

# ФІНАНСОВИЙ РИНОК



УДК 336.763.2

Масалаб Р.М., Сячова Л.Т.

## ФАКТОРИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ АКЦІЙ

Розглянуто особливості функціонування ринку акцій, визначено фактори інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів, проаналізований взаємозв'язок курсових цін акцій і їх прибутковості на прикладі великого акціонерного товариства.

The peculiarities of functioning of stock market are considered, the factors of investments attractiveness of corporate securities are detected, the correlation between price ratio of securities and their profitability is analyzed on the example of large JSC

Фінансовий ринок являє собою систему економічних відносин, де під впливом попиту та пропозиції відбувається розподіл і перерозподіл різних фінансових активів. Складовою його частиною є ринок цінних паперів, який у розвинених країнах виступає не тільки як джерело фінансування економіки, але і як барометр економічного та політичного життя. Розвинений ринок цінних паперів є необхідним елементом ефективно функціонуючої національної економіки. На ньому здійснюється емісія, покупка, продаж цінних паперів, формується ціна, що врівноважує попит та пропозицію.

У сучасних теоріях фінансових ринків розглянуто механізм і особливості функціонування всіх його сегментів. Спроби точнішого описання фондового ринку вживають з моменту виникнення ринку цінних паперів і по теперішній час. Значний обсяг наукових розробок присвячений моделюванню операцій на фондовому ринку, оцінці оптимального портфелю фінансових активів, обліку поточних тенденцій і перспектив розвитку, поліпшенню законодавчої бази [1,4,5,6,7]. Модель ціноутворення основних активів була розроблена Лауреатом Нобелівської премії Вільямом Шарпом, Джоном Літнером, Джеком Трейнором, Яном Мосінім. Теорія оптимального портфеля, розроблена Г. Марковицем, що дотепер називається «чудом диверсифікованості Марковиця», дозволяє формувати такі портфелі, які при однаковій прибутковості дозволяють мати менший ризик у порівнянні з іншими варіантами. Крім того, найбільш відомою та практично використовуваною є модель арбітражного ціноутворення.

Однак, фондовий ринок дуже складний механізм з погляду передбачуваності та розробки прогнозу майбутніх значень ринкових показників: цін, обсягів угод й ін. Це пов'язане з тим, що на ринку постійно взаємодіє велика кількість факторів, між якими можуть виникати позитивні й негативні зв'язки. Це призводить до того, що математична модель, яка відображає поведінку фондового ринку, перестає давати точні прогнози після зникнення певного зв'язку факторів. Тому актуальність моделювання прогнозних значень певних ринкових параметрів має велике значення й у сучасних умовах.

Особливості становлення, стан, розвиток вітчизняного фондового ринку, методологічні аспекти оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів досліджено в роботах М.В. Сикорського, О.Н. Мозкового, В.В. Оскольного, В.И. Павлова, Р.А. Герасименко й інших вчених. Однак, фондовий ринок України малоефективний. Це

спричиняє необхідність визначити причини вкрай незадовільного його стану та фактори інвестиційної привабливості акцій, як одного з найважливіших інструментів фінансового ринку, що забезпечує реальні надходження в економіку.

В Україні ринок цінних паперів складається з ринків акцій, державних і муніципальних облігацій внутрішньої позики, облігацій підприємств, казначейських зобов'язань, векселів, інвестиційних, ощадних, майнових і компенсаційних сертифікатів, житлових чеків, облігацій зовнішньої позики.

В усьому світі найбільшу питому вагу в обігу ринку цінних паперів займають акції й облігації, хоча частка акціонерних товариств у загальній чисельності підприємств невелика [3, с.17].

В Україні повноцінний ринок корпоративних цінних паперів так і не сформувався. Він виявився практично незалежним від реального стану економіки. Така ситуація обумовлена низкою причин.

По-перше, специфіка розподілу власності під час приватизації призвела до того, що ціни на акції виявилися занадто низькими та привабливими для скупки фінансовими спекулянтами та наступним їх перепродажем стратегічним інвесторам.

По-друге, на фондових ринках пропонуються акції неліквідних підприємств, тому що найбільш ефективні господарюючі суб'єкти, як правило, є закритими акціонерними товариствами, де акції реалізуються тільки серед своїх працівників.

По-третє, у закритих акціонерних товариствах уже відбувся перерозподіл права власності на користь керівного менеджменту за рахунок скупки акцій за мінімальною ціною. Тому в найближчій перспективі поява цінних паперів таких підприємств на фондовому ринку не відбудеться.

По-четверте, інвестор віддає перевагу більш надійним паперам, емітованих державою. Це обумовило рух фінансових потоків не на виробництво й підвищення капіталізації акцій, а на споживання через відповідний бюджетний механізм.

По-п'яте, низька корпоративна культура, недостатній рівень економічної грамотності, недостатня інформаційна відкритість акціонерних товариств, невиваженість дивідендної політики призвели до недовіри населення до акцій і воно, в основній своїй масі, виявилось не залученим в операції з цінними паперами.

По-шосте, м'які вимоги до частки акцій, що вільно обертаються. За експертними оцінками фахівців цінних паперів, для залучення інвесторів у вільному обігу повинно перебувати, як мінімум, 25% емісії акцій, що й закріплено українським законодавством. Але в сьогоднішній практиці цей рівень досягає тільки 20% [6, с.37].

По-сьоме, низька частка угод з акціями відбувається на організованому ринку цінних паперів. Так, у 2003р. у порівнянні з 2000р. загальна сума угод з акціями знизилася більш ніж 2,5 рази. При цьому частка акцій у торговельному обороті організованого ринку скоротилася з 75% в 2000 р. до 29,9% в 2003р. [6, с.35]. Це свідчить про незначну роль організованого фондового ринку в економіці країни, про відсутність критеріїв, що дозволяють оцінити ділову активність не тільки галузі, але й країни в цілому (фондові індекси, динаміка курсових цін визначається за результатами торгів на фондовій біржі). Відсутність такої інформації є серйозною перешкодою для надходжень в Україну інвестицій.

По-восьме, немає єдиної методології розрахунку фондових індексів. Крім того, у розвинених країнах при розрахунках фондових індексів ураховуються акції великої кількості емітентів. Так, промисловий індекс Доу-Джонса характеризує курс акцій 30 американських провідних компаній, канадський комбінований індекс, визначається щодня за інформацією близько 300 корпорацій. В Україні фондовий індекс ПФТС (Першої

фондової торговельної системи) розраховується на основі зміни ціни акцій 10 підприємств. При розрахунку інших українських фондових індексів (KAC-20, KAC-галузеві індекси, Wood-15, Pro-50, UNDEX-SGU, Business Partners) базова кількість цінних паперів також незначна. Така ситуація не дає можливості характеризувати стан фондового ринку України повною мірою й відштовхує потенційних інвесторів.

Однак, як свідчить світовий досвід, розвиток ринкових відносин, збільшення інвестицій в економіку неможливі без активного функціонування даного сегмента фінансового ринку. Необхідний не тільки подальший розвиток законодавчої бази, але й зміна підходів до ринку акцій з боку його прямих учасників, тобто розуміння фондового ринку як механізму, що дозволяє емітенту залучати капітал, а інвесторів вкладати його в найбільш доходні сфери бізнесу. І такі зміни повинні відбутися, насамперед, з боку емітентів, яким необхідно підготувати комплексну програму з посилення інвестиційної привабливості своїх цінних паперів. У іншому випадку ринки капіталів для таких підприємств будуть недоступні протягом тривалого часу.

Загальновідомо, що інвестори бажають фінансувати підприємства з найменшим ризиком і найбільшим прибутком. Тому важливе значення при розробці комплексних мір має визначення та класифікація факторів, що впливають на інвестиційну привабливість акцій, проведення технічного та фундаментального аналізу, а також побудови тимчасових рядів зміни курсу акцій.

На фондовому ринку відбувається постійна взаємодія різних факторів. Прогнозовані значення даних факторів дозволяють зробити оцінку прибутковості певних акцій. При покупці акцій можливе одержання доходів від дивідендів, від підвищення ринкової ціни, від збільшення кількості акцій в результаті їх дроблення [3, с.21]. На формування кожного джерела прибутковості впливають певні некеровані зовнішні та керовані внутрішні фактори (табл.1).

До зовнішніх факторів можна віднести соціально-політичні події, інфляційні процеси, податки та податкові пільги, розмір банківської процентної ставки, ціни на золото, товари, нерухомість, ціни та прибутковість державних, муніципальних облігацій та інших цінних паперів. Перші три впливають на стабільність фінансово-економічного стану підприємства, а останні, як альтернативний варіант вкладення коштів.

До внутрішніх факторів відносяться: фінансовий стан підприємства, дивідендна політика, інформаційна відкритість, ліквідність акцій, престиж підприємства, розширення прав власників акцій, вплив на ринкові ціни. Серед внутрішніх факторів інвестиційної привабливості найбільш вагомим є стабільність фінансового стану, тому що більша частина ризиків і розміри доходів визначаються саме рентабельністю підприємства.

Дивідендна політика є найважливішою складовою частиною фінансової стратегії акціонерного товариства і залежить від фінансового стану емітента, особливостей перерозподілу доходів конкретного підприємства. Вона припускає оптимізацію пропорцій у розподілі прибутку на капіталізовану та споживану частини.

Для розвитку цивілізованого фондового ринку велике значення має інформованість учасників ринку про фінансовий стан підприємства, типи дивідендної політики, розмір доходів, причини несплати дивідендів або факторів, які впливають на їх рівень. Це дозволить знизити невизначеність, прорахувати можливі ризики й адекватно оцінити інвестиційні якості акцій. Однак емітент може впливати на курс своїх акцій за допомогою позитивної або негативної інформації, її поширення серед учасників ринку, довіри до інформаційного потоку. Таким чином, з одного боку, інформаційна відкритість сприяє підвищенню ефективності фондового ринку, а з іншого підсилює популярність і престиж підприємства. „Прозорість ринку можлива за умови наявності повної та достовірної

інформації про об'єкти інвестування і ситуації на ньому в режимі реального часу. Однак на сьогодні такої інформації не мають ні емітенти, ні інвестори, ні органи, що здійснюють контроль за операціями на фондовому ринку України"[9, с.8].

Таблиця 1

**Фактори інвестиційної привабливості акцій**

| Зовнішні фактори                                       |  | Внутрішні фактори                                       |
|--|--|---|
| Стабільність фінансово-економічного стану підприємства | Альтернативний варіант вкладення грошових коштів           | 1. Фінансовий стан підприємства                         |
|  |  | 2. Дивідендна політика                                  |
|  | 1. Розмір банківської процентної ставки                    | 3. Інформаційна відкритість                             |
|  |  | 4. Вплив на ринкові ціни акцій                          |
| 1. Соціально-політичні події                           | 2. Ціни на золото, товари, нерухомість                     | 5. Ліквідність акцій                                    |
|  |  | 6. Престиж підприємства                                 |
| 2. Інфляційні процеси                                  | 3. Ціни та прибутковість облігацій та інших цінних паперів | 7. Реорганізація підприємства                           |
| 3. Податки та податкові пільги                         |  | 8. Розширення прав акціонерів і неухильне їх дотримання |

Не викликає сумніву той факт, що інвестиційна привабливість акцій залежить від фінансового стану емітента, його інформаційної відкритості, але оцінка якості цінних паперів відбувається передусім на ринку й формується його учасниками. Тому залежно від мети, яку ставить перед собою емітент (залучення стратегічних інвесторів, зміни складу та структури власників компанії, зміцнення контролю над акціонерним товариством, підтримки цін на необхідному рівні й ін.), вплив на ринкові параметри акцій можливий шляхом:

- збільшення кількості акцій в обігу за рахунок нової емісії;
- дроблення або консолідації;
- здійснення викупу акцій у інвесторів.

Такий вплив на ринкові параметри акцій вимагає проведення якісної аналітичної роботи з дослідження ринку цінних паперів, усвідомлення цілей емісії, дроблення, консолідації або здійснення прямих операцій з власними акціями з метою підвищення їх ліквідності. Найбільш важливими показниками, що характеризують ліквідність акцій, є: щоденний обсяг угод; спред цін продажу і покупки акцій; дивіденд на одну акцію; відношення ціна/дохід. Необхідно відзначити, що прямий викуп емітентом своїх акцій

може призвести до обмеження інтересів дрібних інвесторів і змінити структуру фінансування на користь позикових коштів.

Істотний вплив на інвестиційну привабливість акцій може зробити реорганізація товариства: злиття або поглинання. Реструктуризація впливає на ринкові можливості підприємства, його фінансові показники, ризики, курсову вартість корпоративних цінних паперів. Такі наслідки необхідно прогнозувати при виборі об'єкта інвестування.

Розширення прав акціонерів і неухильне їх дотримання підвищує привабливість акцій, сприяє істотному поліпшенню відносин інвесторів до підприємства, підвищенню курсової вартості та ліквідності цінних паперів. Одним з характерних порушень прав акціонерів в Україні є невплата дивідендів або нерегулярні їх виплати навіть у тих товариствах, де при багатомільйонних прибутках їх не нараховували. Крім того, порушення прав акціонерів здійснюється при: проведенні скупки акцій за заниженими цінами у дрібних інвесторів самим акціонерним товариством; обмеженні можливості продажу акцій на ринку; розміщенні нової емісії серед обмеженого числа осіб; відсутності або перекручуванні інформації про діяльність суспільства, про проведення загальних зборів акціонерів; порушенні прав голосування. По оцінках експертів, з майже 12 тис. відкритих акціонерних товариств міжнародним критеріям відповідають акції не більш ніж 20 вітчизняних підприємств. Недоліки законодавчої бази дозволяють ігнорувати інтереси багатьох акціонерів, невідповідність Закону України „Про господарчі товариства” Директивам Європейського Союзу викликає недовіру закордонних інвесторів [5, с.42].

Формування та проведення ефективної дивідендної політики дозволяє підтримувати високу ліквідність і курсову вартість своїх акцій. Однак, цей інструмент не досить популярний на вітчизняному ринку акцій. Між виплатою дивідендів і котируванням акцій не існує взаємозв'язку, як свідчать результати лістингу по акціях Першої фондової торговельної системи. Так, з восьми компаній першого рівня лістингу по акціях три не виплачували дивіденди у 2000 - 2002р. взагалі, а ще дві зробили це один раз. Крім того, за підсумками 2002 р. про виплату дивідендів оголосили тільки 3,6% відкритих акціонерних товариств, у яких 94,8% нарахувань було зроблено на привілейовані акції. При багатомільйонних прибутках не виплачували дивіденди за 2001-2002 р. такі успішні акціонерні товариства, як „Укртелеком”, „Укрнафта”, „Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча” [5, с.45,46]. Таким чином, емітент, що здійснює навіть невеликі виплати, може забезпечити собі гарні перспективи залучення капіталу в майбутньому.

Як вже було відзначено вище, в обґрунтуванні інвестиційної привабливості акцій велике значення має проведення технічного й фундаментального аналізу, а також прогнозування курсової вартості акцій на основі рядів динаміки. При аналізі рядів динаміки встановлюються закономірності зміни рівня досліджуваного показника в часі, який піддається впливу факторів еволюційного, осцилятивного та випадкового характеру.

Вплив факторів еволюційного характеру - це зміни, що визначають деякий загальний напрямок розвитку, як би багаторічну еволюцію, що пробиває собі шлях через інші систематичні або випадкові коливання. Такі зміни динамічного ряду називаються тенденцією або трендом. Для того щоб представити кількісну модель, що виражає загальну тенденцію зміни рівнів динамічного ряду в часі, здійснюють аналітичне вирівнювання ряду динаміки. Частіше в якості трендових моделей використовують такі функції як лінійна, парабола другого, третього порядку, показова, експонентна, гіперболічна й інші. На прикладі ЗАТ «НКМЗ» розглянемо тенденцію зміни курсу акцій і визначимо наявність взаємозв'язку між її ціною та розміром дивідендів.

На підставі вихідної інформації за період 2000 – 2005 років побудовано графіки тенденцій динаміки курсу акцій, дивідендів (рис. 1,2). Трендова модель середнього курсу

акцій та дивідендів описується поліномом 5-го й 4-го порядку, що досить точно відображає вихідні рівні ряду. Про це свідчить коефіцієнт апроксимації ( $R^2$ ), який дорівнює одиниці.

У даних моделях є підйоми та спади, але в цілому відзначається тенденція до зростання. Про це свідчать також розрахунки середніх темпів приросту: щорічно курс акцій в середньому збільшувався на 12%, а розмір дивідендів на 25,7%.

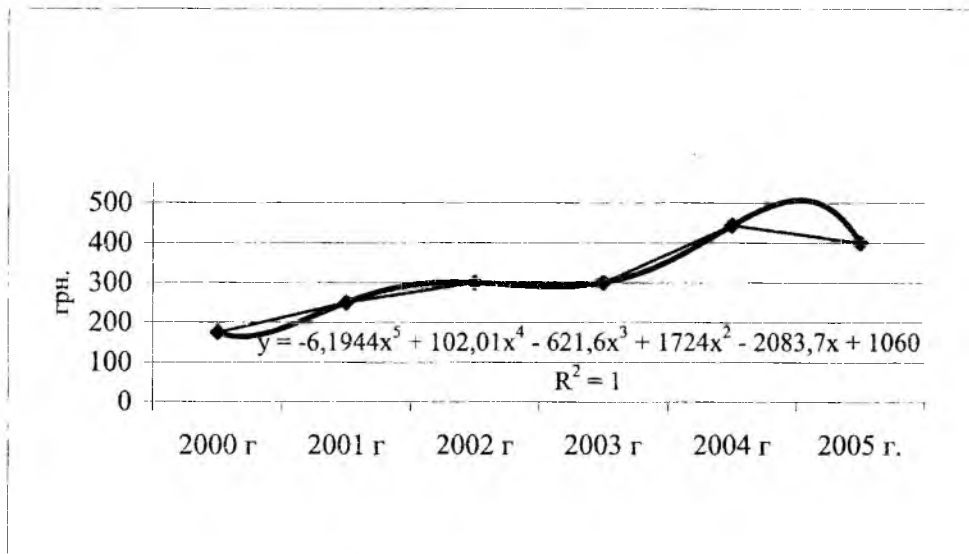


Рис. 1 Динаміка середніх курсів акцій

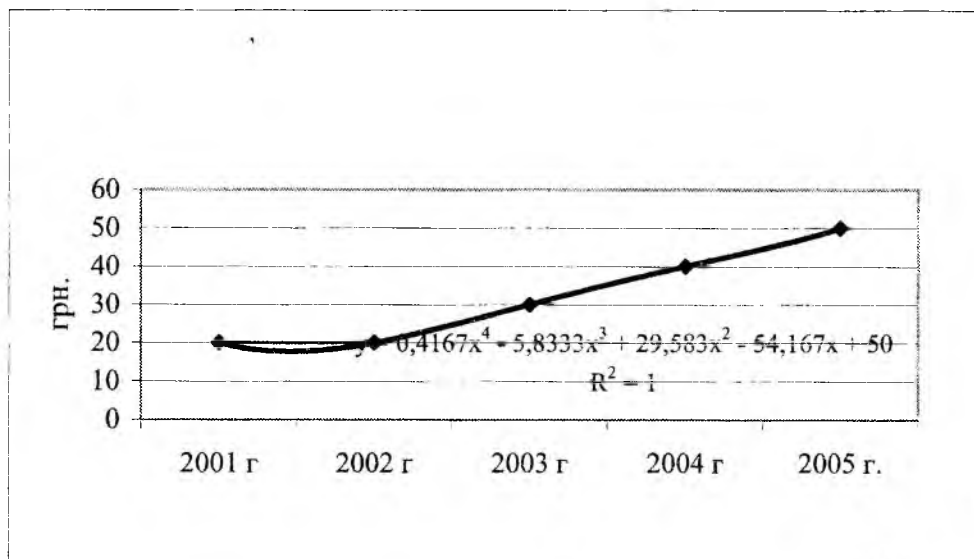


Рис. 2 Динаміка дивідендів

Середній темп приросту дивідендів був у 2 рази вище за середній темп приросту курсу акцій (табл.2).

Аналізуючи тенденції зміни курсу акцій та розмір дивідендів можна зробити висновок, що існує позитивний зв'язок між цими показниками, і прибутковість даних цінних паперів може служити критерієм їх інвестиційної привабливості.

Таблиця 2

**Динаміка темпів зростання курсу акцій та дивідендів у порівнянні з минулим роком**

| роки | Середній курс акції, грн. | Темп зростання, в % до попереднього року | Розмір дивіденду, грн. | Темп зростання, в % до попереднього року |
|------|---------------------------|--|------------------------|--|
| 1    | 2                         | 3  | 4                      | 5  |
| 2001 | 250                       | –  | 20                     |  |
| 2002 | 300                       | 120                                      | 20                     | 100                                      |
| 2003 | 300                       | 100                                      | 30                     | 150                                      |
| 2004 | 443,75                    | 147,9                                    | 40                     | 133,3                                    |
| 2005 | 400                       | 90,1                                     | 50                     | 125                                      |

Однак, незважаючи на вищі темпи зростання дивідендів у порівнянні з курсовими цінами, частка (питома вага) дивіденду в курсі акції не має чітко вираженої тенденції. Про це свідчить інформація у табл.3.

Таблиця 3

**Питома вага дивіденду в курсі акції**

| роки | Курс акцій, грн. | Дивіденди на 1 акцію, грн. | частка(питома вага) дивіденду в курсі акції, % |
|------|------------------|----------------------------|--|
| 2001 | 250              | 20                         | 8  |
| 2002 | 300              | 20                         | 6,7  |
| 2003 | 300              | 30                         | 10   |
| 2004 | 443,75           | 40                         | 9,0  |
| 2005 | 400              | 50                         | 12,5   |

Можна припустити, що дивідендна політика підприємства не носить послідовного характеру й не спрямована на залучення стратегічного інвестора, тому що Новокраматорський машинобудівний завод є закритим акціонерним товариством.

Таким чином, проведені дослідження дозволяють зробити ряд висновків щодо характеристики фондового ринку в Україні й інвестиційної привабливості акцій.

1. Функціонування повноцінного ринку корпоративних цінних паперів ускладнено рядом причин:

- недосконалістю законодавчої бази, що стримує цивілізовані відносини на фондовому ринку і відштовхує вітчизняних і закордонних інвесторів;
- незавершеністю процесу перерозподілу права власності, що не дозволяє прийняття закону про акціонерні товариства;
- недостатністю інформаційної відкритості акціонерних товариств;
- недовірою населення до акцій, яке виявилось не залученим в операції з цінними паперами;
- низькою часткою угод з акціями на організованому ринку цінних паперів;
- відсутністю єдиної методології розрахунку фондових індексів.

2. На інвестиційну привабливість акцій впливають зовнішні та внутрішні фактори.

До зовнішніх факторів можна віднести соціально-політичні події, інфляційні процеси, податки та податкові пільги, розмір банківської процентної ставки, ціни на золото, товари, нерухомість, ціни та прибутковість державних, муніципальних облігацій та інших цінних паперів.

До внутрішніх факторів відносяться: фінансовий стан підприємства, дивідендна політика, інформаційна відкритість, ліквідність акцій, престиж підприємства, розширення прав власників акцій, вплив на ринкові ціни, реорганізація підприємства.

3. Збільшення інвестицій в економіку не можливе без активного функціонування даного сегмента фінансового ринку. Необхідне розуміння фондового ринку як механізму, що дозволяє емітенту залучати капітал, а інвесторові вкладати його в найбільш доходні сфери бізнесу. І такі зміни повинні відбутися, насамперед, з боку емітентів, яким необхідно підготувати комплексну програму з посилення інвестиційної привабливості своїх цінних паперів. У іншому випадку ринки капіталів для таких підприємств будуть недоступними протягом тривалого часу.

4. Аналіз тимчасових рядів курсу акцій та їх прибутковості дозволяє визначити тенденції динаміки даних показників, ефективність дивідендної політики й може служити інструментом обґрунтування інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів.

### *Література*

1. Азаренкова Г. Состояние фондового рынка в Украине // *Економика України*. – 2004. - №3. - С.27-32.
2. Герасименко Р.А., Блажан І.Р. Особливості формування фінансових ресурсів акціонерних підприємств // *Фінанси України*. – 2004. - №3. - С.82-89.
3. Гольцберг М.А. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. – К.: Издательско-рекламное агентство „Текст”, 1992. - 94 с.
4. Коробков Д.В. Трендовый аналіз та індексне моделювання інвестиційної привабливості цінних паперів // *Фінанси України*. – 2004. - №11. – С.110-117.
5. Лупенко Ю. Акционерный сектор отечественной экономики // *Економика України*. – 2005. - №1. – С.42-47.
6. Назарчук М. О некоторых особенностях развития организованного рынка ценных бумаг в Украине // *Економика України*. – 2005. - №10. - С.33-41.
7. Стирський М. В. Методологічні аспекти оцінки інвестиційної привабливості ринку акцій // *Фінанси України*. – 2002. - №2. – С.131-137.
8. Ходяківська В.П., Беляєв В.В. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: Навчальний посібник. – Київ: ЦУЛ, 2002. – 626 с.

*Рекомендовано до публікації*  
д.е.н., проф. Галушко О.С. 25.09.06

*Надійшла до редакції*  
12.09.06