

*Науменкова С.В., д.е.н., професор, Мельник Т.М., к.е.н., старший викладач,  
Українська академія банківської справи*

## **СТРУКТУРНА НЕЗБАЛАНСОВАНІСТЬ ЯК ХАРАКТЕРНА ОЗНАКА СУЧАСНОГО СТАНУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

*Дана стаття присвячена дослідженню функціонування фінансового ринку України в умовах трансформації форм власності. Автори зазначають, що характерною ознакою сучасного стану вітчизняного фінансового ринку є його структурна незбалансованість. Авторами досліджено особливості формування відповідного типу фінансової системи в Україні виходячи зі специфіки перерозподілу прав власності; виявлені розбіжності щодо специфіки процесів ціноутворення на фондовому ринку та ринку корпоративного контролю; проведено оцінку інвестиційної привабливості підприємств з урахуванням галузевої приналежності та ринкової активності.*

*Ключові слова: фінансова система, фінансовий ринок, ринок корпоративного контролю, структурна незбалансованість, інвестиційна привабливість, корпоративні цінні папери, індекс ринку приватизації.*

Подальший розвиток фінансово-кредитних відносин в умовах ринкових перетворень обумовлює необхідність більш повного врахування як загальних тенденцій, так і специфічних особливостей, характерних для сучасного етапу функціонування і розвитку фінансового ринку. Насамперед, слід зазначити, що основні тенденції, характерні для функціонування фінансового ринку України, безпосередньо пов'язані з еволюцією економічної системи в умовах трансформації власності і посилення євроінтеграційних процесів.

На наш погляд, характерною ознакою сучасного етапу розвитку фінансового ринку України є його структурна незбалансованість, яка характеризується, перш за все, асинхронізацією процесів, пов'язаних з функціонуванням його окремих сегментів: фондовим ринком, грошовим, ринком капіталів і т.ін. До негативних чинників, які обумовлюють наявність проблем структурної незбалансованості, належать такі:

- перерозподіл прав власності на основі посилення конкурентної боротьби за контроль над фінансовими потоками;
- домінуюча функція перерозподілу прав власності порівняно з функцією перерозподілу грошових коштів у структурі специфічних функцій фінансового ринку;
- подальша сегментація фінансового ринку на основі виділення відносно автономних сегментів, таких як ринок корпоративного контролю, що безпосередньо впливають на процеси акумулювання та перерозподілу грошових коштів;
- формування інфраструктури ринку цінних паперів як складової фінансового ринку переважно з орієнтацією не на розвиток самого ринку, а на обслуговування процесу розподілу і перерозподілу корпоративної власності;
- низький рівень капіталізації ринку цінних паперів та домінування ринку акцій в його загальній структурі, що є наслідком впроваджуваної державою форми приватизації;
- відсутність розвинутого сектора боргових паперів та похідних інструментів у структурі фондового ринку;

- відсутність прозорості та повної інформації про стан ринку цінних паперів, неможливе коректне прогнозування його розвитку;
- відсутність ефективної системи соціалізації прав власності та захисту прав дрібних інвесторів – суб'єктів фінансового ринку.

Аналіз проблем структурної незбалансованості дає підстави стверджувати, що на формування відповідного типу фінансової системи в Україні в умовах перехідної економіки найбільш суттєво впливає специфіка перерозподілу прав власності.

Так, держави, які обрали масову приватизацію та модель інсайдерів, формують у своїх країнах фінансові системи з орієнтацією на фондовий ринок як механізм ефективного перерозподілу капіталу між сферами та ланками фінансової системи. Країни, що застосовують модель одночасного мажоритарного контролю, формують фінансову систему, яка характеризується домінуючою роллю фінансових інститутів і, передусім, банків на ринку капіталів. Разом з тим слід відмітити, що кількісні оцінки перерозподілу прав власності, що відбувався протягом останніх років в процесі масової приватизації та акціонування підприємств, не характеризували наявність якісних змін, необхідних для формування відповідного типу фінансової системи. Дослідження особливостей функціонування розвинутих фінансових ринків на етапі інтенсивного пошуку моделей регулювання фінансово-кредитних відносин має особливо велике значення для умов України. Враховуючи сучасні тенденції та об'єктивний стан фінансово-кредитної системи, логічно припустити, що в Україні закріпиться така модель, яка забезпечить рівний доступ банківських та небанківських установ до фондового ринку, тобто симбіоз англо-американської та німецької моделей.

Узагальнюючи накопичений досвід, слід зазначити, що на перших етапах приватизації України з 1992 по 1998 р. 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

Таблиця 1

**Вплив моделей приватизації на формування відповідного типу фінансової системи**

Класифікаційна ознака	Характеристика основних складових фінансової системи за відповідними класифікаційними ознаками, що	
	базується на фондовому ринку	характеризується 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

частково вузькістю фінансової бази в секторі матеріального виробництва, тому що майже 60 % 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. Так, у 2000 р. кількість пакетів ВАТ, що знаходились у державній власності, складала 3129, порівняно з тим, що у 1999 р. їх кількість перевищувала 5000. Станом на 01.05.01 загальна кількість ВАТ, що знаходяться в реєстрі ФДМУ (без урахування підприємств державної комунальної власності), у статутних фондах яких є державний пакет акцій, налічувала 2121 об'єкт. У 2000 році держава принципово змінює підходи до продажу акцій стратегічних підприємств, пропонуючи на конкурсні торги або контрольні, або

блокуючі пакети акцій цих підприємств. У 2001 р. надходження від приватизації очікуються у розмірі 5,6 млрд. грн., у т.ч. протягом I і II кварталу 2001 р. сума надходжень склала 1,5 млрд. грн. Стрижнем впроваджуваної приватизаційної політики у найближчі роки має стати пошук великого стратегічного промислового інвестора, механізм саме такої приватизації і закладено в Державних програмах приватизації на 2000 і 2001 р. У таблиці 2 наведений перелік окремих найбільш інвестиційно привабливих підприємств, пакети акцій яких пропонуються для продажу у 2001 р. Слід звернути увагу на якісно нову тенденцію – продаж контрольних пакетів акцій державних холдингових компаній. У власності держави перебуває 31 холдингова компанія. У 2001 р. ФДМУ пропонує продати контрольні пакети акцій 7 державних холдингових компаній.

Таблиця 2

**Приватизація найбільш інвестиційно привабливих підприємств з державною часткою власності у 2001 р.**

Назва підприємства	Статутний фонд, тис. грн.	Частка статутного фонду, що виставлена на продаж, %
Холдингові компанії		
Укррудпром	1087,66	50,00
Укрнафтопродукт	18,33	50,00
Укркомунмаш	0,67	50,00
Чорноморський суднобудівний завод	129,20	75,00
Укрпапірпром	9,23	75,00
Луганськтепловоз	54796,17	76,00
Украгромашінвест	29,20	100,00
“Краян”	9,24	100,00

Назва підприємства	Статутний фонд, тис. грн.	Частка статутного фонду, що виставлена на продаж, %
Відкриті акціонерні товариства <sup>1</sup>		
Нікопольський південнотрубний завод	364751,04	96,67
Макіївський металургійний комбінат	354160,36	60,86
“Краситель”	304253,60	59,56
Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського	212337,61	17,26
Кримський содовий завод	181060,00	39,48
Запорізький виробничий алюмінієвий комбінат	155682,28	25,00
Луганськтепловоз	54796,17	76,00
“Кварц самоцвіти”	45012,40	95,00
Дніпропетровський металургійний завод ім. Комінтерну	25925,51	35,00
Тернопільський завод “Оріон”	25888,00	96,12
НАСК “Оранта”	22323,60	28,85
“Хартрон”	21367,57	49,56
Луганськнафтопродукт	18179,44	36,54
ЛАЗ	14531,96	65,41
ХК “Автокраз”	13287,12	36,37
“Автобаз”	9575,08	81,59
Об’єднання “Стеклопластик”	8497,03	76,18
Київгорнафтопродукт	5081,00	39,66
Харцизький трубний завод	1920,00	76,00
Дніпроазот	1583,75	25,17
Запорізький абразивний комбінат	1511,48	25,09
НВК “Курс”	1487,00	40,92
Завод “Ленінська кузня”	410,72	25,35
Прикарпаттяобленерго	25908,88	25,00
Львівобленерго	48493,08	26,98
Одесаобленерго	52123,89	25,01
Полтаваобленерго	52240,00	25,00
Луганськобленерго	52030,73	25,00
Чернігівобленерго	29829,51	25,00
Сумиобленерго	44281,37	25,00
Вінницяобленерго	30973,66	75,00
Тернопільобленерго	15272,04	51,00
Чернівціобленерго	14195,17	70,00
Запоріжжяобленерго	44840,00	60,00
Донецькобленерго	81896,47	65,00
Криворіжжяобленерго	43241,88	70,00
Волиньобленерго	23863,80	75,00
Закарпаттяобленерго	31150,81	75,00
Харківобленерго	64135,19	65,00
Хмельницькобленерго	33637,84	70,00
Черкасиобленерго	37098,33	46,00
Дніпрообленерго	59916,17	75,00

<sup>1</sup> Про затвердження “Помісячного пооб’єктного плану-графіка виставлення на продаж у 2001 р. пакетів акцій відкритих акціонерних товариств груп В та Г”. Наказ ФДМУ від 03.05.01 № 776 // Українська інвестиційна газета. – № 20, 15 травня 2001 р., Нормативна база. – С. 1-10.

Зазначимо, що існує кілька способів продажу акцій підприємств, що приватизуються: за конкурсом – у разі продажу контрольних або блокуючих пакетів; через тендер – для продажу найбільш привабливих і стратегічно важливих підприємств; через фондову біржу – у разі продажу невеликих пакетів акцій

(табл. 3). Але слід зазначити, що використовується ще один спосіб продажу державного майна за зниженими цінами у разі, коли майно знаходиться у заставі або у разі визнання підприємства банкрутом. Останні способи досить вдало використовувалися для реалізації найбільш ліквідного майна державних

підприємств у різноманітних схемах тіншової спрямованості. Досить пригадати, що загальна сума заставного державного майна перевищує 8 млрд. грн. Крім того, більша частина статутних фондів

підприємств, акції яких виставляються на продаж, не проіндексована і продаж держмайна протягом останніх років здійснювався за ціною, що складала 4-10 % від номінальної вартості.

Таблиця 3

**Найбільші продажі інвестиційно привабливих об'єктів у 2000 р.**

№ пор.	Назва ВАТ	Пакет, % СФ	Стартова (номінальна) ціна, млн. грн.	Ціна покупки, млн. грн.	Покупець	Спосіб продажу (майданчик)	Місяць продажу
1	Готель "Салют"	25	3,05	3,05	ЗАТ F&C Realty	комерційний конкурс	січень
2	Миколаївський глиноземний завод	30	115,00	547,20	ТОВ "Український алюміній"	комерційний конкурс	березень
3	Луцький автомобільний завод	81,11	10,80	10,80	ЗАТ "Український промислово-інвестиційний концерн"	комерційний конкурс	квітень
4	ДАК "Укртранс"	50,00	1,47	7,00	ФК "Автоальянс-Інвест"	комерційний конкурс	травень
5	Трипільський біохімічний завод	30,22	4,11	4,11	ВАТ "Концерн Стірол"	комерційний конкурс	травень
6	Київський завод дитячого харчування	82,97	2,98	6,60	ТОВ "ПромІмпекс"	комерційний конкурс	травень
7	"Лисичанськнафто-організація"	67,41	48,52	50,00	"ТНК-Україна"	комерційний конкурс	червень
8	Дніпропетровський завод з ремонту і будівництва пасажирських вагонів	50,00	8,29	9,00	ВАТ "Нижньодніпровський трубопрокатний завод"	комерційний конкурс	липень
9	Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат	17,28	23,74	25,00	ЗАТ "Турбуд-Україна"	комерційний конкурс	липень
10	Донецький метало-прокатний завод	53,98	3,54	3,60	ТОВ "Втормет"	комерційний конкурс	липень
11	Здолбунівське підприємство з виробництва цементу і шиферу "Волинь"	45,30	3,00	11,00	Dykerhoff Zement International Gmb (Германія)	комерційний конкурс	серпень
12	Суднобудівний завод "Затока"	25,52	6,82	6,84	"Брінкфордт Конс. Лтд." (Україна)	комерційний конкурс	серпень
13	Трипільський біохімічний завод	33,00	4,48	4,48	ВАТ "Концерн Стірол"	комерційний конкурс	серпень
14	"Валса"	50,01	25,00	25,00	ВАТ "Укр-енергозбут"	комерційний конкурс	серпень
15	Суднобудівний завод "Океан"	78,00	25,93	26,30	B.V. Holding Maatschappij Damen (Нідерланди)	комерційний конкурс	вересень
16	Шахта "Комсомолец Донбасу"	61,25	40,00	40,01	ВАТ "Авдіївський коксохімічний завод"	комерційний конкурс	вересень
17	"Мотор Січ"	20,00	26,88	56,15	ВАТ "Мотор-Січ"	комерційний конкурс	листопад
18	"Дніпрококс"	25,00	2,88	15,00	ТОВ "О.К. Цінні папери"	комерційний конкурс	листопад
19	"Івано-Франківськгаз"	25,30	3,06	3,06	МДПБА "Гуцульщина"	комерційний конкурс	листопад

№ пор.	Назва ВАТ	Пакет, % СФ	Стартова (номінальна) ціна, млн. грн.	Ціна покупки, млн. грн.	Покупець	Спосіб продажу (майданчик)	Місяць продажу
20	"Херсоннафтопереробка"	60,00	29,07	35,00	ЗАТ "Торговий дім "Укрнафтопродукт"	комерційний конкурс	листопад
21	Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	8,00	19,04	20,70	"Фаворит"	УМВБ	січень
22	Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	8,00	19,04	20,70	"Фаворит"	УМВБ	лютий
23	Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	9,00	21,42	91,1220,70	"Фаворит"	УМВБ	лютий
24	Запорізький завод феросплавів	16,99	12,61	12,61	"Дисконт-2000"	УМВБ	березень
25	"Луганські акумулятори"	15,33	5,75	5,75	"Атон"	УМВБ	березень
26	Запорізький завод феросплавів	25,00	18,54	18,54	"Дисконт-2000"	УМВБ	березень
27	"Дніпрофарм"	26,46	0,02	10,09	н.д.	УМВБ	березень
28	Український інститут з проектування газової промисловості "Укргазпроект"	21,29	0,02	3,83	н.д.	УМВБ	квітень
29	"Сумське НВО ім. Фрунзе"	25,00	0,89	27,37	н.д.	КМФБ	березень
30	"Мотор Січ"	5,00	0,11	4,17	н.д.	КМФБ	червень
31	Миколаївський глиноземний завод	5,00	18,91	45,39	Wood&Company (для "Українського алюмінію")	КМФБ	жовтень
32	"Український графіт"	25,00	0,28	15,05	ТОВ "Джерело"	ПФТС	березень
33	Орджонікідзенський гірничо-збагачувальний комбінат	8,29	5,09	5,09	н.д.	ПФТС	липень
34	Центральний гірничо-збагачувальний комбінат	12,43	17,13	17,13	н.д.	ПФТС	вересень
35	Одеський нафтопереробний завод	25,00	0,55	13,76	ТОВ "ЛУК-СИНТ"	УФБ	березень
36	"Чернігівобленерго"	8,63	2,57	6,80	"Дисконт-2000"	УФБ	квітень
37	Миколаївський глиноземний завод	10,00	37,83	83,22	"Драгон Капітал" (для "Українського алюмінію")	УФБ	листопад
38	Донецький енергозавод	66,50	1,87	3,89	н.д.	ДФБ	липень
39	Маріупольський металургійний комбінат "Азовсталь"	20,56	163,17	163,17	ІК "Кермет-Інвест"	ДФБ	листопад
40	Луцький картонно-рубероїдний комбінат	50,00	н.д.	6,68	ВАТ "Комбінат "Буд-Індустрія"	тендер	травень
41	"Криммолоко"	43,90	3,09	3,09	ТОВ "Ефект-Енергія"	некомерційний конкурс	червень
42	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	50,00	-	454,00	ЗАТ "Ілліч-Сталь"	викуп	грудень
	Всього			1921,33			

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 випливають зі 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 умови, 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.

Актуального значення, поряд з іншими проблемами функціонування фінансового 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 у 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.

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.

Таким чином, автоматична імплантація методів технічного або фундаментального аналізу, які є основою інвестиційного аналізу, є просто неможливою в умовах нерозвинутого та неефективного ринку України.

Особливості функціонування ринку приватизації, на частку якого припадає значний обсяг операцій з купівлі-продажу акцій інвестиційно привабливих підприємств з несталою структурою власності, обумовлюють необхідність вдосконалення методичних підходів до розрахунку інтегрального індексу ринку цінних паперів. У сучасних умовах інтегральний індекс визначається як показник діяльності ринку цінних паперів у межах національних кордонів, який характеризує стан внутрішніх ринків, що існують в державі або на частку яких припадає значна частина ринку цінних паперів даної країни. Враховуючи той факт, що переважна кількість 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 інструмента, що використовується для аналізу стану українського ринку цінних паперів з метою забезпечення його цілісності та

розраховується паралельно з іншими індексами, в т.ч. з інтегральним 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 відомих світових фондових індексів, з урахуванням основних методичних підходів, що знайшли відображення у Методиці розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, затвердженій Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (протокол № 49 засідання Комісії від 12 грудня 2000 р.). Інтегральний індекс ринку приватизації ( $I_{\text{инт.}}$ ) 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:

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

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:

$$I = \sum_{j=1}^m I_j, \quad (2)$$

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

Найбільш суттєві причини, що стримують процеси концентрації капіталу в реальному секторі та посилюють тим самим структурну незбалансованість розвитку фінансового ринку, можна виявити в процесі секторного аналізу інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів.

З даних, наведених у таблиці 4, можна зробити висновок, що на сьогодні акції великих підприємств, як правило, є недооціненими. Крім того, на сьогодні більшість підприємств є збитковими і оцінити їхню вартість за прибутковим методом на основі прогнозування грошових потоків досить важко. Низька ринкова вартість акцій українських підприємств не спонукає їх керівництво здійснювати додаткові емісії акцій з метою залучення додаткових інвестицій у виробництво. У зв'язку з цим можна спрогнозувати, що протягом наступних декількох років український фондовий ринок матиме дефіцит ліквідних корпоративних цінних паперів.

Таблиця 4

**Оцінка інвестиційної привабливості акцій промислових підприємств України за період 1997-1999 рр.**

Підприємства – емітенти цінних паперів	Показники ринкової активності підприємств-емітентів																	
	ринкова капіталізація						цінність акцій (P/E)						скоригований чистий прибуток на 1 акцію (EPS)					
	1997 р.		1998 р.		1999 р.		1997 р.		1998 р.		1999 р.		1997 р.	1998 р.	1999 р.			
	млн. грн.	рейтингове значення	млн. грн.	рейтингове значення	млн. грн.	рейтингове значення	P/E	рейтингове значення	P/E	рейтингове значення	P/E	рейтингове значення	EPS	рейтингове значення	EPS	рейтингове значення	EPS	рейтингове значення
Дніпро-енерго	961,38	1	100,59	5	319,92	3	8,98	2	1,84	2	0,94	4	27,39	1	15,25	1	85,22	1
Донбас-енерго	847,16	2	75,66	7	205,71	7	-	-	6,32	1	1,02	3	5,29	4	0,51	6	8,57	3
Центр-енерго	794,23	3	81,27	6	206,69	6	17,40	1	-0,98	5	0,90	6	0,12	8	-0,22	9	0,62	7
Захід-енерго	601,16	4	115,12	2	319,77	2	6,18	3	1,59	4	4,18	1	7,60	3	5,66	3	5,98	5
Дніпро-обленерго	430,80	7	29,99	9	71,90	10	-	-	1,75	3	1,49	2	4,89	5	2,85	4	8,05	4
Київ-енерго	379,28	9	113,78	3	287,17	4	2,67	4	-	-	0,92	5	1,31	6	-	-	2,88	6
Укрнафта	496,19	6	109,87	4	515,17	1	0,87	1	0,18	1	0,67	1	10,53	2	10,21	2	14,20	2
ММК ім. Ілліча	526,50	5	46,46	8	216,79	5	2,78	1	0,64	3	1,03	3	0,06	9	0,02	8	0,07	8
Азовсталь	422,43	8	140,81	1	150,32	8	2,32	2	0,74	2	1,88	2	0,06	9	2,69	5	0,04	9
Нікопольський завод феросплавів	273,18	10	15,18	10	78,92	9	-	-	1,48	1	3,82	1	0,22	7	0,03	7	0,07	8

При цьому необхідно також зазначити, що вливанню капіталу у реальний сектор, серед ряду інших причин, перешкоджає висока капіталомісткість виробництва і довгий термін окупності інвестицій. Так, модернізація більшості підприємств коштує на порядок вище вартості контрольного пакета акцій.

Таким чином, можна зробити наступні висновки:

- підприємства України мають низькі ринкові показники оцінки акцій, основними причинами яких 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, нерозвинутість фондового ринку України, високий рівень ризику неповернення інвестицій тощо;
- приватизація багатьох 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 українських підприємств проявляють в основному стратегічні

інвестори, зацікавлені у створенні технологічних ланцюгів і управління підприємствами. Динаміка їх курсу і параметри ліквідності знаходяться у прямій залежності від активності стратегічних інвесторів, які прагнуть до повного або часткового контролю над підприємствами;

- ринок корпоративних акцій 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 мають обіг лише на місцевих фондових ринках;
- низька інвестиційна привабливість підприємств реального сектора в цілому, на нашу думку, не означає безперспективності вкладень в окремі підприємства та інвестиційні проекти. У зв'язку з тим, що ринок корпоративних цінних паперів 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.



*Summary*

The article is devoted to analyze of current situation of financial market of Ukraine.

In the dissertation features of influence of privatization processes on operation of the share market of Ukraine and shaping of an appropriate type of a financial system is investigated; the features and specific forms of manifestation structural misbalance on processes of pricing in the market of corporate securities of Ukraine are specified. On the basis of sector analysis of the securities market the evaluation of investment attractiveness of the Ukrainian corporations is conducted; the necessity of account of an integrated index of the market of privatization and certain methodical approaches to it's calculation is justified.

Науменкова, С.В. Структурна незбалансованість як характерна ознака сучасного стану фінансового ринку України [Текст] / С.В. Науменкова, Т.М. Мельник // Вісник Української академії банківської справи. - 2001. - N 2. - С. 8-16.