їм портфелів фондових цінностей. Це важливо для прогнозування фінансової діяльності інституційних інвесторів.

Об'єктами прогнозування на ринку цінних паперів, головним чином, є курс і прибутковість визначеного фінансового активу, значення і зміна фондового індексу. Якби удалось знайти підхід, що дозволяв би одержувати достовірні прогнози, то це разом з хеджуванням могло б забезпечити високу ефективність управління інвестиціями.

Нашою метою є одержати прогноз не для ухвалення остаточного рішення про інвестування в конкретний вид активів, а для використання його як оцінки очікуваної прибутковості в моделях управління інвестиційним портфелем.

Прогнози класифікують на суб'єктивні і засновані на моделях. Суб'єктивні прогнози ґрунтуються на допущеннях, досвіді й інтуїції. Вони не підпорядковані чітким правилам і спираються на неформальні розуміння експерта. Часто буває так, що на підставі ідентичної інформації різні особи роблять різні суб'єктивні прогнози. Наприклад, виходячи з того, що курс визначених акцій досяг найвищого за деякий період значення, два брокери можуть прийти до різних висновків. Один з них може очікувати подальшого зниження курсу, у той же час як інший передбачає його падіння. Кожний з них обробляє наявну інформацію, спираючись на роки практики й інтуїтивне почуття ринку, і не використовує ніяких кількісних методів. Однак це не свідчить про те, що їхні прогнози обов'язково виявляться неточними. За деяких обставин досвід може бути найкращим джерелом інформації. У той же час як суб'єктивні прогнози є популярними, існують серйозні обґрунтування, що кількісні методи дають кращі результати [62].

Засновані на моделях прогнози впливають з правил або моделей, у яких формалізовані відносини між перемінними, що потрібно



розрахувати. У літературі по прогнозуванню розрізняють каузальні і некаузальні моделі [54].

Каузальні моделі прагнуть пояснити поведінку системи, що розглядається, шляхом виявлення зв'язків між різними перемінними. Каузальні моделі можуть бути якісними, що вказують напрямок ймовірної зміни показника, чи кількісними, прогнозуючи величину такої зміни. Однак визначити зв'язок між величиною, що потрібно знайти й іншими факторами буває непросто. Не завжди залежність очевидна, хоча реально існує. Підстави підозрювати існування визначеної залежності дає практика – спостереження, як правило, протягом тривалого часу. У такому випадку відбувається спроба перевірки існування реальної залежності і її кількісного виміру. Зважаючи на те, що строк, на протязі якого функціонує український ринок цінних паперів незначний: організована позабіржова торгівля нараховує близько 4 років, а біржової вторинної торгівлі дотепер фактично не існує, ідентифікувати і вимірювати вплив різних факторів на курс котирування цінних паперів або фондовий індекс досить складно. Ми можемо припустити існування впливу на ринок акцій:

- рівня процентних ставок (зокрема, ставки рефінансування Нацбанку);
- курсів твердих валют;
- рівня інфляції;
- індикаторів загальної економічної активності в країні;
- індексів світових фондових ринків.

Однак, по-перше, для побудови моделі, у якій вплив цих факторів був би адекватно врахований, потрібен час для нагромадження необхідного масиву спостережень і, по-друге, така модель з урахуванням інертності зміни вищезгаданих факторів може використовуватися в основному тільки для довгострокового прогнозування.

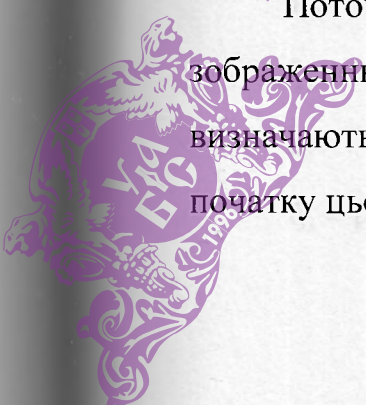
Некаузальні моделі не дають пояснення механізму генерації перемінних, а просто пропонують метод прогнозу за минулими значеннями. Складні некаузальні моделі одержали загальну назву «моделі тимчасових рядів», оскільки вони застосовуються при наявності значень перемінних за достатній період часу. Це головним чином моделі, у яких відбувається визначення тренда і його екстраполяція в прогнозах (проста екстраполяція, декомпозиційний аналіз, методи згладжування). Ще одним різновидом широко застосовуваних для економічного прогнозування складних некаузальних моделей є модель авторегресійного ковзного середнього. У цій моделі поточне значення перемінної є функцією від набору її попередніх значень. Саме некаузальні моделі з урахуванням їх невибагливості можуть з різним ступенем ефективності застосовуватися для коротко - і середньострокового прогнозування на сучасному ринку цінних паперів України.

Трендові моделі. Цей підхід передбачає визначення тренда, по якому можна було б екстраполювати дані в майбутнє. Тренд може бути визначений як загальний рух ряду у визначеному напрямку. У цілому, тренди поділяються на короткострокові і довгострокові, лінійні і нелінійні, зростаючі, спадаючі і бічні (нейтральні). Оскільки щодо динаміки цінних паперів тренди з різною частотою заміщають один іншого, підхід необхідно конкретизувати.

З трендами можуть бути зв'язані дві різні задачі:

- ідентифікація і визначення параметрів поточного тренда;
визначення загального закону зміни даних.

Поточний тренд може бути ідентифікований по графічному зображенню даних. Його апроксимують, як правило, лінійною функцією і визначають параметри на підставі останньої частини даних з моменту початку цього тренда.



Загальний тренд визначається на підставі всієї чи практично всієї сукупності даних. Тут відбувається спроба апроксимації даних різними видами трендів з метою визначення такого його виду, який би щонайкраще описував динаміку даних.

Прогнозування за поточним (короткостроковим) трендом є досить ризикованим, адже його в будь-який момент може замінити протилежний або нейтральний тренд. Але якщо тенденція збережеться, то прогнозне значення виявиться дуже близьким до фактичного. Питання подальшої поведінки тренда можна з визначеним успіхом досліджувати методами технічного аналізу. Для підвищення вірогідності такого прогнозу варто застосовувати не один, а кілька методів технічного аналізу.

Метод авторегресійного інтегрованого ковзного середнього ARIMA, відомий як методологія Бокса-Дженкінса [16], є відносно новим методом моделювання тимчасових рядів. Сутність цього методу полягає не в побудові простої або множинної регресійної моделі, а в аналізі ймовірних характеристик економічних тимчасових рядів, дотримуючись принципу: «дозвольте даним говорити самим за себе» [15]. Тобто стосовно конкретних акцій це значить, що дані містять у собі всю наявну інформацію про кон'юнктуру ринку, психологію його учасників, стан справ на підприємстві, що випустило папери. У зв'язку в цим моделі ARIMA іноді називають нетеоретичними, тому що вони не можуть бути виведені з якої-небудь теорії, у той час як економічна теорія є основою для побудови множинних регресійних моделей.

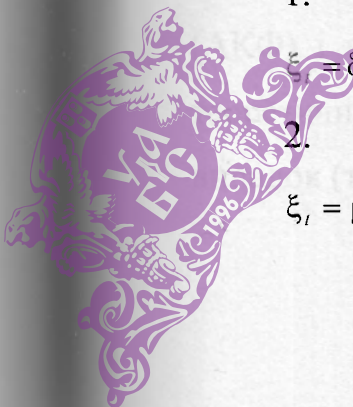
Приведемо математичний вигляд моделей:

1. Авторегресійна модель AR(p):

$$\xi_t = \delta + \varphi_1 \xi_{t-1} + \varphi_2 \xi_{t-2} + \dots + \varphi_p \xi_{t-p} + \varepsilon_t. \quad (3.1)$$

2. Модель ковзного середнього MA(q):

$$\xi_t = \mu + \varepsilon_t - \theta_1 \varepsilon_t - \theta_2 \varepsilon_{t-1} - \dots - \theta_q \varepsilon_{t-q} \quad (3.2)$$



3. Модель авторегресійного ковзного середнього ARMA(p,q):

$$\xi_t = \delta + \varphi_1 \xi_{t-1} + \varphi_2 \xi_{t-2} + \dots + \varphi_p \xi_{t-p} + \varepsilon_t - \theta_1 \varepsilon_t - \theta_2 \varepsilon_{t-1} - \dots - \theta_q \varepsilon_{t-q}, \quad (3.3)$$

де ξ_t - значення перемінної в момент t ;

ξ_{t-i} , $i = 1, \dots, p$ - її значення в попередні періоди часу;

δ, μ - константи;

ε_t - залишки в момент t , а ε_{t-j} , $j = 1, \dots, q$ - їхнього значення в попередні моменти часу;

$\varphi_i, i = 1, \dots, p$ - параметри при попередніх значеннях перемінної, а θ_j - залишки.

Умовою застосування ARMA методології до тимчасового ряду є його стаціонарність. Ряд вважається стаціонарним, якщо щодо його процесу, що породжує, можна припустити кінцівку параметрів і інваріантність за часом. Це значить, що середнє значення і дисперсія є безупинними. Якщо часовий ряд нестаціонарний, Бокс і Дженкінс запропонували знаходити його різниці для одержання стаціонарного процесу, оскільки перехід до першої різниці усуває перший тренд, друга різниця усуває квадратичний тренд і т.д. процедура перебування різниць тимчасового ряду для досягнення стаціонарності називається інтегруванням. Для поліпшення характеристик ряду до даних можуть застосовуватися інші перетворення. Так, для рядів з великими значеннями для істотного зменшення дисперсії можна застосувати логарифмування.

Одержання стаціонарного ряду є початковим кроком алгоритму методу. Другим кроком є ідентифікація моделі. Модель ідентифікується на підставі даних вибірки за допомогою порівняння автокореляційної (АКФ) і часткової автокореляційної функцій (ЧАКФ) вибірки і різних теоретичних моделей (AR(p), MA(q), ARMA(p,q)) у надії знайти схожий випадок (табл. 3.1).



Характеристики ARMA-моделей

Модель	АКФ	ЧАКФ
Білий шум	Усі нулі	Усі нулі
MA(q)	Нулі після лага q	Геометрично убутна
AR(p)	Убуває геометрично або по синусоїді або разом	Нулі після лага p
ARMA(p,q)	Убуває геометрично	Геометрично убутна

Оскільки ми використовуємо вибірку спостережень і часто її розмір є відносно невеликим, можна чекати, що будуть мати місце вибіркові флуктуації і точна відповідність між даними і теоретичною моделлю не буде. Це може привести до вибору на цьому кроці двох-трьох спробних моделей (тобто пара величин p і q).

Наступним кроком є оцінка параметрів кожної зі спробних моделей і вибір найкращої. Параметри AR-моделі можуть бути оцінені за допомогою методу найменших квадратів, але його не можна застосовувати до MA- і ARMA-моделей. Метод Бокса-Дженкінса використовує ітеративну процедуру, у якій оцінки параметрів мінімізують суму квадратів залишків. Існує численна кількість комп'ютерних пакетів, включаючи TSP, RATS, MINITAB і один з найсучасніших – STATISTICA [17], що містять такі процедури оптимізації й обчислюють також стандартні помилки й інші відповідні статистичні параметри.

Після перебування оцінок параметрів потрібно перевірити, чи є модель задовільною. На цьому кроці визначається значимість і стійкість параметрів, властивості залишків і придатність моделі для прогнозування. Зокрема, перевірка придатності моделі для прогнозування відбувається в самому кінці тестування. Радять замість використання всіх зібраних даних для вибору і припасування моделі деяку частину даних (наприклад, 3-5 спостережень) зберегти для оцінки придатності моделі.

Коли модель прийнята, її параметри ще раз оцінюються на підставі всіх доступних даних.

Якщо конкретна оцінена модель виявляється незадовільною, її потрібно відхилити, визначити і знайти оцінки параметрів іншої моделі. Нарешті буде прийнята одна або декілька моделей. Якщо є кілька моделей, необхідно здійснити вибір між ними. Одним очевидним критерієм є вибір моделі з найменшою сумою квадратів залишків. Існують і інші критерії, наприклад, принцип економії, що стверджує, що маючи кілька адекватних моделей, потрібно вибрати модель з найменшим числом параметрів.

Метод експонентного згладжування дозволяє аналізувати часовий ряд і одержувати прогноз без попереднього завдання форми тренда. Спостереження входять в обробку не з однаковими показниками, а з величинами, що експонентно зменшуються: поточні спостереження так би мовити сприймаються з більшою довірою, ніж попередні.

Експонентне згладжування без тренда. З вихідного тимчасового ряду ξ_t згладжений e_t можна одержати за допомогою наступного лінійного оператора згладжування

$$e_1 = \xi_1 \quad (3.4)$$

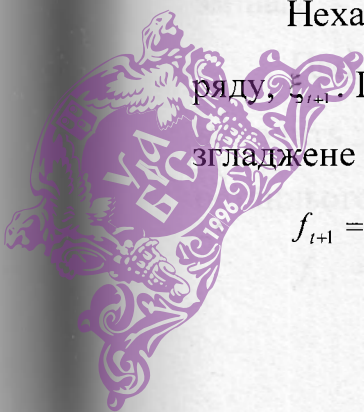
$$e_t = \alpha \xi_t + (1 - \alpha) e_{t-1}, \quad t \geq 2, \quad (3.5)$$

де α - константа згладжування, $0 \leq \alpha < 1$.

Вибором значення константи α здійснюється управління процесом згладжування. Вибором α ближче до 0 надається більша увага минулим значенням тимчасового ряду, а ближче до 1 – поточним значенням.

Нехай нашою метою є прогноз наступного значення тимчасового ряду, ξ_{t+1} . Прогнозом по методу експонентного згладжування для ξ_{t+1} буде згладжене значення ряду для моменту t :

$$f_{t+1} = e_t, \quad (3.6)$$



де f_{t+1} є прогнозом ξ_{t+1} , тобто $\xi_{t+1} = \alpha \xi_t + (1-\alpha) \xi_{t-1}$.

Оскільки експонентне згладжування усереднює минулі і поточні значення, значення згладженого ряду будуть лежати нижче значень вихідного ряду, якщо існує довгостроковий тренд. Крім того, експонентним згладжуванням усуваються сезонні коливання. Тому прогноз, отриманий по методу експонентного згладжування, тільки тоді має сенс, коли тренд і сезонна складова відносно незначні.

Експонентне згладжування з урахуванням тренда. Розвитком експонентного згладжування є модель Холта-Вінтерса [188], що складається з компонента експонентного згладжування e_t і трендової компоненти T_t . Трендова компонента використовується при обчисленні експонентно згладжених значень ряду:

$$e_2 = \xi_2, T_2 = \xi_1 - \xi_2,$$

$$e_t = \alpha \xi_t + (1-\alpha)(e_{t-1} - T_{t-1}), t \geq 3, \quad (3.7)$$

$$T_t = \beta(e_t - e_{t-1}) + (1-\beta)T_{t-1} \quad (3.8)$$

Відзначимо, що в рівняннях присутні дві константи згладжування: α і β , кожна з яких може приймати значення від 0 до 1.

Трендова компонента оцінюється адаптивно, з використанням зваженого середнього останніх змін членів ряду, представлених через різниці $(e_t - e_{t-1})$ й оцінки тренда в попередньому періоді T_{t-1} . Вибір значення β ближче до 0 додає більшої ваги попереднім оцінкам тренда, у той же час вибір β ближче до 1 додає більшої значимості поточним змінам.

Прогноз на один період у майбутнє по методу Холта-Вінтерса виходить додатком до попереднього експонентно згладженого компоненту останнього компонента тренда:

$$f_{t+1} = e_t + T_t, \quad (3.9)$$

Ідея полягає в тому, що ми конструюємо прогноз, комбінуючи останню оцінку згладжування e_t з оцінкою очікуваного росту (чи падіння) відповідно до тренда T_t .

Таким чином, на два періоди вперед прогноз дорівнює:

$$f_{t+2} = e_t + 2T_t, \quad (3.10)$$

Аналогічно для одержання прогнозу на k -й період варто додати очікуваний ріст (падіння) згідно тренда на k періодів:

$$f_{t+k} = e_t + kT_t, \quad (3.11)$$

Тут, як і в методі простого експонентного згладжування (без тренда), варто визначити значення вагових коефіцієнтів α і β , при яких вдається одержати найкращий прогноз. При цьому переважніше не просто здійснити розрахунки для окремих пар значень коефіцієнтів, а вирішити оптимізаційну задачу для визначення оптимальної пари α і β .

Однак, історія сучасної портфельної теорії починається з класичного висновку Гаррі Марковиця [200, с. 29-36], який зазначив, що незалежно від індивідуальних переваг, всі інвестори прагнуть сформувати ефективний портфель – такий, котрий забезпечує мінімальний ступінь ризику для обраного рівня доходу, або, що є тим самим, максимальний очікуваний доход при заданому ступені ризику. Цей підхід, і сама задача вибору ефективного портфеля називається моделю Марковиця. Модель Марковиця можна сформулювати наступним чином необхідно знайти такі пропорції розподілу коштів між доступними активами: x_1, x_2, \dots, x_n (де x_i - частка коштів, інвестованих в i актив), щоб ризик портфеля σ_p при заданому рівні прибутковості $\bar{\mu}_p$ був би мінімальним.

Математично модель можна сформулювати наступним чином:
знайти

$$\min_{x_1, x_2, \dots, x_n} \{ \sigma_p \} = \min_{x_1, x_2, \dots, x_n} \left\{ \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j \sigma_{ij} \right\}, \quad (3.12)$$

при обмеженнях

$$\sum_{i=1}^N x_i = 1, \quad (3.13)$$

$$\sum_{i=1}^N \mu_i x_i = \overline{\mu}_p \quad (3.14)$$

У приведеній формулюванні моделі, $\overline{\mu}_p$ - заданий рівень середньої прибутковості,

$$\sigma_{ij} = \begin{cases} \sigma_i^2, i = j \\ \text{cov}(\xi_i, \xi_j), i \neq j \end{cases} \quad (3.15)$$

(відповідно до прийнятих позначень $\sigma_{ii} = \sigma_i^2$).

Модель можна записати в матричній формі, позначивши: x - вектор розподілу коштів між ризикованими активами: $x = \{x_i\}_{i=1, \dots, N}$; μ - вектор прибутковості активів, V - коваріаційна матриця (квадратна матриця, що складається зі значень σ_{ij} , $i = 1, \dots, N$; $j = 1, \dots, N$). Тоді необхідно знайти

$$\min_x \{x^T V x\}, \quad (3.16)$$

при обмеженнях

$$\begin{aligned} x^T e &= 1 \\ x^T \mu &= \overline{\mu}_p, \end{aligned} \quad (3.17)$$

де e - одиничний вектор:

$$e = \begin{pmatrix} 1 \\ \vdots \\ 1 \end{pmatrix} \quad (3.18)$$

T - знак транспонування вектора.

Для моделі (3.17), (3.19) аналітичне рішення має вид

$$x = \frac{1}{2} V^{-1} [\phi \mu + \psi e], \quad (3.19)$$

де ϕ і ψ - множники Лагранжа обмежень (3.17).

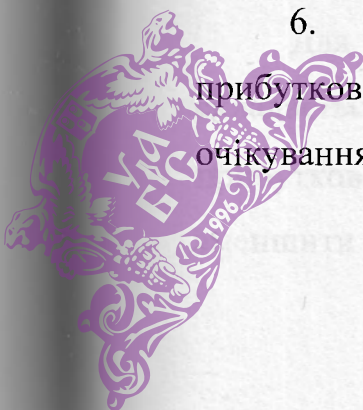


Значний вклад в аналіз ефективності фінансових інвестицій вніс Дж. Тобін (1958), котрий розв'язав проблему вибору між інвестуванням і довів, що це портфельне рішення можна поділити на вибір оптимальної комбінації ризикованих активів і вибір співвідношення між особистими і ризикованими активами.

Теоретичною базою, на якій базується сучасна практика підбору портфелів, служить методика формування оптимального портфеля Г. Марковиця і “модель оцінки капітальних активів” (CAPM). Ця концепція з'явилась в 60-х роках, її розробили У. Шарп, Д.Лінтнер і Д. Моссен [214].

Основні допущення моделі зводяться до наступного [215]:

1. Інвестори оцінюють інвестиційні рішення по двох параметрах – очікуваною (середньою) прибутковістю μ_i і величиною ризику, що вимірюється як стандартне відхилення випадкової величини прибутковості σ_i .
2. Відсутні податки й операційні витрати. Існують необмежені можливості коротких продажів.
3. Існує безризикова ставка μ_0 , однакова як для кредитів, так і для інвестицій, і можливості по безризиковому кредитуванню й інвестуванню необмежені.
4. Активи безмежно діляться.
5. Всі інвестори несхильні до ризику й інвестують у більш ризиковані проекти тільки, якщо вони забезпечують більший очікуваний доход.
6. Всі інвестори однаково інформовані щодо очікуваної прибутковості і ризику інвестицій, і характеризуються однаковими очікуваннями відносно майбутнього.



7. Фінансові ринки повністю конкурентноспроможні – жоден з учасників не може здійснювати вплив на ціни, що визначаються винятково ринковим попитом та пропозицією.

8. Обрій прийняття рішень однаковий для всіх інвесторів.

У моделі CAPM рівноважна ціна (прибутковість) окремого фінансового активу визначається винятково ступенем статистичного взаємозв'язку прибутковості даного активу і прибутковості ринкового портфеля, що характеризується коефіцієнтом «бета»:

$$\mu_i = \mu_0 + \beta_i(\mu_m - \mu_0), \quad (3.20)$$

де μ_i - прибутковість i -го активу;

β_i - коефіцієнт пропорційності зміни прибутковості i -го активу при зміні прибутковості ринку;

μ_0 - прибутковість безризикового активу;

μ_m - прибутковість ринкового портфеля (індексу);

$\mu_m - \mu_0$ - премія за ризик.

Коефіцієнт бета являє собою співвідношення коваріації прибутковості i -го фінансового активу з прибутковістю ринкового портфеля і дисперсії прибутковості ринкового портфеля:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}, \quad (3.21)$$

Як уже відзначалося в розділі , коефіцієнт β_i є мірою чутливості прибутковості i -го активу до коливань ринкової прибутковості.

Модель оцінки капітальних активів дозволяє істотно спростити задачу вибору ефективного портфеля Марковиця.

Для того, щоб розрахувати стандартне відхилення портфеля, що складається з N активів, необхідно попередньо оцінити N показників прибутковості і $(N^2 - N)/2$ показників коваріації. CAPM дозволяє істотно зменшити кількість розрахунків.

Виходячи із CAPM сумарний ризик (стандартне відхилення) якого-небудь цінного папера i можна представити у вигляді:

$$\sigma_i = \sqrt{\beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_i}^2}, \quad (3.22)$$

де

σ_i^2 - стандартне відхилення залишкової прибутковості i -го активу по CAPM;

$\beta_i^2 \sigma_m^2$ - ринковий (систематичний) ризик;

$\sigma_{\varepsilon_i}^2$ - індивідуальний (власний) ризик i -го активу.

За аналогією ризик довільного портфеля дорівнює:

$$\sigma_p = \sqrt{\beta_p^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_p}^2}, \quad (3.23)$$

при чому

$$\beta_p = \sum_{i=1}^N x_i \beta_i, \quad (3.24)$$

і за умови, що залишкові прибутковості ε_i , $i=1, \dots, N$:

$$\sigma_{\varepsilon_p}^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_{\varepsilon_i}^2, \quad (3.25)$$

де $x_i, i=1, \dots, N$, як і раніш, частки активів в інвестиційному портфелі.

Зводячи (3.23) у квадрат і одночасно підставляючи (3.24) і (3.25) одержимо вираження для визначення дисперсії портфеля:

$$\sigma_p^2 = \left(\sum_{i=1}^N x_i \beta_i \right)^2 \sigma_m^2 + \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_{\varepsilon_i}^2, \quad (3.26)$$

Модель Шарпа відрізняється від моделі Марковиця тільки видом цільової функції:

$$\sigma_p^2 = \left(\sum_{i=1}^N x_i \beta_i \right)^2 \sigma_m^2 + \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_{\varepsilon_i}^2 \rightarrow \min \quad (3.27)$$

$$\sum_{i=1}^N x_i = 1, \quad (3.28)$$

$$\sum_{i=1}^N \mu_i x_i = \bar{\mu}_p, \quad (3.29)$$



Приймаючи до уваги особливості практичних методів розрахунку β_i , σ_{ei}^2 , σ_{ni}^2 і спрощення, що містяться в допущення CAPM, співвідношення (3.26) можна розглядати тільки як наближене. Однак його застосування дозволяє істотно зменшити кількість параметрів, які потрібно оцінити, до $2N + 1$. Наприклад, якщо попередньо обрані кандидатами в портфель 100 видів цінних паперів, то для моделі Марковиця необхідно оцінити 4950 статистичних параметра, у той час як при використанні моделі Шарпа ця кількість скорочується до 201.

Використовуючи досягнення сучасної портфельної теорії, спробуємо одержати практичний результат: побудувати інвестиційний портфель з цінних паперів, що обертаються на українському ринку цінних паперів. Головною метою побудови портфеля визначимо диверсифікованість ризику.

Алгоритм побудови портфеля представимо у вигляді послідовності наступних кроків.

1. Попередній добір фінансових інструментів і оцінка їхніх основних параметрів (у тому числі коефіцієнтів альфа, бета і середньоквадратичних відхилень прибутковості) на підставі історичних даних.
2. Прогнозування майбутньої індивідуальної прибутковості кожного з відібраних активів.
3. Визначення пропорцій між обраними активами для досягнення мінімального ризику при заданій прибутковості (оптимізація портфеля), оцінка отриманих результатів.

У якості вихідної використовуємо інформацію по угодам на ПФТС, що публікується в газетах «Бізнес» або "Інвестиційна газета". Вона містить котирування покупки і продажу цінних паперів, розміри лотів і ціни останніх угод за кожній тиждень. Саме ці ціни ми і будемо брати до

уваги, оскільки вони цілком адекватно відбивають інвестиційну привабливість фінансових інструментів для включення в портфель.

Найбільше логічно було б працювати з даними, отриманими після президентських виборів жовтня 1999 року, тобто після знаходження Україною визначеної політичної стабільності й однозначності, що, як відомо, істотно позначається на стані ринку цінних паперів. Однак така вибірка даних виявляється дуже короткої, і не дозволяє застосувати для обробки сучасні авторегресійні методи. Тому для забезпечення достатності вихідних даних (не менш 30 спостережень) охопимо період, що включає і кілька тижнів до виборів: із середини серпня 1999 року (16.08 до моменту виконання розрахунків – 17.04.00).

Варто помітити, що на недостатньо розвинутому українському ринку цінних паперів мало фінансових інструментів, з якими систематично здійснюються операції на вторинному ринку, причому це відноситься навіть до так званих “блакитних фішок”. По більшості емітентів маються уривчасті зведення по разових угодах або серіям угод, у тому числі кон’юнктурного характеру, наприклад по акціях Миколаївського глиноземного заводу, Ліноса і т.д. Використовувати такі зведення для побудови інвестиційного портфеля представляється недоцільним. Ці фінансові інструменти підходять скоріше для спекулятивних угод.

У той же час для повноцінного використання апарата сучасної портфельної теорії бажано працювати з можливо більш повними вибірками даних, без пробілів і пропусків.

У результаті відсівання цінних паперів за критерієм повноти вибірки, для наступної обробки візьмемо акції шести емітентів: Центренерго, Дніпроенерго, Київенерго, Укрнафти, концерну Стирол і Західенерго, які як було доведено в другому розділі даного дослідження є лідерами ринку корпоративних цінних паперів. Відповідні так звані

історичні дані вартості акцій названих компаній $x_{Ct}, x_{Dt}, x_{Kt}, x_{Ut}, x_{St}, x_{Zt}$ для обраного тимчасового періоду при щотижневих підрахунках ($t = 1, 2, \dots, T$; $T = 34$) містяться в Додатку 3. Тут же представлена вибірка щотижневих значень одного з основних фондових індексів українського ринку цінних паперів – Wood-15 - y_t , а також вибірка віртуальної прибутковості безризикового активу μ_{0t} , у якості якого узятa ставка рефінансування Нацбанку в перерахуванні на часовий відрізок в один тиждень.

Будемо цікавитися наступними параметрами: динаміка прибутковості акцій, динаміка ринкового портфеля, середньоквадратичні відхилення прибутковості (дисперсія) акцій, коефіцієнти “альфа” і “бета”.

Використовуємо такі формули [76].

1. Щотижнева індивідуальна прибутковість відповідних акцій

$$\mu_t = \frac{x_{t+1} - x_t}{x_t}, \quad (3.30)$$

2. Щотижнева прибутковість ринкового портфеля (по індексі Wood-15)

$$\mu_{mt} = \frac{y_{t+1} - y_t}{y_t} \quad (3.31)$$

3. Середня індивідуальна прибутковість відповідних акцій протягом обраного періоду

$$\bar{\mu} = \sum_{t=1}^T \mu_t / T \quad (3.32)$$

4. Дисперсія (середньоквадратичні відхилення прибутковості) відповідних акцій

$$\sigma^2 = \sum_{t=1}^T (\mu_t - \bar{\mu})^2 / (T - 1) \quad (3.33)$$



5. Коефіцієнти «бета» і «альфа» відповідних акцій:

$$\beta = \frac{\sum_{t=1}^T (\mu_{mt} - \mu_{0t} - \bar{\mu}_m)(\mu_t - \mu_{0t} - \bar{\mu})}{\sum_{t=1}^T (\mu_{mt} - \mu_{0t} - \bar{\mu}_m)} \quad (3.34)$$

$$\alpha = \mu - \beta \mu_m \quad (3.35)$$

Розрахунки здійснили за допомогою комп'ютерного пакета Mathcad 8, зручного для проведення великої кількості рутинних калькуляцій.

Програма при цьому представляє вид ланцюжка формул, складених за нескладними правилами й у повному виді винесена в Додаток Л. Отримані при її допомозі дані про динаміку прибутковості акцій і динаміку індексу Wood-15 поміщені в Додаток К, а коефіцієнти «альфа» і «бета», а також дисперсії зведені в табл. 3.2.

Таблиця 3.2
Основні параметри інвестиційної привабливості
акцій українського фондового ринку

Емітент	Дисперсія прибутковості, %	β	α
Центренерго	50,27	4,985	0,23
Дніпроенерго	21,79	0,708	6,149
Київенерго	10,896	0,876	0,21
Укрнафта	22,097	3,215	-1,708
Стирол	24,749	0,827	3,142
Західенерго	39,66	0,199	6,329

Для прогнозування майбутньої прибутковості використовували сучасний статистичний пакет STATISTICA 5.0, і, зокрема, модуль ARIMA autocorrelation functions. Він дозволяє будувати прогноз за допомогою одного з методів тимчасових рядів, методу авторегресійного плаваючого середнього ARMA-ARIMA, відомого також за назвою методу Бокса-Дженкінса.

Методику побудови прогнозу вартості акцій продемонструємо на прикладі акцій Центренерго. Щотижневі дані з 16.08.99 по 10.04.00 (див. Додаток 3) використовуємо як вихідний матеріал для побудови прогнозу. Отриманий прогноз на наступний тиждень згодом порівняємо з наявними даними за 17.04.99 р.

Графік відповідних вихідних даних представлений на рис. 3.3

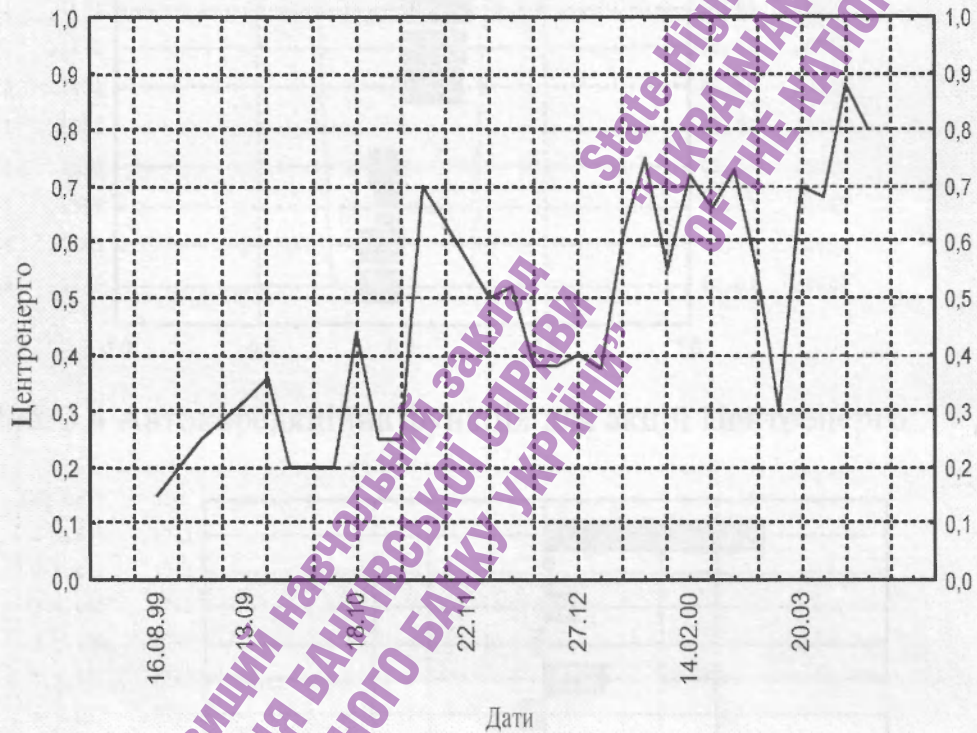


Рис. 3.3 Динаміка вартості акцій Центренерго

У динаміці ряду присутні очевидні тренди. Тобто ряд не є стаціонарним. Додатково переконатися в цьому можна переглядом автокореляційної функції (рис.3.4) і часткової автокореляційної функції (рис. 3.5).



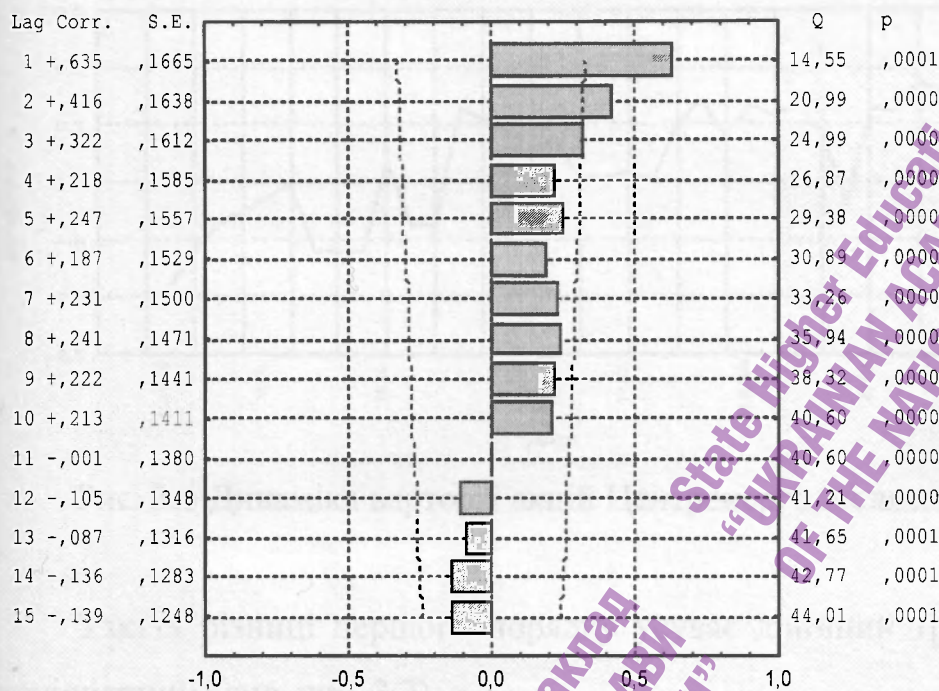


Рис. 3.4 Автокореляційна функція для акцій Центренерго

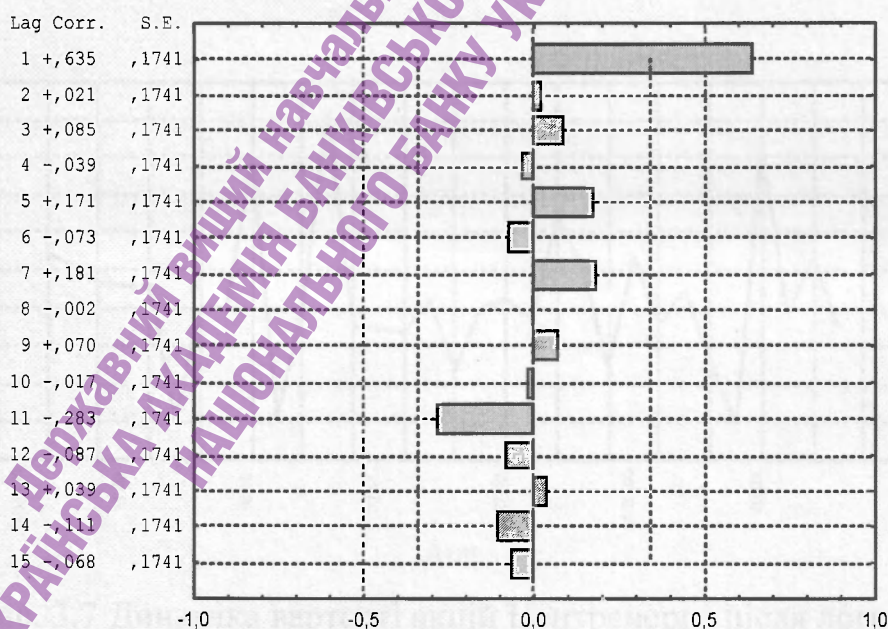


Рис. 3.5 Часткова автокореляційна функція акцій Центренерго

Для одержання меншого числа різниць, прологарифмуємо ряд. Результат представлений на рис. 3.6. Відмічаємо, що після логарифмування порядок значень ряду зменшився.

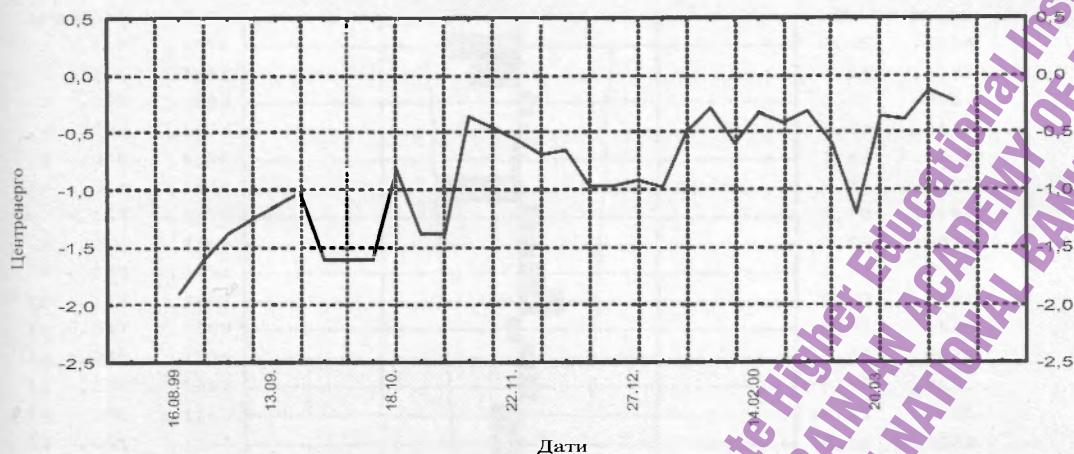


Рис. 3.6 Динаміка вартості акцій Центренерго після логарифмування

Узяття різниці першого порядку усуває лінійний тренд і ряд стає стаціонарним (див. рис. 3.7).

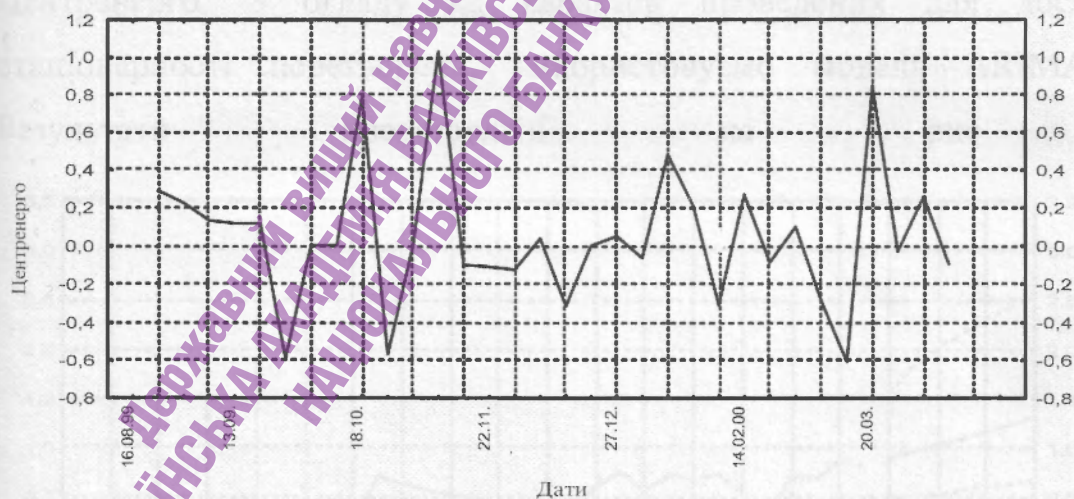


Рис. 3.7 Динаміка вартості акцій Центренерго після логарифмування й узяття першої різниці

Додатково переконатися в цьому можна з вигляду автокореляційної функції значень ряду після логарифмування й узяття першої різниці,

представленої

на

рис.

3.8.

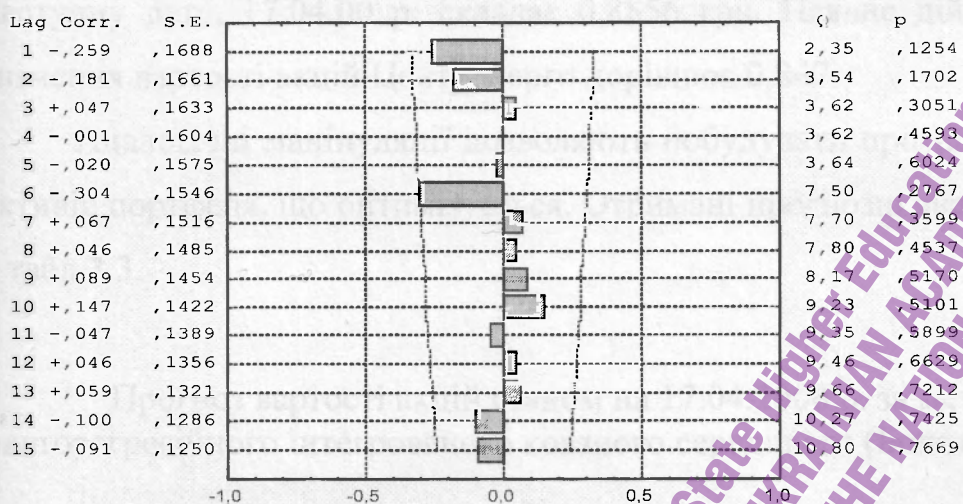


Рис. 3.8 Значення автокореляційної функції після логарифмування й узяття першої різниці

По виду автокореляційної функції можна зробити висновок, що модель у цілому адекватна. Тепер побудуємо прогноз вартості акцій Центренерго. З огляду на характер проведених для досягнення стаціонарності перетворень, використовуємо модель ARIMA(2,1,1).

Результати представлені на рис 3.9

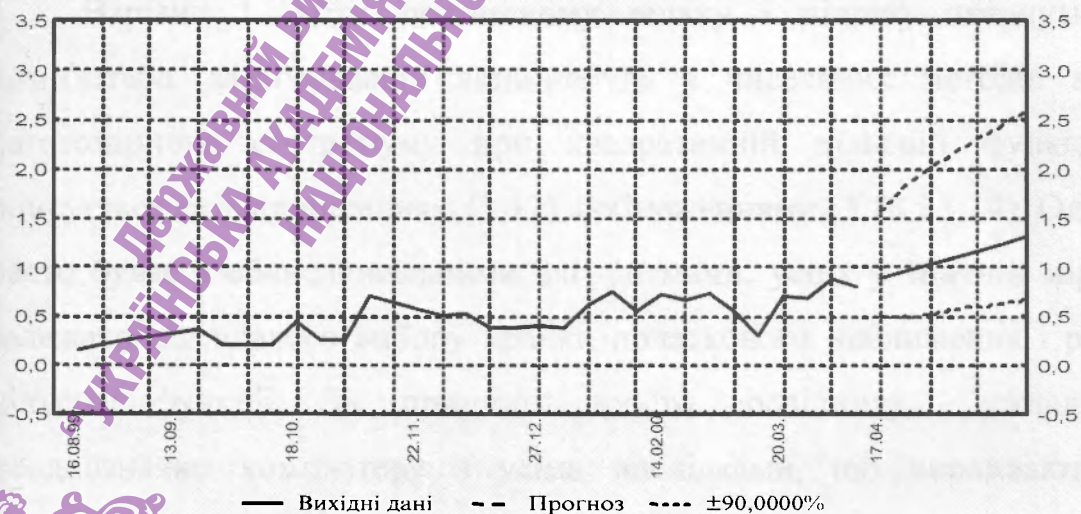


Рис. 3.9 Прогноз вартості акцій Центренерго



Обчислене прогнозне значення вартості акцій Центренерго на наступну дату, 17.04.00 р. складає 0,8856 грн. Наявне дійсне (реальне) значення вартості акцій Центренерго дорівнює 0,847.

Аналогічні маніпуляції дозволяють побудувати прогнози для інших активів портфеля, що оптимізується. Отримані прогнозні значення зведені в табл.3.3.

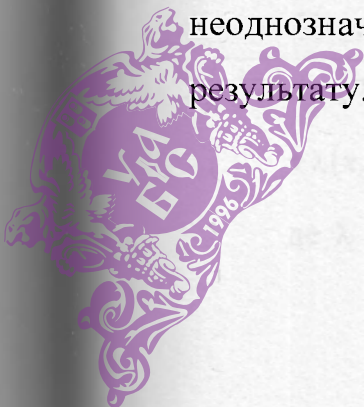
Таблиця 3.3

Прогноз вартості акцій станом на 17.04.2000 р. за методом авторегресійного інтегрованого ковзного середнього (Бокса-Дженкінса)

Емітент	Прогноз вартості акції	Реальне значення вартості акції	Відносна помилка, %
Центренерго	0,8856	0,847	+4,56%
Дніпроенерго	146,73	148	-0,86%
Київенерго	4,312	4,35	-0,87%
Укрнафта	17,73	17,5	+1.31%
Стирол	9,76	9,2	+6,09%
Західенерго	35,57	36,2	-1,74%

Для практичної оптимізації портфеля використовуємо модель Марковиця. При цьому можливі два варіанти.

Варіант 1. Піти по легкому шляху і відразу звернутися до комп'ютера, застосувавши який-небудь з чисельних методів пошуку багатомірного екстремуму при квадратичній цільовій функції, що описується співвідношенням (3.12) з обмеженнями (3.13 і 3.14). Однак, як часто буває з обчислювальними алгоритмами, успіх у значній мірі буде залежати від вдалого вибору крапки початкового наближення і рельєфу цільової функції. Діє принцип: просто досліднику – складно і неоднозначно комп'ютеру з усіма наслідками, що впливають, для результату.



Варіант 2. По можливості далі просунутися з вирішенням задачі в аналітичному вигляді, розраховуючи звести усе до проблеми простих калькуляцій, де для комп'ютера вже не буде ніяких неоднозначностей.

В даному дисертаційному дослідженні ми діяли за варіантом два.

У нашому конкретному випадку шести активів для вихідних часток акцій у портфелі x_i зручно ввести «» позначення,

: частка акцій Центренерго - x_C ;

Дніпроенерго - x_D ;

Київенерго - x_K ;

Укрнафти - x_U ;

Стиролу - x_S ;

Західенерго - x_Z .

Задача оптимізації портфеля в постановці Марковиця зводиться до мінімізації функціонала, що описує ризик цього портфеля

$$\sigma_p = \sqrt{x_C^2 \sigma_C^2 + x_D^2 \sigma_D^2 + \dots + x_Z^2 \sigma_Z^2 + 2x_C x_D \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} + \dots + 2x_S x_Z \sigma_S \sigma_Z \rho_{SZ}}, \quad (3.36)$$

з очевидними додатковими умовами:

$$x_C + x_D + \dots + x_Z = 1 \quad (3.37)$$

(сума активів портфеля складає 100%), і

$$\mu_C x_C + \mu_D x_D + \dots + \mu_Z x_Z = \bar{\mu} \quad (3.38)$$

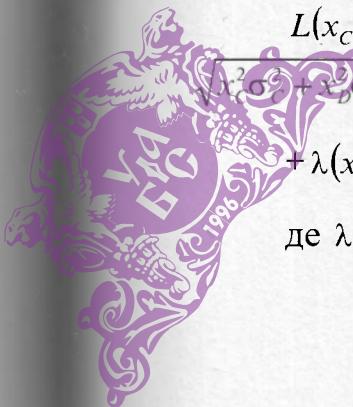
(заданий рівень прибутковості портфеля дорівнює $\bar{\mu}$).

Така задача в математиці називається пошуком умовного екстремуму функції.

Для рішення побудуємо функцію Лагранжа

$$L(x_C, x_D, \dots, x_Z, \lambda, \psi) = \sqrt{x_C^2 \sigma_C^2 + x_D^2 \sigma_D^2 + \dots + x_Z^2 \sigma_Z^2 + 2x_C x_D \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} + \dots + 2x_S x_Z \sigma_S \sigma_Z \rho_{SZ}} + \lambda(x_C + x_D + \dots + x_Z - 1) + \psi(\mu_C x_C + \mu_D x_D + \dots + \mu_Z x_Z - \bar{\mu}) \quad (3.39)$$

де λ і ψ - множники Лагранжа.



Якщо стандартне відхилення σ_p в крапці $\bar{X}^{(0)}(x_C^0, x_D^0, x_K^0, x_U^0, x_S^0, x_Z^0)$ має екстремум, то в цій крапці

$$\frac{\partial L(x_C, x_D, \dots, x_Z, \lambda, \psi)}{\partial x_C} = 0,$$

$$\frac{\partial L(x_C, x_D, \dots, x_Z, \lambda, \psi)}{\partial x_D} = 0,$$

.....

$$\frac{\partial L(x_C, x_D, \dots, x_Z, \lambda, \psi)}{\partial \lambda} = 0,$$

$$\frac{\partial L(x_C, x_D, \dots, x_Z, \lambda, \psi)}{\partial \lambda} = 0,$$

Підставляючи значення для $L(x_C, x_D, \dots, x_Z, \lambda, \psi)$, одержуємо

$$\frac{2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_C\sigma_D\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}}{2\sqrt{x_C^2\sigma_C^2 + x_D^2\sigma_D^2 + \dots + 2x_Sx_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}} + \lambda + \psi\mu_C = 0 \quad (3.40)$$

$$\frac{2x_D\sigma_D^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_D\rho_{CD} + \dots + 2x_Z\sigma_D\sigma_Z\rho_{DZ}}{2\sqrt{x_C^2\sigma_C^2 + x_D^2\sigma_D^2 + \dots + 2x_Sx_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}} + \lambda + \psi\mu_D = 0 \quad (3.41)$$

$$\frac{2x_K\sigma_K^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_K\rho_{CK} + \dots + 2x_Z\sigma_K\sigma_Z\rho_{KZ}}{2\sqrt{x_C^2\sigma_C^2 + x_D^2\sigma_D^2 + \dots + 2x_Sx_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}} + \lambda + \psi\mu_K = 0 \quad (3.42)$$

$$\frac{2x_U\sigma_U^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_U\rho_{CU} + \dots + 2x_Z\sigma_U\sigma_Z\rho_{UZ}}{2\sqrt{x_C^2\sigma_C^2 + x_D^2\sigma_D^2 + \dots + 2x_Sx_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}} + \lambda + \psi\mu_U = 0 \quad (3.43)$$

$$\frac{2x_S\sigma_S^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_S\rho_{CS} + \dots + 2x_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}{2\sqrt{x_C^2\sigma_C^2 + x_D^2\sigma_D^2 + \dots + 2x_Sx_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}} + \lambda + \psi\mu_S = 0 \quad (3.44)$$

$$\frac{2x_Z\sigma_Z^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ} + \dots + 2x_S\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}{2\sqrt{x_C^2\sigma_C^2 + x_D^2\sigma_D^2 + \dots + 2x_Sx_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ}}} + \lambda + \psi\mu_Z = 0 \quad (3.45)$$

$$x_C + x_D + x_K + x_U + x_S + x_Z = 1 \quad (3.46)$$

$$\mu_C x_C + \mu_D x_D + \mu_K x_K + \mu_U x_U + \mu_S x_S + \mu_Z x_Z = \bar{\mu} \quad (3.47)$$



Таким чином, задача звелася до системи восьми рівнянь щодо восьми невідомих $x_C, x_D, x_K, x_U, x_S, x_Z, \lambda, \psi$. Відзначимо, що невідомі входять у систему нелінійним образом (під знаком радикала й у квадраті), що не дозволяє відразу записати її рішення в аналітичному виді.

Для позбавлення від нелінійних членів і інших спрощень здійснимо наступні перетворення.

Послідовно віднімемо з рівняння (3.40) рівняння (3.41), (3.42), (3.43) і (3.44), (3.45), а отримані результати попарно дорівнюємо. Одержимо

$$\begin{aligned} & \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_D\sigma_D^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_D\rho_{CD} + \dots + 2x_Z\sigma_D\sigma_Z\rho_{DZ})}{(\mu_C - \mu_D)} = \\ & = \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_K\sigma_K^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_K\rho_{CK} + \dots + 2x_Z\sigma_K\sigma_Z\rho_{KZ})}{(\mu_C - \mu_K)} \end{aligned} \quad (3.48)$$

$$\begin{aligned} & \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_D\sigma_D^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_D\rho_{CD} + \dots + 2x_Z\sigma_D\sigma_Z\rho_{DZ})}{(\mu_C - \mu_D)} = \\ & = \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_U\sigma_U^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_U\rho_{CU} + \dots + 2x_Z\sigma_U\sigma_Z\rho_{UZ})}{(\mu_C - \mu_U)} \end{aligned} \quad (3.49)$$

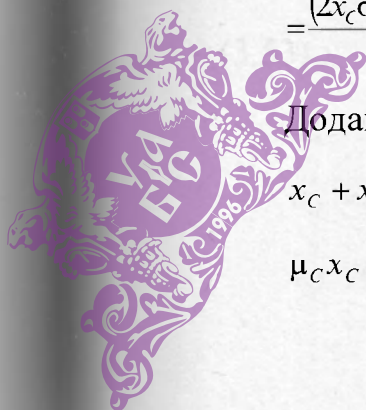
$$\begin{aligned} & \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_D\sigma_D^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_D\rho_{CD} + \dots + 2x_Z\sigma_D\sigma_Z\rho_{DZ})}{(\mu_C - \mu_D)} = \\ & = \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_S\sigma_S^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_S\rho_{CS} + \dots + 2x_Z\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ})}{(\mu_C - \mu_S)} \end{aligned} \quad (3.50)$$

$$\begin{aligned} & \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_D\sigma_D^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_D\rho_{CD} + \dots + 2x_Z\sigma_D\sigma_Z\rho_{DZ})}{(\mu_C - \mu_D)} = \\ & = \frac{(2x_C\sigma_C^2 + 2x_D\sigma_D\sigma_C\rho_{DC} + \dots + 2x_Z\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ}) - (2x_Z\sigma_Z^2 + 2x_C\sigma_C\sigma_Z\rho_{CZ} + \dots + 2x_S\sigma_S\sigma_Z\rho_{SZ})}{(\mu_C - \mu_Z)} \end{aligned} \quad (3.51)$$

Додамо сюди відношення (3.46) і (3.47)

$$x_C + x_D + x_K + x_U + x_S + x_Z = 1 \quad (3.52)$$

$$\mu_C x_C + \mu_D x_D + \mu_K x_K + \mu_U x_U + \mu_S x_S + \mu_Z x_Z = \bar{\mu} \quad (3.53)$$



Таким чином, прийшли до системи шести рівнянь (3.48) - (3.53) щодо шести вихідних перемінних, що характеризують частки активів в інвестиційному портфелі.

Обговоримо результат. Усі рівняння – лінійні алгебраїчні! Ніяких проблем із квадратичними цільовими функціями немає. Сама система може бути представлена в класичному канонічному вигляді

$$A \times X = C, \quad (3.54)$$

$$\text{де } X = \begin{pmatrix} x_C \\ x_D \\ x_K \\ x_U \\ x_S \\ x_Z \end{pmatrix} - \text{вектор-стовпець вихідних перемінних,}$$

$$C = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 1 \\ \mu \end{pmatrix} - \text{вектор-стовпець вільних членів,}$$

$$A = \begin{pmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} & a_{15} & a_{16} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} & a_{25} & a_{26} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} & a_{35} & a_{36} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} & a_{45} & a_{46} \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & a_{55} & a_{56} \\ a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & a_{66} \end{pmatrix} - \text{матриця коефіцієнтів системи,}$$

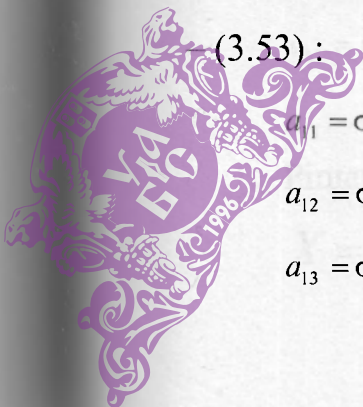
елементи a_{ij} якої визначаються значеннями, що впливають з (3.48)

(3.53):

$$a_{11} = \sigma_C^2 (\mu_D - \mu_K) + \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_K - \mu_C) + \sigma_C \sigma_K \rho_{CK} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{12} = \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_D - \mu_K) + \sigma_D^2 (\mu_K - \mu_C) + \sigma_C \sigma_K \rho_{DK} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{13} = \sigma_C \sigma_K \rho_{CK} (\mu_D - \mu_K) + \sigma_D \sigma_K \rho_{DK} (\mu_K - \mu_C) + \sigma_K^2 (\mu_C - \mu_D),$$



$$a_{14} = \sigma_C \sigma_U \rho_{CU} (\mu_D - \mu_K) + \sigma_D \sigma_U \rho_{DU} (\mu_K - \mu_C) + \sigma_K \sigma_U \rho_{KU} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{15} = \sigma_C \sigma_S \rho_{CS} (\mu_D - \mu_K) + \sigma_D \sigma_S \rho_{DS} (\mu_K - \mu_C) + \sigma_K \sigma_S \rho_{KS} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{16} = \sigma_C \sigma_Z \rho_{CZ} (\mu_D - \mu_K) + \sigma_D \sigma_Z \rho_{DZ} (\mu_K - \mu_C) + \sigma_K \sigma_Z \rho_{KZ} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{21} = \sigma_C^2 (\mu_D - \mu_U) + \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_U - \mu_C) + \sigma_C \sigma_U \rho_{CU} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{22} = \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_D - \mu_U) + \sigma_D^2 (\mu_U - \mu_C) + \sigma_D \sigma_U \rho_{DU} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{23} = \sigma_C \sigma_K \rho_{CK} (\mu_D - \mu_U) + \sigma_D \sigma_K \rho_{DK} (\mu_U - \mu_C) + \sigma_K \sigma_U \rho_{KU} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{24} = \sigma_C \sigma_U \rho_{CU} (\mu_D - \mu_U) + \sigma_D \sigma_U \rho_{DU} (\mu_U - \mu_C) + \sigma_U^2 (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{25} = \sigma_C \sigma_S \rho_{CS} (\mu_D - \mu_U) + \sigma_D \sigma_S \rho_{DS} (\mu_U - \mu_C) + \sigma_S \sigma_U \rho_{US} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{26} = \sigma_C \sigma_Z \rho_{CZ} (\mu_D - \mu_U) + \sigma_D \sigma_Z \rho_{DZ} (\mu_U - \mu_C) + \sigma_Z \sigma_U \rho_{UZ} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{31} = \sigma_C^2 (\mu_D - \mu_S) + \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_S - \mu_C) + \sigma_C \sigma_S \rho_{CS} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{32} = \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_D - \mu_S) + \sigma_D^2 (\mu_S - \mu_C) + \sigma_D \sigma_S \rho_{DS} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{33} = \sigma_C \sigma_K \rho_{CK} (\mu_D - \mu_S) + \sigma_K \sigma_D \rho_{KD} (\mu_S - \mu_C) + \sigma_K \sigma_S \rho_{KS} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{34} = \sigma_C \sigma_U \rho_{CU} (\mu_D - \mu_S) + \sigma_U \sigma_D \rho_{DU} (\mu_S - \mu_C) + \sigma_U \sigma_S \rho_{US} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{35} = \sigma_C \sigma_S \rho_{CS} (\mu_D - \mu_S) + \sigma_S \sigma_D \rho_{SD} (\mu_S - \mu_C) + \sigma_S^2 (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{36} = \sigma_C \sigma_Z \rho_{CZ} (\mu_D - \mu_S) + \sigma_Z \sigma_D \rho_{ZD} (\mu_S - \mu_C) + \sigma_Z \sigma_S \rho_{ZS} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{41} = \sigma_C^2 (\mu_D - \mu_Z) + \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_Z - \mu_C) + \sigma_C \sigma_Z \rho_{CZ} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{42} = \sigma_C \sigma_D \rho_{CD} (\mu_D - \mu_Z) + \sigma_D^2 (\mu_Z - \mu_C) + \sigma_D \sigma_Z \rho_{DZ} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{43} = \sigma_C \sigma_K \rho_{CK} (\mu_D - \mu_Z) + \sigma_K \sigma_D \rho_{KD} (\mu_Z - \mu_C) + \sigma_K \sigma_Z \rho_{KZ} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{44} = \sigma_C \sigma_U \rho_{CU} (\mu_D - \mu_Z) + \sigma_U \sigma_D \rho_{DU} (\mu_Z - \mu_C) + \sigma_U \sigma_Z \rho_{UZ} (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{45} = \sigma_C \sigma_S \rho_{CS} (\mu_D - \mu_Z) + \sigma_S \sigma_D \rho_{SD} (\mu_Z - \mu_C) + \sigma_S \sigma_Z \rho_{SZ} (\mu_C - \mu_D),$$

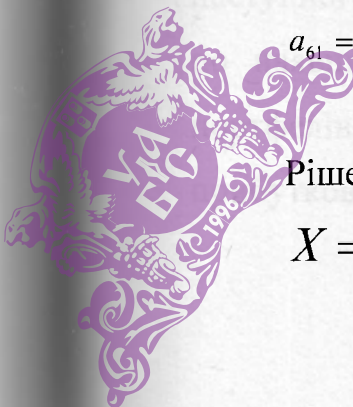
$$a_{46} = \sigma_C \sigma_Z \rho_{CZ} (\mu_D - \mu_S) + \sigma_Z \sigma_D \rho_{ZD} (\mu_Z - \mu_C) + \sigma_Z^2 (\mu_C - \mu_D),$$

$$a_{51} = a_{52} = a_{53} = a_{54} = a_{55} = a_{56} = 1,$$

$$a_{61} = \mu_C, \quad a_{62} = \mu_D, \quad a_{63} = \mu_K, \quad a_{64} = \mu_U, \quad a_{65} = \mu_S, \quad a_{66} = \mu_Z.$$

Рішення системи (3.54) має вигляд

$$X = A^{-1} \times C, \quad (3.55)$$



де A^{-1} - матриця, зворотна матриці коефіцієнтів A .

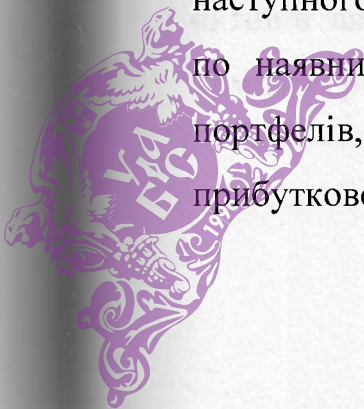
Процедура перебування зворотної матриці добре відпрацьована, дає однозначний результат і легко виконується на комп'ютері.

Таким чином, задача оптимізації інвестиційного портфеля, зведена до чисельного рішення системи лінійних алгебраїчних рівнянь (3.54).

Відмітимо, що аналогічні викладення можна опрацювати і при будь-якій іншій кількості вихідних нелінійних співвідношень типу (40) – (45). А це значить, що тим самим рішення задачі в постановці Марковиця при довільній кількості активів у портфелі завжди можна звести до чисельного аналізу відповідної системи лінійних алгебраїчних рівнянь, що важніше, ніж пошук екстремуму квадратичної цільової функції, що описує ризик портфеля. Цей результат має самостійне значення і відкриває перспективу побудови відповідного обчислювального алгоритму, вільного від недоліків алгоритмів пошуку багатомірних екстремумів.

Під оптимізацією портфеля будемо розуміти визначення пропорцій між обраними активами для досягнення мінімального ризику при заданій прибутковості.

Як впливає з попереднього розділу, вихідний розподіл часток визначається рішенням системи лінійних алгебраїчних рівнянь (3.54). Для обчислень знову використовуємо комп'ютерний пакет Mathcad 8: відповідна програма і конкретні калькуляції винесені в Додаток М, а основні результати дані в табл.3.4, при цьому слід зазначити, що негативні значення часток активів означають так званий «короткий продаж», коли здійснюються операції з борговими активами із зобов'язаннями наступного повернення; цифри, приведені в рядку «Реальна прибутковість по наявним фактичним даним на 17.04.00» показують прибутковість портфелів, у яких частки активів відповідають прогнозним, а значення прибутковості кожного активу – реальним значенням на 17.04.00 р.



Результати оптимізації портфеля цінних паперів

Показники	Варіанти оптимізації						
	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4
Планована тижнева прибутковість портфеля, %							
Розрахункова очікувана дисперсія диверсифікованого портфеля, %	8,186	8,529	9,039	9,69	10,455	11,311	12,239
Реальна прибутковість по наявним фактичним даним на 17.04.00, %	0,552	0,884	1,216	1,548	1,88	2,212	2,54
Розраховані пропорції між активами, %							
Центренерго	-1,2	-0,3	0,6	1,5	2,4	3,3	4,2
Дніпроенерго	8	6,7	5,4	4,1	2,8	1,5	0,3
Київенерго	61,2	58,4	55,6	52,8	50	47,2	44,4
Укрнафта	16,1	20,4	24,7	28,9	33,2	37,5	41,7
Стирол	16,7	16,9	17,1	17,4	17,6	17,8	18,1
Західенерго	-0,8	-2,2	-3,5	-4,8	-6,1	-7,4	-8,7

Основні висновки за отриманими результатами.

1. Головна мета - побудова портфеля, що забезпечує диверсифікованість ризику при короткостроковому інвестиційному періоді, досягнута.
2. Розроблений для побудови портфеля алгоритм включає:
 - попередній добір фінансових інструментів і оцінку їхніх основних параметрів на підставі історичних даних;
 - прогнозування майбутньої прибутковості кожного з відібраних активів авторегресійним методом ковзного середнього за допомогою комп'ютерного пакета STATISTICA 5.0;



- пошук пропорцій портфеля із системи лінійних алгебраїчних рівнянь щодо невідомих часток активів у портфелі, отриманої в даному дисертаційному дослідженні з моделі Марковиця.

3. На базі вибірки даних на основі угод, здійснених на ПФТС, за період з 16.08.99 по 10.04.00, виконана практична побудова сімейства ефективних портфелів акцій українських компаній з тижневим плановим терміном для різних рівнів прибутковості.

4. Кожному рівню прибутковості відповідає свій ефективний портфель, з мінімальним для даного рівня прибутковості ризиком. Зазначимо, що середньоквадратичні відхилення прибутковості, що характеризують ризик отриманих у такий спосіб оптимізованих портфелів, менше за середньоквадратичні відхилення прибутковості акцій, що є їх складовими.

5. Чим вище планована прибутковість, тим більше ризик на який повинний йти інвестор.

6. Вибір конкретного ефективного портфеля залежить від індивідуальних переваг інвестора між ризиком і очікуваним доходом.

Висновок до розділу 3.

1. Аналіз існуючих методів технічного аналізу та програмних продуктів на основі нейронних мереж та генетичних алгоритмів, а також порядку і умов їх застосування в Україні виходячи зі стану розвитку ринку цінних паперів дозволив зробити висновки щодо можливості використання окремих з них для прогнозування курсів цінних паперів вітчизняних емітентів.

2. Обґрунтовано, що для динамічної та прогнозної оцінки інвестиційної привабливості українських цінних паперів доцільно використовувати методи технічного аналізу, зокрема метод



авторегресійного рухомого середнього як найбільш адаптований до сучасного стану фондового ринку.

3. З метою забезпечення потреб портфельних інвесторів щодо критеріїв ризику та доходності портфелю акцій українських емітентів доцільно використовувати модифіковану модель Марковиця для формування оптимального інвестиційного портфелю з урахуванням специфіки обігу цінних паперів на фондовому ринку України.

State Higher Education Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"



Висновки

У дисертації міститься теоретичне обґрунтування та запропоновані нові підходи до розв'язання наукової проблеми, пов'язаної з оцінкою інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів та обґрунтуванням ефективних фінансових рішень на ринку корпоративних цінних паперів з урахуванням стану та перспектив його розвитку.

Основні висновки дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. Одним із основних завдань створення та функціонування ринку цінних паперів є забезпечення міжгалузевого перерозподілу інвестиційних ресурсів та формування необхідних умов для накопичення коштів і трансформації накопичень в інвестиції. Однак поки що дану функцію ринок цінних паперів України виконує не досить повно. Обрана модель приватизації визначає "стартову" структуру капіталу акціонерних товариств у процесі перерозподілу прав власності та формує певну модель корпоративного управління, визначає темп і спрямованість розвитку ринку корпоративних цінних паперів і обумовлює таким чином, формування відповідного типу фінансової системи держави за основними класифікаційними ознаками.

2. Фактичний розвиток фінансових систем посткомуністичних країн відрізняється від теоретичних зауважень, з цією метою в дисертаційному дослідженні ми проаналізували особливості процесу перерозподілу власності в Україні. Зауважимо насамперед, що приватизація здійснювалася в Україні в три етапи. Узагальнюючи накопичений досвід, слід зазначити, що на перших етапах приватизації України з 1992 по 1998 рр. відбувався лише формальний перерозподіл прав власності, який не був підкріплений відповідним цілеспрямованим рухом вартості. Крім того, приватизаційні процеси загострили проблему посилення централізації в процесі перерозподілу створеного національного доходу, що пояснюється

частково вузькістю фінансової бази в секторі матеріального виробництва, тому що 54 % вітчизняних підприємств є збитковими. Починаючи з 1999 р. після прийняття четвертої державної програми приватизації, в Україні стартував новий етап зміни власності, що характеризується індивідуальними підходами до продажу підприємств за грошові кошти. У 2000 році держава принципово змінює підходи до продажу акцій стратегічних підприємств, пропонуючи на конкурсні торги або контрольні, або блокуючі пакети акцій цих підприємств. Стрижнем впроваджуваної приватизаційної політики у найближчі роки має стати пошук великого стратегічного промислового інвестора, механізм саме такої приватизації і закладено в Державній програмі приватизації на 2000 рік.

Дослідження особливостей функціонування і систем регулювання розвинутих фондових ринків на етапі інтенсивного пошуку пріоритетів та моделей регулювання вітчизняного ринку цінних паперів та ринку корпоративних цінних паперів, як його складової, має особливо велике значення для умов України. Враховуючи сучасні тенденції та об'єктивний стан фінансово-кредитної системи логічно припуститися, що в Україні закріпиться така модель, яка забезпечить рівний доступ банківських та небанківських установ до фондового ринку, тобто симбіоз англо-американської та німецької моделей.

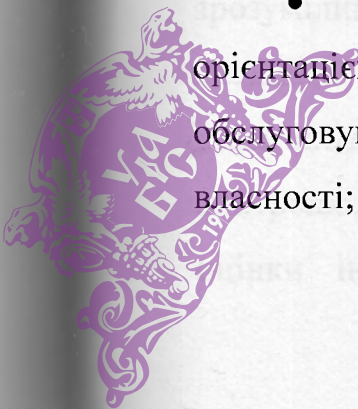
3. Процеси трансформації відносин власності безпосередньо вплинули на зміну структури фінансового ринку та ринку фінансових послуг. Особливою сферою відносин, обумовлених дією ринкового механізму пошуку ефективного власника, є виникнення та функціонування ринку корпоративного контролю.

Аналіз даної проблеми дає підстави для ствердження про наявність існування двох основних підходів до проблем визначення місця ринку корпоративного контролю та специфіки його функціонування в сучасних

умовах. Так, прихильники теорії розподілу ринків наполягають на паралельному існуванні фондового ринку та ринку корпоративного контролю, що обумовлене певними розбіжностями, які впливають із стратегічної спрямованості операцій з купівлі – продажу цінних паперів (акцій). Інша модель передбачає не паралельне існування фондового ринку та ринку корпоративного контролю, а існування ринку корпоративного контролю як складової фондового ринку. При цьому передбачається, що ринок корпоративного контролю є сферою відносин, що обумовлена дією лише правових чинників зміни номінального власника. На нашу думку, однозначно стверджувати про те, що існування ринку корпоративного контролю визначається його приналежністю лише до фондового ринку можна лише за тією ознакою, що об'єктом купівлі-продажу на обох ринках є одні й ті самі цінні папери – акції. З іншого боку, ми маємо підстави для наполягання на певному зв'язку ринку корпоративного контролю з товарним ринком. Якщо приватизаційна ціна майна підприємства менша, ніж реальна ринкова ціна більш-менш ліквідних активів, то стає можливим арбітраж між ринком корпоративного контролю та товарним ринком.

4. Проведений автором аналіз стану ринку корпоративних цінних паперів дозволяє зробити висновки, що визначальною його ознакою є структурна незбалансованість основними проявами якої виступають:

- функція перерозподілу прав власності стала домінуючою порівняно з функцією перерозподілу грошових коштів в структурі специфічних функцій ринку цінних паперів.
- формування інфраструктури ринку цінних паперів переважно з орієнтацією не на розвиток самого ринку, а з орієнтацією на обслуговування процесу розподілу і перерозподілу корпоративної власності;



- надмірна орієнтація державної політики лише на стратегічних інвесторів;
- відсутність ефективної системи захисту прав дрібного інвестора;
- низький рівень капіталізації ринку цінних паперів,
- домінування ринку акцій в загальній структурі ринку цінних паперів, що є наслідком впроваджуваної державою форми приватизації;
- відсутність розвиненого сектору боргових паперів та похідних інструментів в його структурі;
- відсутність прозорості та повної інформації про стан ринку цінних паперів, неможливе коректне прогнозування його розвитку.

5. На підставі проведеного аналізу, можна стверджувати, що визначальною передумовою подальшого розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні повинні стати інвестиції як вітчизняних, так і іноземних інвесторів. Тому з метою ефективного розподілу капіталу необхідно забезпечити інформаційну прозорість ринку корпоративних цінних паперів та суттєво удосконалити систему розкриття інформації для отримання існуючими та потенційними інвесторами надійної інформації про об'єкти інвестування та вартість цінних паперів.

Актуального значення, поряд з іншими проблемами функціонування фондового ринку, набувають питання удосконалення методології оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів, яка повинна базуватися, з одного боку, на методах та показниках, які вже багато років застосовуються для аналізу світових фондових ринків і є зрозумілими для іноземних інвесторів, а з іншого, - враховувала б специфіку українського ринку. А саме, паралельне існування двох взаємопов'язаних складових: фондового ринку та ринку корпоративного контролю, вносить суттєві зміни в методологію дослідження проблем оцінки інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів.

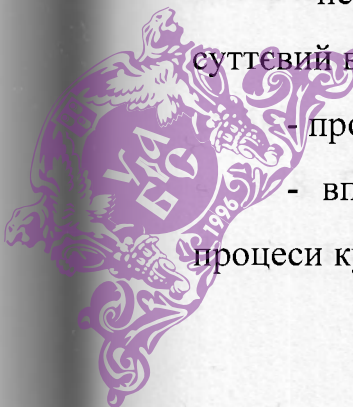
Основні фактори (чинники), що впливають на процеси ціноутворення на фондовому ринку та ринку корпоративного контролю, мають суттєві розбіжності, що обумовлює неможливість застосування єдиних підходів до оцінки пакетів акцій підприємств, що пропонуються на продаж.

Дослідження особливостей впливу структурної незбалансованості на ринку корпоративних цінних паперів дозволило виявити певні розбіжності щодо специфіки процесів ціноутворення на фондовому ринку та ринку корпоративного контролю. Так, основними чинниками впливу на процеси ціноутворення на фондовому ринку є:

- мета операцій - отримання капітального та дивідендного доходів;
- вплив суто ринкових факторів на процеси курсоутворення;
- незначна сегментація ринку корпоративних цінних паперів при домінуючому впливі в його структурі ринку акцій;
- проведення операцій з орієнтацією на переважну короткостроковість;
- можливість застосування технічного аналізу;
- можливість здійснення арбітражних операцій на фінансовому ринку.

А основними чинниками впливу на процеси ціноутворення на ринку корпоративного контролю є:

- формування ринку корпоративного контролю як складової ринку приватизації;
- мета операцій - отримання контролю над підприємством з несталою корпоративною структурою;
- незначний вплив ринкових факторів на процеси ціноутворення;
- суттєвий вплив факторів перерозподілу власності;
- проведення операцій з орієнтацією на переважну довгостроковість;
- вплив розміру пакету акцій, що пропонується на продаж, на процеси курсоутворення;



- фактична неможливість застосування ані технічного, ані фундаментального аналізу;

- можливість здійснення арбітражних операцій на фінансовому та товарному ринках.

Тому, автоматична імплантація методів технічного або фундаментального аналізу, які є основою інвестиційного аналізу, є просто не можливою в умовах нерозвинутого та неефективного ринку України.

6. Аналіз стану ринку корпоративних цінних паперів України дав нам можливість зробити висновок, що він є ринком стратегічного (промислового) інвестора, якого цікавить, передусім, сам об'єкт інвестування. Тому на сучасному етапі найбільш актуального значення набуває вирішення проблеми удосконалення існуючого інструментарію фундаментального аналізу з урахуванням особливостей розвитку вітчизняного ринку.

В роботі було проведено повний фундаментальний аналіз. Насамперед, оцінено макроекономічне середовище України на основі оцінки ризику країни шляхом застосування індексу Euromoney. Проведений аналіз дозволяє зробити висновок, що протягом 1998-2000рр. Україна вважається більш ризикованою країною, з огляду на те, що її місце в даному рейтингу знизилося з 118 в 1998р. до 134 в 2000р. Несприятливий стан країни як об'єкта інвестування, ще не означає, що неможливо знайти інвестиційно привабливу галузь.

7. Ось чому, з метою більш повного та всебічного аналізу інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів в дисертаційному дослідженні запропоновано умовний поділ галузей, до яких належать підприємства-емітенти, на: новонароджені, зростаючі, стійкі, циклічні, спекулятивні і занепадаючі галузі.

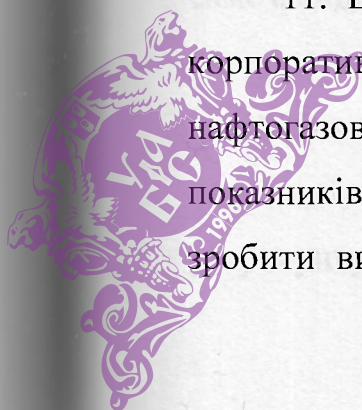
8. Вартість цінних паперів компанії залежить, перш за все, від фінансового стану підприємства та перспектив його розвитку. Тому в

роботі основну увагу сконцентровано на аналізі показників ринкової активності підприємств-емітентів вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів на сучасному етапі. У ході дослідження проведено розгорнутий аналіз інвестиційної привабливості емітентів цінних паперів за показниками: рівня ринкової капіталізації; рівня чистого прибутку на одну акцію (EPS); цінності акції (P/E); показника дивіденду на одну акцію; коефіцієнту дивідендної доходності акції (DY); коефіцієнту дивідендного виходу (DP); коефіцієнту курсової вартості до обсягу продаж (P/S); коефіцієнту курсової вартості до обсягу ресурсів (обсягу продукції).

9. Проведений аналіз емітентів за даними показниками дозволяє зробити висновки щодо доцільності використання цих показників для оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів на сучасному етапі. Насамперед, привертає увагу відсутність дивідендних виплат або встановлений державою занадто високий їх рівень (25% або 50 % чистого прибутку). Це пояснюється, з одного боку, досить низьким рівнем ефективності господарської діяльності, а з іншого - відсутністю зацікавленості власників щодо таких виплат. Аналіз показників доходу на одну акцію та цінності акції свідчить про досить важкий фінансовий стан підприємств-емітентів.

10. Проведений в роботі аналіз ринкової активності підприємств різних галузей за показниками відношення курсової вартості до валового доходу (Price/Sales - P/S) та курсової вартості до обсягу ресурсів дозволив виявити лідерів ринку корпоративних цінних паперів України; провести аналіз структури їх капіталу, і визначити таким чином недооцінені акції.

11. В дисертаційному дослідженні визначено коло лідерів ринку корпоративних цінних паперів України серед компаній енергетичної, нафтогазової промисловості та чорної металургії. Аналіз фінансових показників і показників ринкової активності цих підприємств дозволяє зробити висновок, що в основному їх цінні папери є недооціненими.



State Higher Educational Institution
"UKRAINE'S NATIONAL ACADEMY OF BANKING"
"УКРАЇНСЬКА НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
"NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Аналіз недооціненості цінних паперів здійснювався з використанням специфічних показників для кожної окремої галузі. Характерною рисою господарської діяльності підприємств енергетики є їх періодична збитковість, тому для аналізу цінних паперів даної галузі доцільно використовувати такі показники: відношення ринкової капіталізації підприємства до обсягу випуску продукції (для енергогенеруючих компаній); відношення ринкової капіталізації до кількості абонентів (для енергорозподільчих компаній). Як було зазначено в дослідженні, динаміка акцій “Укрнафти” фактично віддзеркалює зміни стосовно ринку акцій нафтових компаній України, тому аналітичну оцінку інвестиційної привабливості даного підприємства проведено за показниками відношення капіталізації на обсяги видобутку нафти та капіталізації на обсяги запасів нафти та здійснено порівняльний аналіз з аналогічними показниками російських та світових компаній. У зв’язку із збитковістю переважної більшості підприємств чорної металургії доцільним було проведення аналізу ринку акцій підприємств галузі за показником співвідношення ринкової капіталізації підприємства до обсягу продаж. У світовій практиці нормативне значення цього показника встановлено на рівні 0,9-1,0. Результати оцінки 36 підприємств металургійного комплексу України свідчать, що вони мають низькі ринкові показники оцінки акцій, їх інвестиційний рейтинг значно нижчий порівняно з іншими секторами економіки (електроенергетичною та нафтогазовою галузями).

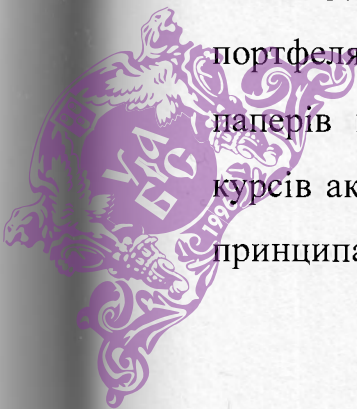
12. За сучасних умов функціонування ринку корпоративних цінних паперів постала необхідність створення відповідної системи індикаторів, а саме фондових індексів. Особливості функціонування ринку приватизації, на долю якого приходиться значний обсяг операцій з купівлі-продажу акцій інвестиційно привабливих підприємств з несталою структурою власності, обумовлює необхідність вдосконалення методичних підходів до розрахунку інтегрального індексу ринку цінних паперів. Враховуючи той

факт, що значна доля угод з великими пакетами акцій інвестиційно привабливих підприємств, що перебувають у державній власності, здійснюється на ринку приватизації, виникає необхідність у використанні інтегрального індексу ринку приватизації як специфічного інструменту, що використовується для аналізу стану українського ринку цінних паперів з метою забезпечення його цілісності та розраховується паралельно з іншими індексами, в т.ч. з інтегральними індексом фондового ринку. Використання даного індексу також дозволить уникнути впливу на фондові індекси операцій з великими пакетами акцій, які відсутні у вільному обігу.

На нашу думку, розрахунок інтегрального індексу ринку приватизації може бути побудований на принципах, що лежать в основі обчислення як відомих світових фондових індексів, так і з урахуванням основних методичних підходів, що знайшли відображення Методиці розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, затвердженій Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (протокол №49 засідання Комісії від 12 грудня 2000р.).

Інтегральний індекс ринку приватизації ($I_{int.}$) обчислюється на основі зведених даних про реальні угоди купівлі-продажу державних пакетів акцій ВАТ, створених у процесі приватизації, і розраховується як відношення сумарної ринкової вартості проданих державних пакетів акцій ВАТ різних галузей за поточний період (тобто загальної суми по контрактах), до загальної кількості акцій по всіх укладених угодах протягом поточного період.

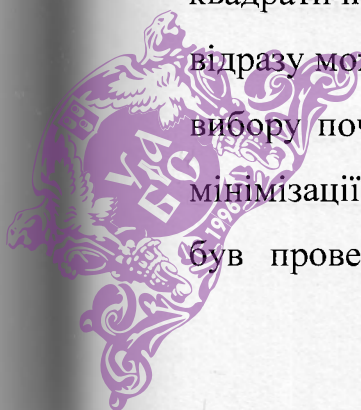
13. В сучасних умовах в процесі формування та оптимізації портфеля цінних паперів вирішального значення в аналізі ринку цінних паперів набуває математичне моделювання і прогнозування коливань курсів акцій та математична обробка отриманих даних у відповідності з принципами обраної моделі. Аналіз існуючих методів технічного аналізу



та програмних продуктів на основі нейронних мереж та генетичних алгоритмів, а також порядку і умов їх застосування в Україні виходячи зі стану розвитку ринку цінних паперів дозволив зробити висновки щодо можливості використання окремих з них для прогнозування курсів цінних паперів вітчизняних емітентів.

14. Для динамічної та прогнозної оцінки інвестиційної привабливості українських цінних паперів доцільно використовувати методи технічного аналізу, зокрема метод авторегресійного рухомого середнього як найбільш адаптований до сучасного стану фондового ринку. За допомогою даного методу було спрогнозовано майбутню прибутковість акцій шести емітентів: Центренерго, Дніпроенерго, Київенерго, Укрнафти, концерну Стирол і Західенерго. Попередній відбір даних фінансових інструментів за критерієм повноти вибірки і оцінка їхніх основних параметрів (у тому числі коефіцієнтів альфа, бета і середньоквадратичних відхилень прибутковості) здійснювався на основі щотижневих котировок даних цінних паперів, що обумовлено специфікою та сучасним станом фондового ринку України.

15. Використовуючи досягнення сучасної портфельної теорії в роботі сформовано інвестиційний портфель з акцій шести розглянутих українських емітентів, головною метою побудови якого було визначено критерій диверсифікації ризику. Для практичної оптимізації була використана модель Марковиця, яка, як відомо, в математичному вигляді може бути приведена до задачі пошуку умовного багатомірного екстремуму. При сучасному розвитку обчислювальної техніки квадратична цільова функція даної моделі з відповідними обмеженнями відразу може бути опрацьована на комп'ютері при наявності відповідного вибору початкового наближення до рельєфу цільової функції. Тому для мінімізації можливих помилок під час обчислення на комп'ютері, автором був проведений ряд математичних перетворень і задача оптимізації



інвестиційного портфеля була зведена до чисельного рішення системи лінійних алгебраїчних рівнянь, вирішення якої є однозначним. Слід відмітити, що аналогічні викладення можна опрацювати й при будь-якій іншій кількості вихідних нелінійних співвідношень даного типу. А це означає, що вирішення задачі на основі використання моделі Марковиця при довільній кількості активів у портфелі завжди можна звести до чисельного аналізу відповідної системи лінійних алгебраїчних рівнянь, що доцільніше, ніж пошук екстремуму квадратичної цільової функції, яка описує ризик портфеля. Цей результат має самостійне значення і відкриває перспективу побудови відповідного обчислювального алгоритму, вільного від недоліків алгоритмів пошуку багатомірних екстремумів.

Для обчислень було використано комп'ютерний пакет Mathcad, а вхідними параметрами стала планова тижнева прибутковість портфеля від 1% до 4% з півпроцентним горизонтом, а вихідними - частки акцій в портфелі. Результати проведених розрахунків полягають у наступному:

- Головна мета - побудова портфеля, що забезпечує диверсифікованість ризику при короткостроковому інвестиційному періоді, досягнута.
- На базі вибірки даних на основі угод, здійснених на ПФТС, за період з 16.08.99 по 10.04.00 виконана практична побудова сімейства ефективних портфелів акцій українських компаній з тижневим плановим терміном для різних рівнів прибутковості.
- Кожному рівню прибутковості відповідає свій ефективний портфель, з мінімальним для даного рівня прибутковості ризиком. Зазначимо, що середньоквадратичні відхилення прибутковості, що характеризують ризик отриманих у такий спосіб оптимізованих портфелів, менше за середньоквадратичні відхилення прибутковості акцій, що є їх складовими.

• Вибір конкретного ефективного портфеля залежить від індивідуальних переваг інвестора між ризиком і очікуваним доходом.

Розроблені та обґрунтовані в дисертаційному дослідженні висновки, рекомендації та пропозиції можуть бути використані при запровадженні нових підходів до оцінки інвестиційної привабливості українських корпоративних цінних паперів.

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

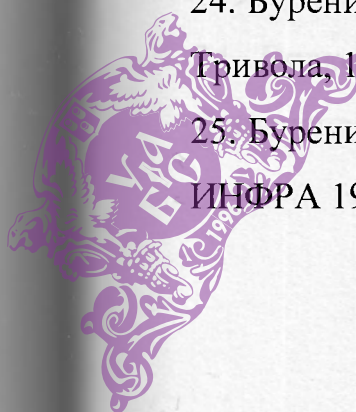
Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"



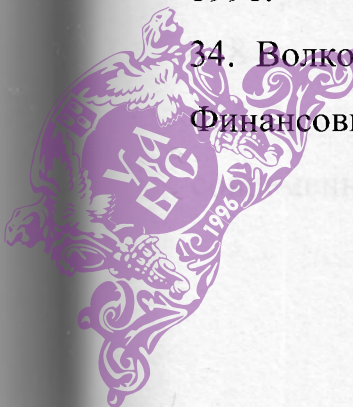
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине. Закон Украины от 30 октября 1996 года № 448-96 ВР.
2. О ценных бумагах и фондовой бирже. Закон Украины от 18 июня 1991 года №1201-ХІІ.
3. Концепция функционирования и развития фондового рынка Украины. Утверждено постановлением Верховного Совета Украины от 22 сентября 1995 года №324/95.
4. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг.- М.: Финансы и статистика, 1992.-352 с.
5. Акціонерні товариства: організація та діяльність. - К.: ФДМУ - УІГ, 1997. – 328 с.
6. Анісімов В.В., Черняк О.Ш. Математична статистика.- К.: МП “Леся”, 1995.- 105 с.
7. Балабанов В.С. и др. Рынок ценных бумаг: Коммерческая азбука.- М.: Финансы и статистика, 1994.-125 с.
8. Барановський О. Ринок цінних паперів в Україні: стан, проблеми, перспективи// Банківська справа.- 1997.- №6.- С. 14-22.
9. Бейко И.В., Бублик Б.Н., Зинько П.Н. Методы и алгоритмы решения задач оптимизации.- К.: Вища школа, 1983.- 511 с.
10. Белякова Т.А., Вострокнутова А.И., Никифорова В.Д. Стоимость, доходность и эффективность операций с ценными бумагами: Учеб. пособие//С.-Петербург. ун-т экономики и финансов. каф. денег и цен. бумаг.- СПб: Изд-во С.-Петербург. ун-та экономики и финансов, 1997.- 71 с.
11. Бердникова Т.Б. Акционерные общества на рынке ценных бумаг. - Финстатинформ, 1997. – 269 с.
12. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь. Французская, русская, английская, немецкая, испанская

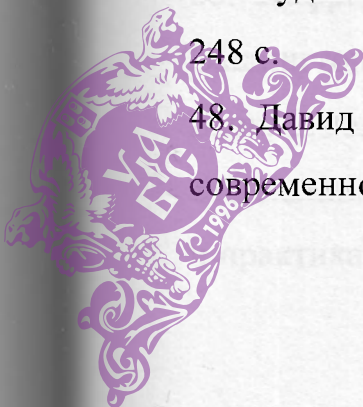
- терминология: В 2-х т. - Пер. с фран. - М.: Международные отношения, 1994. – 859 с.
13. Биржевая деятельность. Учебник/Под ред. А.Г.Грязновой, Р.В.Корнеевой, В.А.Галанова. - М.: Финансы и статистика, 1995. – 240 с.
14. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент.- К.: МП «Итем» ЛТД, 1995.-448 с.
15. Блех Ю., Гетце У. Инвестиционные расчеты. – Калининград, 1997
16. Бокс Дж., Дженкинс Г. Анализ временных рядов. Прогноз и управление.- Вып. 1.- М.: Мир, 1974.- 406 с.
17. Боровиков В.П., Боровиков И.П. STATISTICA – Статистический анализ и обработка данных в среде Windows.- Информационно-издательский дом “Филинь», 1997.- 608 с.
18. Бородулин В. Рынки ценных бумаг США. - М.: Московская центральная фондовая биржа, 1992. – 134 с.
19. Бороздин П.Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок. Учебн пособие – М.: МГУ, 1995.- 170 с.
20. Бронштейн Е., Спивак С. Как сформировать оптимальный портфель// Рынок ценных бумаг.- 1997.- №14 .- С.52-55.
21. Бубнов И. На фондовом рынке "чистые руки" важнее холодного расчета//Рынок ценных бумаг. - 1996. - №№2,3,4.
22. Бубнов И.Н. Борьба за чистоту фондового рынка в США//Рынок ценных бум 1996.-№11.
23. Буренин А.Н. Введение в рынок ценных бумаг. - М.: ВНИИОНГ, 1992. - 136с.
24. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. - М.: Тривола, 1995. – 240 с.
25. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. - М.: ИНФРА 1996. - 368 с.



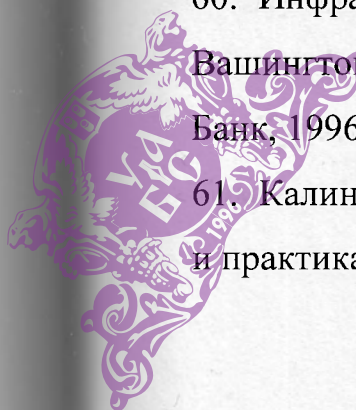
26. Бурмака М.О. Фондовий ринок України: проблеми становлення та перспективи розвитку. Зб. наук. пр. Академії наук технологічної кібернетики України "Проблеми сучасної науки". - Львів-Харків: Технологічна кібернетика, т.VIII, 1996. - С. 3-10.
27. Бурмака М.О. Державний контроль та правозастосування на ринку цінних папі як основа захисту фондочивих інвесторів в Україні//Труди Всеукр. науч.-практ. конф. "Теорія и практика приватизации и оценки имущества: трансформація мирового опыта". - Суми: Украинская академия банковского дела, 1997. - С. 19-23
28. Бурмака М.О. Контроль та правозастосування - пріоритетні напрями діяльності Комісії//Ринок цінних паперів. - 1997. - №7. - С. 53-54.
29. Бурмака М.О. Формування системи захисту інвесторів на фондовому ринку України//Матеріали міжнар. науч.-практ. конф. "Реструктуризація економіки та інвестиції в Україні": В 3 кн. - Чернівці, 1998. - Кн. 1. - С. 157-159.
30. Важке завдання розвитку. Звіт про світовий розвиток. - К.: Абрис, 1994. - 458 с.
31. Величко Е., Прилипко С. Концептуальные аспекты раскрытия информации на рынке ценных бумаг в Украине//UFE REVIEW. - 1998. - №1.
32. Вітлінський В.В. Моделювання раціональної структури портфеля//Машинна обробка інформації.- 1996.- №58.- 13 с.
33. Виттас Д. Воздействие управления на финансовых посредников//Рабочие материалы Мирового банка №746. - Вашингтон, 1991.
34. Волкова В. Выбор акций для портфельного инвестирования//Финансовый бизнес.- 1997.- №2.- С.47-48.



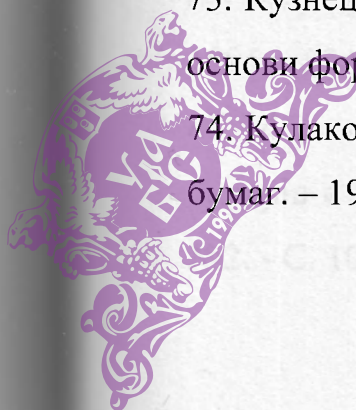
35. Вороненков Ю., Теперман В. Латинская Америка; далекая и близкая. О возможности использования опыта латиноамериканских стран в процессе экономических реформ в России//Рынок ценных бумаг. - 1997. - №№3,4.
36. Воропаев Ю.Н. Риски, присущие бизнесу//Бух.учет. – 1995. - №4.
37. Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1996.- 352 с.
38. Гафуров С. Фондовый рынок Египта: новые возможности//Рынок ценных бумаг. -1996. - №3.
39. Гембала В. Регулювання фінансових ринків - британський шлях. - К.: Британський фонд Know-How - FMI, 1997. - 14 с.
40. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер с англ. М.: Дело, 1997.- 1008 с.
41. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций.- М.: Финстатинформ, 1997.- 135 с.
42. Головки А.Т. Інфраструктура фондового ринку і тенденції її розвитку//Фінанси України. - 1996. - №10.
43. Голубович А.Д., Миримская О.М. Биржевая торговля и инвестирование в США. -М.: МЕНАТЕП-ИНФОРМ, 1991. – 86 с.
44. Гольцберг М.А. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. - К.: Текст, 1992. - 94 с.
45. Гонко А.Ф. Організація ринку фінансового капіталу та інвестицій в Україні. - К.: Будівельник, 1995. - 208 с.
46. Грушко В.І., Пилипченко О.І. Фінансові ризики: Навч. посібник .- Житомир: ЖІТІ, 1998.- 188 с.
47. Гудков Ф.А. Инвестиции в ценные бумаги. - М.: ИНФРА-М, 1996 - 248 с.
48. Давид Р., Жоффре-Спинози К. Основные правовые системы современности: Пер. с фран. - М.: Международные отношения, 1996.-462 с.



49. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 503 с.
50. Дефоссе Г. Фондовая биржа и биржевые операции. - М.: ЦЕРИХ - ПЭЛ, 1992. -108с.
51. Драчев С.И. Фондовые рынки: основные понятия, механизмы, терминология. - М.: Анкил, 1991. - 95 с.
52. Економічний і соціальний розвиток України у 1995 році. Щорічна доповідь Президента України про внутрішню та зовнішню політику України. - К.: Україна 1996. - 387 с.
53. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. - М.: Банки и биржи, 1995. – 224 с.
54. Заболотний В. Проблеми формування фондового ринку України//Ринок цінних паперів. - 1997. - №4.
55. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник-Львів: Видавництво Державного університету "Львівська політехніка", 1996. - 384 с.
56. Загорський В.С. Ринок цінних паперів. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995. - 171 с.
57. Збірник нормативно-правових актів з цінних паперів та фондового ринку України - Одеса: Крона, 1997. - 148 с.
58. Землянухин Б.И. Современный фондовый рынок. Опыт Австралии. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 216 с.
59. Золотогоров В.Г. Энциклопедический словарь по экономике. - Минск: Польша 1997.- 642 с.
60. Инфраструктура и развитие. Отчет о мировом развитии, 1994. – Вашингтон: Международный банк реконструкции и развития - Мировой Банк, 1996. - 538 с.
61. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика) Учебное пособие. - К.: МАУП, 1997. -216с.



62. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности: Учебное пособие. – М.: Русская деловая литература, 1997. - 168 с.
63. Кафиев Ю. Новый инструмент финансирования российских корпораций//Рынок ценных бумаг. – 1998. - №2 (113).
64. Колесник В.В. Введение в рынок ценных бумаг. - К.; А.Л.Д.,1995. - 176 с.
65. Колесник В.В. Концепція розвитку правового регулювання ринку цінних паперів в Україні//Фондовое обозрение. - 1997. - №2.
66. Корельский В.Ф., Гаврилюк Р.В. Толковый биржевой словарь. - М.: Экспедитор - РЦССО, 1996. - 481 с.
67. Корпорации и национальные фондовые рынки на примере Америки. - М.: ЭКО - консалтинг, 1992. - 68 с.
68. Коссаk В. Іноземні інвестиції в Україні (цивільно-правовий аспект). - Львів: Цен Європи,1996. - 256 с.
69. В.А. Куліченко. Стан та перспективи розвитку чорної металургії України//доповідь на семінарі "Металургія України" 19.06.98 р. в рамках третьої щорічної виставки "Фондовий ринок України-98".
70. Кравченко В., Кременчуцкая Т. Корпоративные облигации российских эмитентов//Рынок ценных бумаг.- 1998. - №2 (113).
71. Краткий внешнеэкономический словарь-справочник/Под ред. В.Е. Рыбалкина. – Л.: Международные отношения, 1991. - 256 с.
72. Краткий словарь современных понятий и терминов/Н.Т. Бунимович, Г.Г. Жаркова, М. Корнилова и др.//Сост. и общ. ред. В.А. Макаренко. - М.: Республика, 1993. – 510 с.
73. Кузнецова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. - К.: Юрінкомінтер, 1998. - 538 с.
74. Кулакова И, Чихачев Н. Кому он нужен, этот индекс//Рынок ценных бумаг. – 1996. - №24.



75. Лісовий В. Фондовий ринок: організація та контроль діяльності з ведення реєстру//Ринок цінних паперів. - 1997. - №3.
76. Линейное и нелинейное программирование: Учеб. пособие для студ. ун-тов и экон. ин-тов / И.Н. Ляшенко, Е.П. Карагодова, Н.В. Черникова, Н.З. Шор / Под ред. И.Н. Ляшенко.- Выща школа. 1975.- 371 с.
77. Лук'яненко Д.Г. Міжнародна економічна інтеграція. - К.: КДЕУ, 1996. - 208 с.
78. Лысенков Ю.М., Фетюхина Н.В. Рынок ценных бумаг. Основные понятия и термины. - К.: Киевский институт банкиров "Украина", 1995. - 164 с.
79. Лысенков Ю., Римарчук А., Музыченко О. Фондовый рынок: терминологический словарь-справочник. - К.: Диалог-пресс, 1997. - 178 с.
80. Лысихин И. Фондовый рынок: "кодекс" ответственности//Рынок ценных бумаг. -1997. - №22.
81. Малліган М., Хасан-Бек Л. Про випуск цінних паперів "фінансово нездоровими" підприємствами//Ринок цінних паперів. - 1997. -. №№9,10.
82. Маринин Й. Фондовый рынок Эстонии: что день грядущий...//Рынок ценных бумаг. - 1996. - №4.
83. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. - М.: Финстатинформ, 14. - 286 с.
84. Махмудов А. Анализ состояния инвестиционного климата в Украине//Ринок цінних паперів. - 1997. - №7.
85. Машина М.В. Фондовая биржа. - М.: Международные отношения, 1993. - 167с.
86. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.; Перспектива, 1995. - 534 с.
87. Мозговой О.М., Бурмака М.О. Державне регулювання ринку цінних паперів в Україні//Ринок цінних паперів. - 1997. - №1. - С. 34-39, 1997. - №2. - С. 10-14.

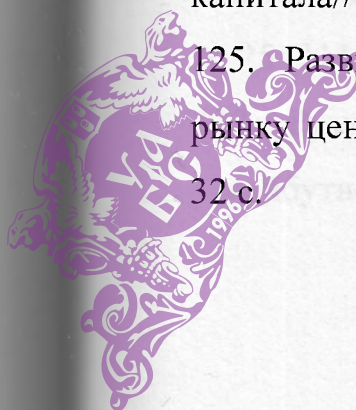
88. Мозговой О.М., Чирков В.Г. Облігації: надійність та надія//Фінанси України. -6. -№11.
89. Мозговой О.М. Організація неорганізованого ринку//Фінанси України. - 1997. - №1.
90. Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. - К.; УАННП "Феникс", 1997. - 276с.
91. Мозговой О.Н. Сделки на фондовом рынке: Учебное пособие. - К.: УАННП "Феникс", 1997. - 34 с.
92. Мозговой О.Н. Ценные бумаги: Учебное пособие. - К.: УАННП "Феникс", 1997. -35с.
93. Мозговой О.Н. Профессионалы фондового рынка: Учебное пособие. - К.: УАННП "Феникс", 1997. - 26 с.
94. Мозговой О.Н. Стоимость ценных бумаг: Учебное пособие. - К.: УАННП "Феникс", 1998. - 26 с.
95. Москвин С., Паттон Х. Обзор институциональной структуры рынка ценных бумаг Украины и США//Ринок цінних паперів. - 1997. - №8.
96. Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. - М.: Международные отношения, 1983. - 348 с.
97. Мусатов В.Т. США: биржа и экономика. - М.: Наука, 1985. - 154 с.
98. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы. - Международные отношения, 1991. - 168 с.
99. Мусатов В.Т., Шевцова А.В. Школа акционера и биржевика: Вып. 1-4. - М.: ИНФРА-М, 1992. - 486 с.
100. Науменкова С.В., Дехтяр Н.А. Фінансові аспекти реструктуризації нафтогазового комплексу//Фінанси України. – 2000. - №9.
101. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси: Пер. з англ. - К.: Вік - Глобус, 1992. - 383 с.



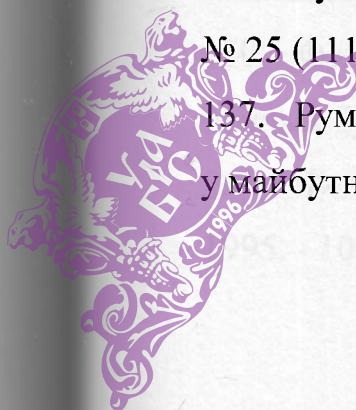
102. Норе Д. Институты, институциональные изменения и экономическая эффективность//Рабочие материалы Кембриджского университета. - Кембридж, 1990.
103. Новиков А. Инструменты рынка муниципальных ценных бумаг за рубежом//Рынок ценных бумаг. - 1997. - №4.
104. О'Брайен Дж., Шривастова С. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами:Пер. с англ. - М.: Дело, 1995. - 208 с.
105. Оскольський В.В. Ринок цінних паперів в Україні: проблеми функціонування і розвитку. - К.: КСУ, 1996. - 146 с.
106. Оскольський В.В. УФБ: головне - розвивати фондову торгівлю//Ринок цінних паперів. - 1997. - №№5,6,7,8.
107. Остапенко В.В. Акционерное дело и ценные бумаги: Справочное пособие. - М.: Экономика, 1992.- 328 с.
108. От плана к рынку. Отчет о мировом развитии, 1996. - Вашингтон: Международный банк реконструкции и развития - Мировой Банк, 1996.
109. Охріменко О. Акції трубних заводів на фондовому ринку України// Цінні папери України. - №26(114) 29 червня 2000 р.
110. Охріменко О. Інвестиційна привабливість підприємств з виробництва мінеральних добрив// Цінні папери України. - №23(111) 8 червня 2000 р.
111. Охріменко О. Огляд акцій нафтових компаній: вітчизняний та зарубіжний ракурс// Цінні папери України. - №14(102) 6 квітня 2000 р.
112. Охріменко О. Як оцінити емітента// Цінні папери України. - №6(94) 10 лютого 2000 р.
113. Павлов С.В. Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма. -М.; Финансы й статистика, 1989. - 172 с.
114. Павлова Л.Н. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: Практическое пособие. - М.: ЗАО "Бухгалтерский бюллетень", 1997. -218с.



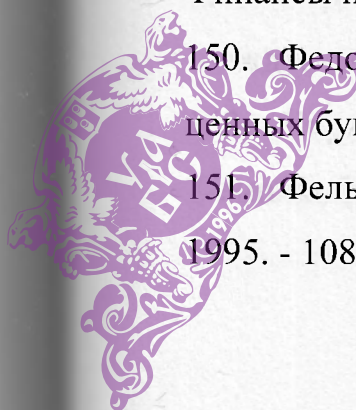
115. Павлова Л.Н. Операции с корпоративными ценными бумагами. Практическое руководство по управлению, бухгалтерскому учету и аудиту. - М.: ЗАО "Бухгалтерский бюллетень", 1997. - 272 с.
116. Пархомчук Д. Гвоздь Программы – промышленный инвестор// Украинская Инвестиционная Газета. - №13 (234) 4 апреля 2000 р.
117. Пахомов Ю.М., Лук'яненко Д.Г., Губський Б.В. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. - К.: Україна, 1997. - 237 с.
118. Пол Г., Еджейчак Г., Андерсен Р. Формирование рынков капитала в Центральной и Восточной Европе. - Вашингтон: Всемирный банк, Техническая Публикация №295, 1995.
119. Попов В. Конструктор для фінансиста//Експерт. – 1999. - №38(202). – С. 17-21.
120. Послання Президента України до Верховної Ради України. - К.: Україна, 1997. -5с.
121. Прилипко С.І., Величко О.Г., Савчук В.П. Стратегія розвитку підприємства і жетинговий аналіз умов реалізації інвестиційного проекту//Український естиційний журнал. - 1997. - №№1,2.
122. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации. - М.: Де-Юре, 1994. - 486 с.
123. Програма розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки. Запропоновано стратегічною групою з питачь фондового ринку України від 13 грудня 2000 року// Цінні папери України . – 2000. - №52.
124. Радченко С. Конвертируемые облигации как средство привлечения капитала// Рынок ценных бумаг. – 1998. - №2(113).
125. Развитие рынка ценных бумаг: Отчет Государственной комиссии по рынку ценных бумаг о деятельности в 1995-1997 гг. - Кишинэу, 1997. - 32 с.



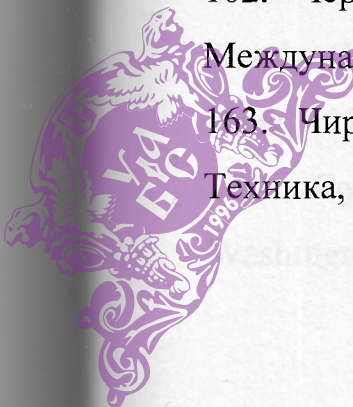
126. Региональный рынок ценных бумаг: особенности, проблемы, и перспективы: Уч.-практ. пособие/Под ред. Бердниковой Т.Б. - М.: Финстатинформ, 1996. - 176 с.
127. Реєстратори та депозитарії в Україні: технології діяльності та правове регулювання//Матеріали науково-практичної конференції. - К.: ДКЦПФР-УТФА-ФМІ, 1996.
128. Регулирование рынков ценных бумаг в США. - К.: NASD & UFE, 1993. - 38 с.
129. Регулирование и правоприменение на рынке ценных бумаг США. - К.: ДКЦПФР, ФМІ, 1997. - 34 с.
130. Ринок капіталу України: інфраструктура та інвестиційні можливості//Матеріали народної науково-практичної конференції. - К.: ДКЦПФР-УТФА-ФМІ, 1997. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. - К.: ДКЦПФР, 1996-1997.
131. Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. - М.: Финансы и статистика, 1986. - 468 с.
132. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизмы функционирования. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 306 с.
133. Руководство по биржевому делу: товарные сделки, ценные бумаги: Пер. с англ. - Агрпромиздат - СП "Аспект", 1991. - 268 с.
134. Руководство по операциям с ценными бумагами (как "играть" на бирже). - М.: ИНФРА-М, 1994. - 248 с.
135. Румянцев С. Нові орієнтири фондового ринку//Цінні папери України. - № 21 (109) 25 травня 2000 р.
136. Румянцев С. Ринок капіталу України - 2000//Цінні папери України. - № 25 (111) 22 червня 2000 р.
137. Румянцев С. Українська приватизація: результати пройденого, шлях у майбутнє//Цінні папери України. - №14(102) 6 квітня 2000 р.



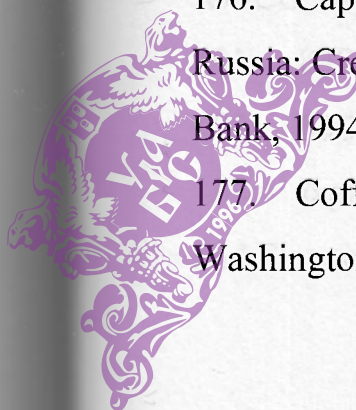
138. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие/Под ред. В.С.Торкановского. - СПб.: А0 "Комплект", 1994. - 421 с.
139. Симонетти М. Проблемы регулирования фондовых рынков в странах с переходной экономикой в послеприватизационный период. - Вашингтон: Мировой банк - СЕЕРН, 1995.
140. Скляр Ю. Фондовые индексы как индикаторы экономики//Бизнес-информ. - 1995. - №9-10, С.30-33.
141. Словник фондового ринку/Під ред. Тараторіна Ю.М. - Київ - Кіровоград, 1997. -155с.
142. Софищенко И.Я. Рынок ценных бумаг в Украине. - К.: Укринфосервис, 1995. - 24 с.
143. Сухова О. Организация рынка ценных бумаг США//Рынок ценных бумаг. - 1998. -№2.
144. Таганов Д.Н. Акции и биржи. - М.: Нова-пресс, 1991. - 168 с.
145. Тарасов В. Белоруссия выбирает европейскую модель фондового рынка//Рынок ценных бумаг. -1997. - №5.
146. Тьюлз Р.Д; Брэдли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок: Пер с англ. - 6-е изд. - М.:ИНФРА-М, 1997. - 678 с.
147. Уайд Р. Руководство рынком: теория и роль правительства в индустриализации в Юго-Восточной Азии//Рабочие материалы Принстонского университета. - Нью-Джерси, 1990.
148. Український ринок цінних паперів: вчора, сьогодні, завтра//Матеріали науково-практичної конференції. - К.: ЮФІ. - 1995.
149. Федоров Б.Г. Современные валютно-кредитные рынки. - М.: Финансы и статистика, 1989. - 428 с.
150. Федотов А. Инфраструктура фондового рынка Украины//Рынок ценных бумаг. -7. - №2.
151. Фельдман А.А. Государственные ценные бумаги. - М.: ИНФРА-М, 1995. - 108с.



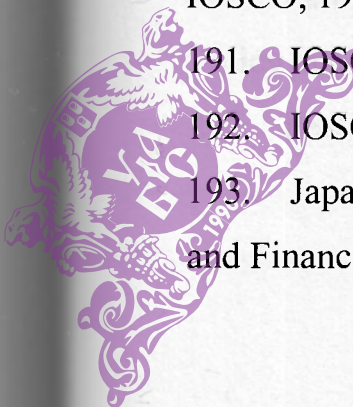
152. Фельдман А.А. Основы рынка производных ценных бумаг. - М.: ИНФРА-М, 1996. с.
153. Фельдман А.А., Лоскутов А.Н. Российский рынок ценных бумаг: Учебное и справочное пособие. - М.: Аналитика-Пресс-Академия, 1997. - 264 с.
154. Філіпенко А.С. Особливості розвитку іноземного інвестування в економіку України//Фінанси України. - 1997. - №2.
155. Фінансуючи майбутнє. Огляд стану фондових ринків Росії, країн Східної Європи та нових незалежних держав. - К.: Міжнародний центр ЗМІ "Нова мова", 1995. – 30 с.
156. Фондовая биржа: как котируются ценные бумаги/Сост. Сокальский Б.А./Под ред.Лебедева Ю.М. - М.: Всероссийский биржевой банк, 1992. - 368 с.
157. Фондовый портфель (книга эмитента, инвестора, акционера. Книга биржевика. Книга финансового брокера).- М.: Сомитекс, 1992.- 752 с.
158. Фондовый рынок 2000 – точки зростання для України.//Инвестиционная газета. – 10 октября 2000.
159. Фондовый рынок России: перспективы роста//Материалы Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг. - М.: ФКЦБ, 1996.
160. Холден К., Піл Д.А., Тосмпсон Дж. Л. Економічне прогнозування: вступ: Пер з англ.- К.: Інформтехніка- ЕМЦ, 1996.- 216 с.
161. Ценные бумаги в России и работа с ними: Учебное пособие/Под ред. А.А.Козлова. Авииздат, 1994. - 72 с.
162. Черников Г.П. Фондовая биржа: международный опыт. - М.: Международные отношения, 1991. - 192 с.
163. Чирков В.Г. Выбор рациональных технических решений. - К.: Техника, 1991. – 159 с.



164. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер с англ.- М.: Инфра-М, 1997.- XII, 1024 с.
165. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритм анализа). - М.: Ай Кью, 1992. - 142 с.
166. Швецов М. Міжрегіональний фондовий союз: організація, умови створення, депозитарне забезпечення//Ринок цінних паперів. - 1997. - №№5,6.
167. Шенаев В.Н. Международный рынок ссудных капиталов. - М.: Финансы и статистика, 1985. - 358 с.
168. Энджел Л. и Бойд Б. Как покупать акции. - М.: ПАИС, 1992. - 274 с.
169. Яндиев М. Восточная Европа создает рынки капитала (макроэкономический обзор)//Рынок ценных бумаг. - 1997. - №13.
170. Яндиев М. Как функционирует рынок ценных бумаг в Польше//Рынок ценных бумаг. - 1997. - №14.
171. Anderson R.E. Voucher Funds in Transitional Economies. The Czech and Slovak Experience. Policy Research Working Paper №1324. - Washigton: WB, , 1994.
172. An Introduction to the SIB. - London: SIB, 1997.
173. Balling M. Financial Management in the New Europe. - Oxford: Basil Blackwell, 1993.
174. Bank for International Settlements Annual Report. - Basle, 1994-1996.
175. Black B.C. The Essentials of Corporate Governance in Privatizing Economies. Paper at the World Bank//CEEPN Conference on Creating Capital Markets in Central and Eastern Europe. - Prague, November 1994.
176. Capital Markets Development and Financing Russia's Transformation. Russia: Creating Private Enterprises and Efficient Markets. - Washigton: World Bank, 1994.
177. Coffee J.C. Investment Privatization Funds: The Czech Experience. - Washington: WB, 1994.



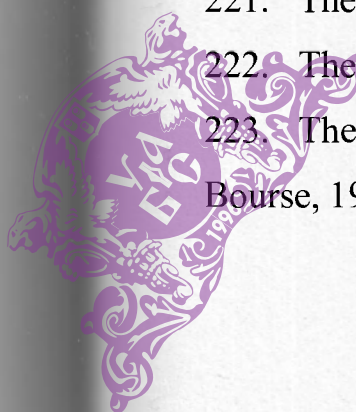
178. Cohen KJ., Majer S.F., Schwartz R.A., Whitcomb D.K. The Microstructure of Securities Markets. - N.-J.: Prentice Hall, 1986.
179. Corbett J., Jenkinson T. The Financial of Industry, 1970-1989: An International Comparison. Working Paper №948. - London: Center for Economic Policy Research, 1994.
180. David S. Kidwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell. Financial institutions, markets, and money. – Washington: The Dryden Press, 1997.
181. Deutsche Borse AG. Frankfurt Stock Exchange Statistics, 1995. - Frankfurt: Deutsche Borse AG, 1996.
182. Emerging Stock Markets Factbook. - Washington: International Finance Corporation, 1995-1997.
183. FIBV Annual Report and Statistics. - Paris: FIBV, 1995-1996.
184. Frederic S. Mishkin. Financial Markets and Institutions. – New York: Am Imprint of Addison Wesley Longman, Inc., 1999.
185. Glen Arnold. Corporate Financial Management. – Gosport: Ashford Colour Press Ltd., 1998
186. Gonson P. Securities Regulation in US. - Washigton: SEC, 1995.
187. Gray C.W., Hanson R.J. Corporate Governance in Central and Eastern Europe. Policy Research Working Paper №1182. - Washigton: WB, 1993.
188. Gujarati D.N. Basic econometrics.- New York: Mc. Graw-Hill, 1995.- P. 734-74
189. Harrington D.R., Fabozzi FJ., Folger H.R. The New Stock Market. - Chicago, 1990.
190. IOSCO. Clearing and Settlement in Emerging Markets. - Toronto: IOSCO, 1992.
191. IOSCO. Transparency on Secondary Markets. - Toronto: IOSCO, 1992.
192. IOSCO Annual Report. - Toronto, IOSCO, 1994-1996.
193. Japanese Capital Markets: Analysis and Characteristics of Equity, Debt and Financial Futures Markets. - N.-Y., 1990.



194. Keyes T.R., Miller D. The Global Investor: How To Buy Stocks Around the World. -N.-Y., 1990.
195. Khademian A.M. The SEC and Capital Market Regulation. The Politics of Expertise. -Pittsburg, 1992.
196. Limits on the SEC's Independence: Relations with Congress, President and the Courts. - Washington: SEC, 1996.
197. London Stock Exchange Fact Book. - London: LSE, 1995-1997.
198. Mackay J.R. Insider Trading: Economics, Politics and Policy. - Washington, 1991.
199. Markets and Regulation Overview. - Washington: SEC, 1996.
200. Markowitz H.M. Portfolio Selection//Journal of Finance 7(1). March, 1952, pp. 77-91
201. Markowitz H.M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment, Wiley, New York, 1959.-129 p.
202. Mendelson M., Peake J.W. Equity Markets in Economies in Transition//Journal of banking and Finance. - 1993. - №17.
203. Mullin J. Emerging Equity Markets in the Global Economy. Quarterly Review. - N-Federal Reserve Bank of New York, 1993.
204. NASD Annual Report. - Washington: NASD, 1993-1995. 3ECD. Arrangements for the Regulation and Supervision of Securities Markets in OECD Countries. Financial Market Trends, 1988.
205. Pardy R. Regulatory and Institutional Impacts of Securities Market Computerization. Policy Research Working Paper №866. - Washington: WB, 1992.
206. Pardy R. Institutional Reform in Emerging Securities Markets. Financial Policy and Systems. Working Paper №907. - Washington: WB, 1992.
207. Peters A.A. Independence Agencies. - Washington: SEC, 1995.



208. Pohl G., Claessens S. Banks, Capital Market and. Corporate Governance Lessons from Russia for Eastern Europe. Policy Research Working Paper №1326. - Washington: WB, 4.
209. Richardd A. Brealey and Stewart C. Myers. Principles of Corporate Finance. – London: The McGraw-Hill Companies Ltd., 1996
210. Richard M. Levich. International Financial Markets: Prices and Policies. – Boston: McGraw-Hill International Editions, 1998.
211. Rutterford F. Introduction to Stock Exchange Investment. - N.-Y., 1993. Securities Market in Japan 1993. - Tokyo: Daewoo Securities Co. Ltd., 1994.
212. Securities Market in Japan 1996. - Tokyo: Japan Securities Research Institute, 1996.
213. SFA Annual Report 1997. - London: SFA, 1998.
214. Sharpe W.F. A Simplified Model for Portfolio Analysis // Management Science.- 1963.- Vol.9, № 2.- P. 277-293
215. Sharp W.F. Capital Asset price: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // Journal of Finance 29(3) September, 1964, P. 425-442.
216. SIB. Regulation of the Conduct of Investment Business: A Proposal. - London: SIB, 9.
217. Skousen K.F. An Introduction to the SEC - Cincinnati: SEC, 1991.
218. Stephen Valdez. An introduction to western Financial Markets. – London: The Macmillan Press Ltd., 1993.
219. Steve Lumby and Chris Jones. – Investment appraisal and financial decisions. – International Thomson Business Press, 1999.
220. The Guide to World Equities 1994. Euromoney Publications. L, 1995.
221. The Guide to World Equity Markets 1995. Euromoney Books. L., 1995.
222. The New York Stock Exchange Fact Book. - N.-Y.: NYSE, 1994-1996.
223. The Paris Bourse. Organisation and Procedures. - Paris: SBF - Paris Bourse, 1994-1996.



224. Van Agtmael A.W. Emerging Securities Markets: Investment Banking Opportunities in Developing World. - L.: Euromoney, 1984.
225. Walker J. A. How the Options Markets Work. - N.-Y., 1991.
226. Walker I., Smith R.C. Investment Banking in Europe. - Oxford: Basil Blackwell, 1989.
227. World Bank Glossary. - Washington: WB, 1991.
228. United States Securities and Exchange Commission Annual Report. - Washington: SEC, 1994-1996.

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

