МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

ЛІХНОВСЬКИЙ ПАВЛО МИХАЙЛОВИЧ

УДК 336.763.2:303.72

АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Спеціальність 08.00.09 – бухгалтерський облік, аналіз та аудит
(за видами економічної діяльності)

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Тернопіль – 2012

Дисертація на правах рукопису.

Робота виконана в Тернопільському національному економічному університеті Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
Шкарабан Степан Іванович,
Тернопільський національний економічний університет,
професор кафедри економічного аналізу і статистики

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Лазаришина Інна Дмитрівна,
Національний університет водного господарства та природокористування,
завідувач кафедри обліку і аудиту

кандидат економічних наук, доцент
Герасименко Тамара Олегівна,
Львівська комерційна академія,
директор Інституту економіки та фінансів

Захист відбудеться 26 жовтня 2012 р. о 11 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 58.082.03 у Тернопільському національному економічному університеті за адресою: 46020, м. Тернопіль, вул. Львівська, 11-а, зал засідань.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Тернопільського національного економічного університету за адресою: 46020, м. Тернопіль, вул. Бережанська, 4.

Автореферат розісланий 25 вересня 2012 р.

Учений секретар
спеціалізованої вченої ради М. П. Шаварина

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Сучасний розвиток економіки України значною мірою залежить від активності учасників інвестиційного процесу, успішна діяльність яких тісно пов'язана з оцінкою та прогнозуванням динаміки процесів на фондовому ринку. При цьому об'єктивною стає необхідність у достовірній інформації про сфери інвестування коштів та надійність емітентів цінних паперів із метою зниження невизначеності, послаблення впливу суб'єктивних факторів та підвищення якості інвестиційних рішень. За таких обставин неминуче підвищується роль економічного аналізу для обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних із режимом ефективного функціонування учасників ринку цінних паперів, зокрема емітентів, інвесторів, інвестиційних посередників. Засобом моніторингу державних органів, які здійснюють контроль та регулювання цієї важливої складової фінансового ринку, є аналіз фондового ринку. Його кон'юнктура свідчить про рівень ділової активності суб'єктів господарювання та напрямок розвитку економіки держави загалом.

Відповідно до мети суб'єкта аналізу, його предметом є стан розвитку об'єкта дослідження. На основі встановлення властивих йому причинно-наслідкових зв'язків можливі варіанти управлінських рішень, які спрямовані на оптимізацію власної тактики і стратегії з метою отримання позитивного результату.

Вирішення питань, пов'язаних із методикою аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, дасть змогу забезпечити суб'єктів, які приймають управлінські рішення, доречною інформацією про доцільність, ефективність та ризикованість альтернативних варіантів інвестиційних рішень. З огляду на це обрана тема дисертаційної роботи набуває особливої актуальності.

Здобутки економічної науки в цій сфері належать як вітчизняним, так і зарубіжним вченим. Питанням трактування сутності поняття "інвестиційна привабливість" присвячені дослідження А. Гайдуцького, А. Єпіфанова, О. Кременя, Т. Кулініча, Н. Макарія, Л. Мамуль, Т. Момот, О. Носової. Концептуальні засади аналізу цінних паперів заклали у своїх працях Б. Грехем, А. Дамодаран, Д. Додд, Дж. Річ, Ф. Фішер. Проблемам оцінки ризику і доходності на фондовому ринку присвячені праці Ф. Армстронга, С. Басу, Р. Банца, Ф. Блека, В. Гоцмана, С. Гросмана, К. Даніела, Н. Джегадиша, Д. Кейма, Л. Лінгфена, Б. Малкіела, Б. Мандельброта, Дж. Мута, Дж. О'Брайена, Е. Петерса, М. Рейнганума, Р. Ролла, Р. Роувенхорста, Д. Сорнетте, Дж. Стігліца, С. Тітмана, Ю. Фами, К. Френча; галузевого аналізу – М. Портера, Д. Френча. Значний вклад у дослідження теорії та практики портфельного інвестування внесли Г. Александр, В. Аньшін, Дж. Бейлі, У. Бернстайн, І. Бланк, З. Боді, А. Кейн, Г. Марковіц, А. Маркус, У. Шарп. Серед сучасних вітчизняних науковців, які внесли вагомий вклад у дослідження проблематики методики аналізу цінних паперів, варто відзначити праці Ф. Бутинця, Т. Герасименко, Л. Долінського, Ю. Коваленка, І. Лазаришиної, Є. Мниха, А. Пересади, О. Сохацької, С. Урванцевої, М. Чумаченка, О. Шевченка О. Шеремета, С. Шкарабана, І. Яремчука, а серед зарубіжних – Т. Бердникової, М. Вайса, О. Дегтерьової, Е. Жукової, А. Іванова, Г. Кіма, Н. Коршунової,

К. Криничанського, Ф. Мишкіна, Д. Сігела, В. Твардовського, М. Томсета, К. Царіхіна, А. Шапкіна, В. Якимкіна.

Незважаючи на значну розробленість цієї проблематики, питання аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів залишаються дискусійними та потребують подальшого вивчення. У сучасних умовах виникла необхідність у системному дослідженні практики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, удосконаленні відповідного інструментарію для підвищення ефективності прийняття інвестиційних рішень з позицій доходності, ризику та ліквідності.

Важливість та актуальність вказаних проблем, науково-теоретична і практична цінність їхнього вирішення зумовили вибір теми дисертаційної роботи, постановку її мети та завдань.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою науково-дослідних робіт кафедри економічного аналізу і статистики Тернопільського національного економічного університету за темами "Дослідження та розробка актуальних проблем аналізу діяльності суб'єктів господарювання в сучасних умовах" (державний реєстраційний номер 0105U000858) і "Актуальні проблеми розвитку теорії та практики економічного аналізу" (державний реєстраційний номер 0110U001127), у межах яких автором розроблено рекомендації щодо вдосконалення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає у поглибленні теоретичних засад та практичних аспектів аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, а також у розробці на цій основі рекомендацій щодо вдосконалення методики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів та формування ефективного інвестиційного портфеля.

Реалізація мети дослідження зумовила виявлення і розв'язання такого комплексу завдань:

– розкрити концептуальні підходи щодо аналізу цінних паперів, принципів оцінки їх справедливої вартості та пошуку оптимального співвідношення ризик-доходність з метою виявлення недооцінених активів;

– проаналізувати стратегії інвестування у цінні папери та з'ясувати ключовий підхід, який використовується інвесторами на практиці;

– провести узагальнення поглядів вчених щодо поняття "інвестиційна привабливість", поглибити розуміння сутності поняття "фундаментальний аналіз" і внести уточнення в його трактування;

– здійснити аналіз ситуації на зовнішньому ринку капіталу та встановити взаємозв'язок між динамікою на світових фондових ринках та інвестиційною привабливістю вітчизняної економіки;

– проаналізувати сучасний стан економіки України для виявлення його впливу на інвестиційну привабливість вітчизняного фондового ринку;

– оцінити рівень інвестиційної привабливості галузей економіки з метою встановлення перспектив інвестування в цінні папери емітентів цих секторів;

– проаналізувати ефективність застосування коефіцієнтів β, P/B, P/E, P/S, P/CF, ROA, ROI, ROE для встановлення справедливої вартості цінних паперів;

– здійснити порівняльний аналіз портфелів цінних паперів з метою формування ефективного портфеля акцій;

– удосконалити методику аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для підвищення якості інвестиційного портфеля.

Об'єкт дослідження – цінні папери та процеси руху капіталу на фондовому ринку.

Предмет дослідження – теоретичні підходи та практика аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів з метою формування ефективного інвестиційного портфеля.

Методи дослідження. Методологічна основа дисертаційної роботи базується на діалектичному методі та системному підході до наукового пізнання аналізу цінних паперів. У процесі наукового дослідження було використано низку *методів*, серед яких найважливішими є: методи індукції та дедукції, порівняльний аналіз, метод абстракції і формальної логіки для узагальнення поглядів вчених щодо поняття "інвестиційна привабливість", уточнення економічної сутності та змісту поняття "фундаментального аналізу", а також історичний і логічний підхід у вивченні теорій та моделей функціонування фондового ринку; економіко-статистичні методи дослідження, аналіз та синтез, узагальнення, індукція і дедукція, порівняння, групування, спостереження при аналізі ситуації на зовнішньому ринку капіталу, стану вітчизняної економіки та фондового ринку, оцінці галузей; методи статистичних групувань, метод коефіцієнтів, метод аналогії та наукового абстрагування при дослідженні взаємозалежностей ринкової ціни акцій із результатами фінансової звітності емітентів та ефективності застосування коефіцієнтів β, P/B, P/E, P/S, P/CF, ROE, ROA, ROI; методи формалізації, деталізації, економіко-математичного моделювання, індексний та бальний методи, прийоми середніх та відносних величин для порівняльного аналізу портфелів цінних паперів та розробки рейтингу інвестиційної привабливості акцій. У дисертації широко використовується графічний метод для наочного ілюстрування досліджуваних явищ і процесів.

Теоретичною основою дослідження є фундаментальні положення світової економічної та фінансової науки, розробки сучасних вітчизняних і зарубіжних вчених, а також провідних фахівців з питань аналізу цінних паперів та портфельного аналізу, які вміщені у монографічній, спеціальній та періодичній літературі.

Інформаційну основу дисертації становлять закони України, аналітичні матеріали Міжнародного Валютного Фонду, Національного банку України, Міністерства економіки України, дані Державної служби статистики України, ПАТ "Фондова біржа ПФТС", Державної установи "Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України", КУА ПрАТ "Кінто", інформаційно-аналітичних агентств, річна фінансова звітність емітентів цінних паперів.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у системному дослідженні проблем аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів для удосконалення методики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів та формування ефективного інвестиційного портфеля. У цьому контексті дослідження підпорядковане провідній ідеї, яка полягає в розробці аналітичного інструментарію для зниження ринкового та специфічного ризиків інвестування в цінні папери

емітента водночас зі збереженням високого рівня ринкової доходності від вкладень у ці активи.

Найважливіші результати дисертаційної роботи, які містять наукову новизну і виносяться на захист, полягають у наступному:

вперше:

– розроблено методику рейтингового аналізу інвестиційної привабливості акцій, яка базується на індексній моделі надлишкової доходності CAPM та дає змогу значно підвищити якість формування ефективного інвестиційного портфеля цінних паперів. На відміну від моделі CAPM У. Шарпа, у запропонованій методиці рейтингового аналізу інвестиційної привабливості акцій конкретизовано фактори, які впливають на специфічний ризик та ринкову доходність акцій емітентів;

удосконалено:

– методику оцінювання інвестиційної привабливості цінних паперів, яка полягає у комплексному врахуванні систематичного та індивідуального ризиків акцій емітента та взаємозалежності їхньої ринкової доходності від коефіцієнтів групи "ринкова ціна акцій – результати фінансової звітності емітента" (P/B, P/E, P/S, P/CF) та коефіцієнтів доходності власного капіталу (ROE, ROA, ROI) з метою підвищення якості інвестиційного портфеля;

– аналітичний інструментарій для формування ефективного інвестиційного портфеля цінних паперів на основі інвестиційних стратегій "низький P/E" та "β-коефіцієнт", практика застосування яких виявила перевагу першої в роки зростання фондового ринку та ефективність застосування другої у період біржових спадів;

дістало подальший розвиток:

– узагальнення поглядів вчених стосовно трактування поняття "інвестиційна привабливість", яка розглядається як інтегральна характеристика переваг та недоліків об'єкта інвестування, що дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об'єкт з позиції взаємозв'язку між доходністю та ризиками інвестування в цінні папери;

– трактування сутності поняття "фундаментальний аналіз", що розглядається як процес дослідження ключових факторів, які впливають на курс цінного паперу з метою встановлення справедливої вартості активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень;

– обґрунтування необхідності проходження всіх етапів фундаментального аналізу "зверху-вниз", зокрема виявлено чіткий взаємозв'язок між ситуацією на зовнішньому ринку капіталу, станом вітчизняної економіки, становищем у галузі, результатами діяльності емітентів цінних паперів та їхній вплив на динаміку фондового ринку;

– застосування β-коефіцієнта з моделі У. Шарпа для формування інвестиційних портфелів "Бета 1" та "Бета 2", які дозволяють уникати значних системних ризиків в періоди зниження динаміки фондового ринку, а також з метою підвищення якості управління портфелем цінних паперів;

– використання коефіцієнтного методу аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів суб'єктів господарювання на основі показників, що вказують на взаємозв'язок між ринковою ціною акції та результатами фінансової звітності, а також коефіцієнтів доходності власного капіталу в дослідженні цінних паперів вітчизняних емітентів.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що сформульовані в дисертаційній роботі теоретичні положення, висновки та практичні пропозиції можуть бути використані інституційними та індивідуальними інвесторами для здійснення аналізу цінних паперів та управління інвестиційними портфелями цінних паперів, а також у навчальному процесі при викладанні дисциплін фінансово-інвестиційного спрямування.

Отримані в дисертаційній роботі результати використані у практичній діяльності ТОВ "Мережа фондових магазинів плюс" у процесі аналізу цінних паперів. При цьому взято до уваги рекомендації щодо особливостей практики застосування коефіцієнтів групи "ринкова ціна акцій / результати фінансової звітності емітента" та коефіцієнтів доходності власного капіталу в умовах вітчизняного фондового ринку (довідка № 19 від 31 січня 2011 р.). У ТОВ "КІНТО, Лтд" при оцінці цінних паперів та управлінні інвестиційними портфелями визначається рейтинг інвестиційної привабливості акцій та використовуються пропозиції автора щодо особливостей здійснення оцінки акцій вітчизняних емітентів за допомогою коефіцієнтів ROA, ROI, ROE (довідка № 23 від 31 січня 2011 р.). Окремі результати дисертаційної роботи, зокрема управління портфелями цінних паперів на базі інвестиційних стратегій "низький P/E", "Бета 1" та "Бета 2", використані у практичній діяльності ТОВ "Он-лайн капітал" (довідка № 461 від 28 січня 2011 р.).

Основні теоретичні положення та отримані практичні результати дисертаційної роботи впроваджені в навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-02/3012 від 06 грудня 2010 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є одноосібно виконаною науковою працею. Сформульовані у роботі науково-практичні результати, висновки й пропозиції, що винесені на захист, одержані автором самостійно і є його науковим здобутком.

Апробація результатів дисертації. Основні науково-практичні положення дисертаційної роботи доповідались та обговорювались на засіданні тематичного круглого столу кафедри економічного аналізу Тернопільського національного економічного університету (м. Тернопіль, 2007 р.) та міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях: міжнародній науково-теоретичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених "Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть" (м. Тернопіль, 2004 р.); III всеукраїнській науковій конференції з фінансового аналізу студентів та аспірантів (м. Львів, 2004 р.); другій міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених "Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації" (м. Тернопіль, 2005 р.); міжнародній науково-практичній Інтернет-конференції "Важелі і механізми формування сталого розвитку

економіки в умовах світової глобалізації" (м. Тернопіль, 2010 р.); всеукраїнській науково-практичній Інтернет-конференції "Формування та розвиток економіки в сучасних умовах господарювання" (м. Луцьк, 2010 р.); міжнародній науковій студентсько-аспірантській конференції "Актуальні проблеми розвитку національної економіки України" (м. Львів, 2011 р.); ІІІ міжнародній науково-практичній конференції "Імперативи розвитку України в умовах глобалізації" (м. Чернігів, 2011 р.).

Публікації. Основні положення та результати дисертаційного дослідження опубліковано в 17 наукових працях загальним обсягом 4,89 д.а., з яких автору належать 4,85 д.а. Основні наукові результати відображені в 9 публікаціях (3,81 д.а.).

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Основний зміст роботи викладено на 190 сторінках, що містять 48 таблиць на 48 сторінках, 46 рисунків на 46 сторінках. Список використаних джерел налічує 271 найменування. Дисертація містить 59 додатків, розміщених на 92 сторінках.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У розділі І "Теоретико-організаційні основи аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів" узагальнено погляди вчених стосовно сутності поняття "інвестиційна привабливість", уточнено трактування поняття "фундаментальний аналіз", досліджено концептуальні засади аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, визначено ключові методи оцінки ринкової вартості емітентів та підходи до прогнозування ринкової ціни акцій на фондовому ринку.

Розглянуто основні теорії та моделі, які описують функціонування фондового ринку з позиції пошуку оптимального співвідношення ризик-доходність: гіпотеза ефективного ринку, теорія випадкових блукань, портфельна теорія, цінова модель ринку капіталу (CAPM). Серед них теорія ефективного ринку та цінова модель ринку капіталу є ключовими теоріями, які дають уявлення про те, як працюють фондові ринки. Найважливішим їх аспектом є інформація про ризики, пов'язані з інвестуванням на фондовому ринку та їх зміною в часі. Основою теорії ефективного ринку є твердження, що ринкова ціна є найкращою оцінкою реальної вартості цінного паперу емітента. β-коефіцієнт із моделі CAPM є зручною основою для уявлення та встановлення ступеня взаємозв'язку між систематичним ризиком та ринковою доходністю цінного паперу.

Порівняльний аналіз стратегій інвестування щодо виявлення недооцінених акцій встановив, що концепція Б. Грема є базовою та найбільш широко використовуваною методикою розробки стратегій інвестування в цінні папери та управління інвестиційним портфелем.

У дисертації проведено аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів на прикладі звичайних акцій. Основним показником акції є ціна, яка може бути: номінальною, емісійною, ринковою, балансовою або ліквідаційною. Основну увагу приділено аналізу ринкової ціни акції, оскільки вона дає змогу оцінити рівень її справедливої вартості. Ринкова ціна на фондовій біржі показує оцінку ефективності

господарської діяльності емітента акцій, але не завжди відображає справедливу вартість активу. Тому в практичній діяльності використовуються різноманітні підходи та методи аналізу цінних паперів. Для цього розроблено відповідний інструментарій, вибір якого визначається конкретними потребами інвестора. Класичні методи оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування цін на його акції базуються на двох принципово відмінних підходах – фундаментальному аналізі та технічному аналізі.

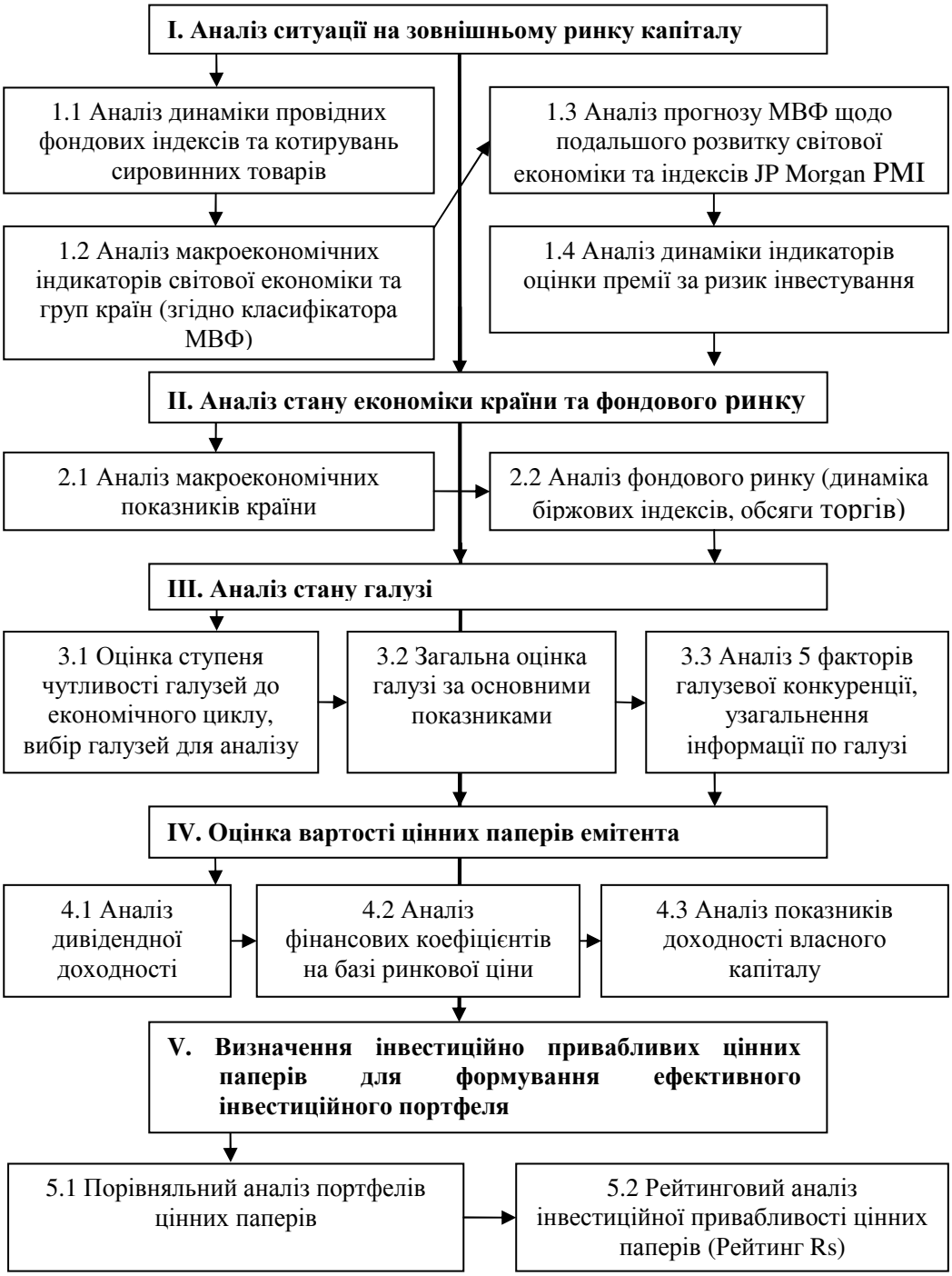

Рис. 1. Етапи аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів

Фундаментальний аналіз розглянуто як самостійний підхід, що застосовується аналітиками та інвесторами на ринку цінних паперів в процесі ухвалення інвестиційних рішень. Він складається з таких ключових стадій: аналіз ситуації на

зовнішньому ринку капіталу, аналіз економічного стану країни, галузевий аналіз та оцінка вартості цінних паперів певного емітента. Основоположний принцип фундаментального аналізу базується на тому, що істинна цінність компанії-емітента може бути зіставлена з його фінансовими характеристиками: перспективами росту, характером ризику та грошовими потоками. Будь-яке відхилення від цієї істинної цінності стає попередженням, що акції такого емітента переоцінені або недооцінені.

Технічний аналіз базується на використанні циклічних та прогнозованих моделей коливання курсів акцій для одержання прибутків від купівлі-продажу акцій. Він ґрунтується на вивченні минулих коливань курсів акцій, на відміну від фундаментальних факторів майбутньої доходності емітента.

У дисертації запропоновано етапи аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів (рис. 1). Сформульовано висновок про те, що аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів полягає у виокремленні недооцінених або помірно оцінених цінних паперів, від володіння якими, як очікується, буде одержано певну вигоду. При цьому пошук оптимального співвідношення ризик-доходність є ключовим інвестиційним завданням.

У розділі 2 "Методичні аспекти визначення інвестиційної привабливості цінних паперів" здійснено фундаментальний аналіз цінних паперів, що охоплює аналіз ситуації на зовнішньому ринку капіталу, аналіз стану вітчизняної економіки та його вплив на динаміку фондового ринку України, загальну оцінку молокопереробної, хлібопекарської, теплової електроенергетичної галузей та аналіз вартості акцій.

Внаслідок рецесії світової економіки та вирівнювання накопичених роками дисбалансів на міжнародних фінансових ринках у 2008 – 2009 роках відбулося суттєве зниження економічної активності, підвищення рівня безробіття, різке зниження цін на нерухомість, зростання кількості банкрутств суб'єктів господарювання, обвал фондових індексів та закриття бірж. Глобальна криза різко вплинула на вітчизняну економіку, результатом чого стало різке погіршення оцінки інвестиційної привабливості України, зростання премії за ризик (CDS) та зниження індексу фондового ринку.

Аналіз стану вітчизняної економіки показав, що каталізатором впливу зовнішніх ризиків на економічне становище стала неефективна економічна політика. Погіршення економічної кон'юнктури в країні та несприятливі умови на світових товарних ринках спричинили істотний тиск на вітчизняний фондовий ринок у 2008 році та залишаються ключовим ризиками у найближчій перспективі. Так, ринкова капіталізація ліквідних цінних паперів (по лістингу ПФТС) станом на кінець 2008 року різко скоротилася до 181,3 млрд. грн. (у 3,2 рази) у порівнянні з піковим 2007 роком. Загальний обсяг торгів у 2009 році фондової біржі ПФТС зменшився в порівнянні з 2008 роком у 4,9 рази – до 7,18 млрд. грн. Обсяг торгів на ПФТС за підсумками 2010 року зріс більше, ніж у 3,9 рази (порівняно із 2009 роком) і становив понад 61,4 млрд. грн. Протягом 2011 року обсяг торгів на ПФТС збільшився в 1,5 рази (порівняно з 2010 роком) і становив 88,86 млрд. грн. Загалом обсяги торгів на фондовій біржі ПФТС 2009 – 2011 років значно знизились у порівнянні з 2007 – 2008 роками (рис. 2).

Аналіз окремих галузей економіки підтвердив, що, незважаючи на світову економічну кризу та різке падіння конкурентоспроможності вітчизняної економіки, залишаються галузі економіки, які володіють високою інвестиційною привабливістю. Перспективнішою для інвестування серед досліджених галузей є теплова електроенергетика з безперечною перевагою – відсутністю конкуренції. Молокопереробна галузь займає посередню позицію, а хлібопекарська галузь є найменш інвестиційно привабливою.

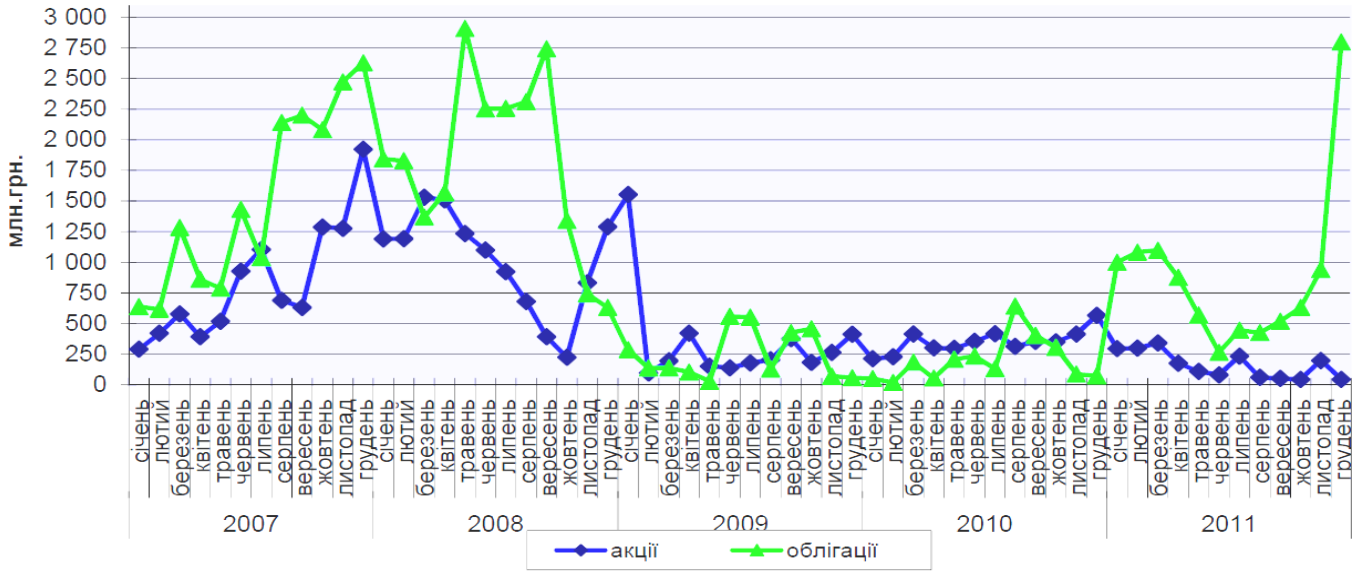

Рис. 2. Обсяги торгів на фондовій біржі ПФТС акціями та облігаціями підприємств і місцевих органів влади у 2007 – 2011 роках

У процесі оцінки систематичного ризику акцій встановлено, що β-коефіцієнт з моделі САРМ є важливим показником для прийняття раціонального інвестиційного рішення. Розрахувати цей коефіцієнт можна за формулою:

$$\beta_i = \frac{\sigma \, \mathrm{P}/P}{\sigma \, \mathrm{I}/I}, \qquad (1)$$

де σ P/P – це відносна зміна ринкової ціни активу за певний інтервал часу;

σ I/I – відповідно відносна зміна за той же період провідного індексу фондового ринку країни.

Однак дослідження засвідчило, що для досягнення збалансованості у співвідношенні ризик-доходність, обов'язково слід урахувати специфічний ризик емітента. Для підвищення якості аналізу результативним є застосування фінансових коефіцієнтів на основі ринкової ціни та коефіцієнтів ефективності управління власним капіталом.

До коефіцієнтів, що показують взаємозв'язок між ринковою ціною акцій емітента та його фінансовими результатами, належать: коефіцієнт "ціна акції / балансова вартість" (P/B); коефіцієнт "ціна акції / базовий прибуток" (P/E); коефіцієнт "ціна акції / обсяг продаж" (P/S); коефіцієнт "ціна акції / грошовий потік" (P/CF). Оцінка використання коефіцієнтів P/B, P/E, P/S та P/CF досліджуваних емітентів у прогнозуванні ринкової доходності акцій свідчить про результативність, але не всіх показників однаковою мірою.

Порівняльний аналіз ринкової доходності акцій за відповідні періоди (табл. 2) зі значеннями фінансових коефіцієнтів на базі ринкової ціни акцій (табл. 1) дав змогу сформулювати висновки стосовно ефективності застосування цих коефіцієнтів. Найтісніший взаємозв'язок між фінансовими результатами емітента та доходністю його акцій демонструє коефіцієнт P/S.

Таблиця 1

Фінансові коефіцієнти на базі ринкової ціни акцій досліджуваних емітентів молокопереробної галузі у 2006 -2010 роках

Рік	ВАТ "Житомирський маслозавод"				ВАТ "Кременчуцький міськмолокозавод"				ВАТ "Шосткінський міськмолкомбінат"			
	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF	P/B	P/E	P/S	P/CF
2006	1,31	4,99	0,43	3,59	1,65	3,96	0,36	284,86	40,31	21,24	1,44	120,00
2007	4,03	16,86	1,19	19,75	2,83	148,05	0,45	37,74	4,33	44,89	1,15	11,69
2008	0,89	3,55	0,26	3,05	3,54	-9,02	0,35	1,07	2,77	-15,07	0,87	463,64
2009	0,93	3,46	0,28	6,74	1,30	3,11	0,22	0,84	1,95	-14,99	0,82	39,20
2010	1,54	7,50	0,38	-48,83	1,15	5,61	0,17	3,98	1,24	-3,41	0,39	2,29

Проведене порівняння значень фінансового коефіцієнта P/CF із коефіцієнтом P/E, а також твердження, що емітент із мінімальним P/CF є оптимальним вибором для фінансової інвестиції серед емітентів галузі, засвідчили низьку ефективність його застосування на практиці. Застосування коефіцієнтів P/B та P/E показують різнобічні результати у різних галузях, тому їх необхідно використовувати як додатковий інструмент оцінки.

Таблиця 2

Ринкова доходність акцій досліджуваних емітентів молокопереробної галузі у 2007 – 2011 роках

Емітент	Ринкова доходність акцій, %				
	2007	2008	2009	2010	2011
ВАТ "Житомирський маслозавод"	269,73	-73,20	30,32	76,91	-42,72
ВАТ "Кременчуцький міськмолокозавод"	73,44	-5,41	-47,62	0,00	0,00
ВАТ "Шосткінський міськмолкомбінат"	14,90	-17,97	-24,19	0,00	0,00
Середньогалузева доходність акцій	119,36	-32,19	-13,83	25,64	-14,24

Порівняльний аналіз показників доходності власного капіталу (ROE, ROA, ROI) із ринковою доходністю акцій досліджуваних емітентів не виявив чітких взаємозв'язків між певним діапазоном значень коефіцієнтів. Встановлено, що цінні папери емітента з позитивними значеннями коефіцієнтів такої групи володіють більшою інвестиційною привабливістю на відміну від акціонерних товариств, що не реінвестують прибутки у власний розвиток.

У розділі 3 "Удосконалення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів в системі управління" на основі порівняльного аналізу портфелів цінних паперів здійснено оцінку їх результативності у періоди росту та спаду вітчизняного фондового ринку, удосконалено методику рейтингового аналізу цінних паперів – розроблено рейтинг інвестиційної привабливості акцій.

Аналіз формування портфеля акцій з використанням інвестиційної стратегії “Акції з низьким співвідношенням ціни до доходу (низький P/E)” продемонстрував її переваги та недоліки. Істотним недоліком цієї стратегії є висока ризиковість порівняно з іншими портфелями в період падіння на фондовому ринку. Ключовою перевагою стратегії є наддоходність в роки зростання фондового ринку. В результаті порівняльного аналізу коефіцієнта P/E та ринкової доходності акцій досліджуваних емітентів не виявлено стійкої залежності між ними. Також встановлено існування ряду аномальних результатів. Зокрема те, що негативне P/E акцій в основному не знижує позитивну ринкову доходність емітентів. Акції з низьким значенням P/E дійсно дають в середньому вищі доходи, але тільки в ті роки, коли фондовий ринок знаходиться на етапі зростання. Загалом інвестиційна стратегія “низький P/E” значно підвищує ризики для інвестора та є недостатньою для прийняття раціональних інвестиційних рішень. Тому формування інвестиційного портфеля на основі врахування тільки специфічного ризику (коефіцієнт P/E) нераціональне.

Дослідження портфелів, сформованих за критерієм “β-коефіцієнт”, що були поділені на дві групи, виявило істотну перевагу – уникнення ризиків та одержання мінімальних збитків у період спаду на фондовому ринку. Портфель акцій з β-коефіцієнтом від 0 до 1 (“Бета 1”) в цілому зазнає збитків вдвічі менше, ніж ринковий портфель, портфель “низький P/E” і портфель з β-коефіцієнтом від 1 до 2 (“Бета 2”). Встановлено, що формування інвестиційного портфеля, базуючись на β-коефіцієнті, результативне лише на етапі спаду фондового ринку.

З використанням індексної моделі CAPM та застосуванням бального методу, розроблено новий інструмент аналізу – рейтинг інвестиційної привабливості акцій:

$$R_S = M_i + I_i \qquad (2)$$

де, R_S – рейтинг інвестиційної привабливості акцій (рейтинг R_S);

M_i – сума балів за ринковим ризиком акцій;

I_i – сума балів за індивідуальним ризиком акцій.

Принцип розрахунку рейтингу побудований на основі бального методу. Його розраховують сумуванням двох ключових ризиків, що впливають на ринкову доходність акції.

Фактор M_i відображає ступінь впливу двох чинників ринкового ризику:

1) β-коефіцієнт акції;
2) галузі емітента на доходність цінного паперу.

Фактор I_i відображає міру впливу 2-х груп чинників індивідуального ризику:

1) коефіцієнти, що показують зв'язок між ринковою ціною емітента та її фінансовими результатами (P/B, P/E, P/S, P/CF);
2) коефіцієнти доходності власного капіталу (ROE, ROA, ROI).

Система балів для двох наведених груп факторів побудована на підставі узагальнених висновків за підсумками аналізу фінансових коефіцієнтів досліджуваних галузей. По кожному з двох факторів формули (2) емітент може одержати бали від 0 до 7. Максимальна кількість балів, яку може набрати компанія-емітент, – 14.

У цій моделі інтегровано способи зниження систематичного та специфічного ризиків окремого емітента, що дозволяє досягнути кращого рівня ринкової доходності. З метою підвищення якості відбору, врахування ризиків, пов’язаних із конкретним

емітентом, в рейтингу R_S застосовано виявлені у процесі дослідження залежності між фінансовими коефіцієнтами та ринковою доходністю акцій компаній.

На основі порівняння значення рейтингу R_S емітента з ринковою доходністю акцій наступного періоду (табл. 3) доведено, що вищий бал, присвоєний емітенту, вказує на вищу інвестиційну привабливість його акцій.

У дослідженні сформовано портфелі акцій згідно з рейтингом інвестиційної привабливості акцій з найбільшим балом, відібравши по одному емітенту з галузі за результатами 2007 – 2010 років.

Таблиця 3

Рейтинг R_S та ринкова доходність досліджуваних емітентів у 2007 – 2011 роках

Емітент	Тікер на ПФТС	2007	2008		2009		2010		2011
		R_S	R_i, %	R_S	R_i, %	R_S	R_i, %	R_S	R_i, %
Молокопереробна галузь									
ВАТ "Житомирський маслозавод"	ZHMZ	5,75	-73,20	11,25	30,32	12	76,91	7,5	-42,72
ВАТ "Кременчуцький міськмолокозавод"	KMLK	11,25	-5,41	6,5	-47,62	12,5	0,00	5,25	0,00
ВАТ "Шосткінський міськмолокомбінат"	SHMK	10,75	-17,97	6	-24,19	9	0,00	12,5	0,00
Хлібопекарська галузь									
ПАТ "Концерн Хлібпром"	HLPR	3,75	-85,88	7	-12,50	9,25	52,38	5,75	42,86
ВАТ "Коровай"	KORV	12	-90,05	10	-39,05	13,5	722,58	4,25	-94,12
ВАТ "Кримхліб"	KRHLB	12,25	38,94	5,75	38,41	11,25	24,75	10,75	-19,85
Теплова електроенергетична галузь									
ВАТ "Центренерго"	CEEN	3,75	-78,66	8,5	64,64	7,25	38,50	11	-34,30
ВАТ "Західенерго"	ZAEN	10	-26,57	6	-25,35	9,25	69,38	5,75	-56,00
ВАТ "Дніпроенерго"	DNEN	4,5	-78,22	8	24,97	7,75	53,20	10	-39,09

За підсумками 2008 року портфель "Рейтинг R_S" здобув кращий результат (рис. 3). В умовах падіння фондового ринку вдалось максимально уникнути збитків (-1,87%). За допомогою рейтингу інвестиційної привабливості акцій сформовано ефективний портфель цінних паперів, який дозволив мінімізувати ризики інвестування у збиткові акції. Результати портфеля у 2009 році також ефективні. Досліджуваний портфель розділив 3-е місце із портфелем "низький P/E у галузях". У цьому випадку абсолютно різні за підходами інвестиційні стратегії обрали однакових емітентів. Загалом портфель "Рейтинг R_S" у цьому періоді дозволив об'єднати оптимальні акції емітентів з погляду системного ризику та водночас включити до портфеля акції із вищою доходністю (портфель "низький P/E"). Ефективність інвестиційного портфеля, сформованого за допомогою рейтингу R_S у 2010 році, теж висока. Портфель "Рейтинг R_S" 2010 рік завершив з доходністю 263,99%, що є другим результатом після портфеля з компаній хлібопекарської галузі (264,19%). Різниця між портфелем-лідером та досліджуваним портфелем незначна. Згідно ринкової доходності у 2011 році портфель "Рейтинг R_s" розділив друге місце разом із портфелем "Бета 1". У період спаду фондового ринку (індекс ПФТС знизився на 45,19%) отримано в 2,5 рази меншу збитковість (18,05%). Припинення котирування акцій ВАТ "Шосткінський міськмолокомбінат" на фондовій біржі не дозволило одержати додаткову позитивну доходність або знизити збитковість.

Портфель, сформований за допомогою рейтингу інвестиційної привабливості акцій, чотири роки поспіль показував ефективні результати. Загалом запропонована методика аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів із застосуванням рейтингу інвестиційної привабливості акцій в період із 2007 по 2011 роки довела його ефективність у прийнятті раціональних інвестиційних рішень та формуванні оптимального портфеля цінних паперів.

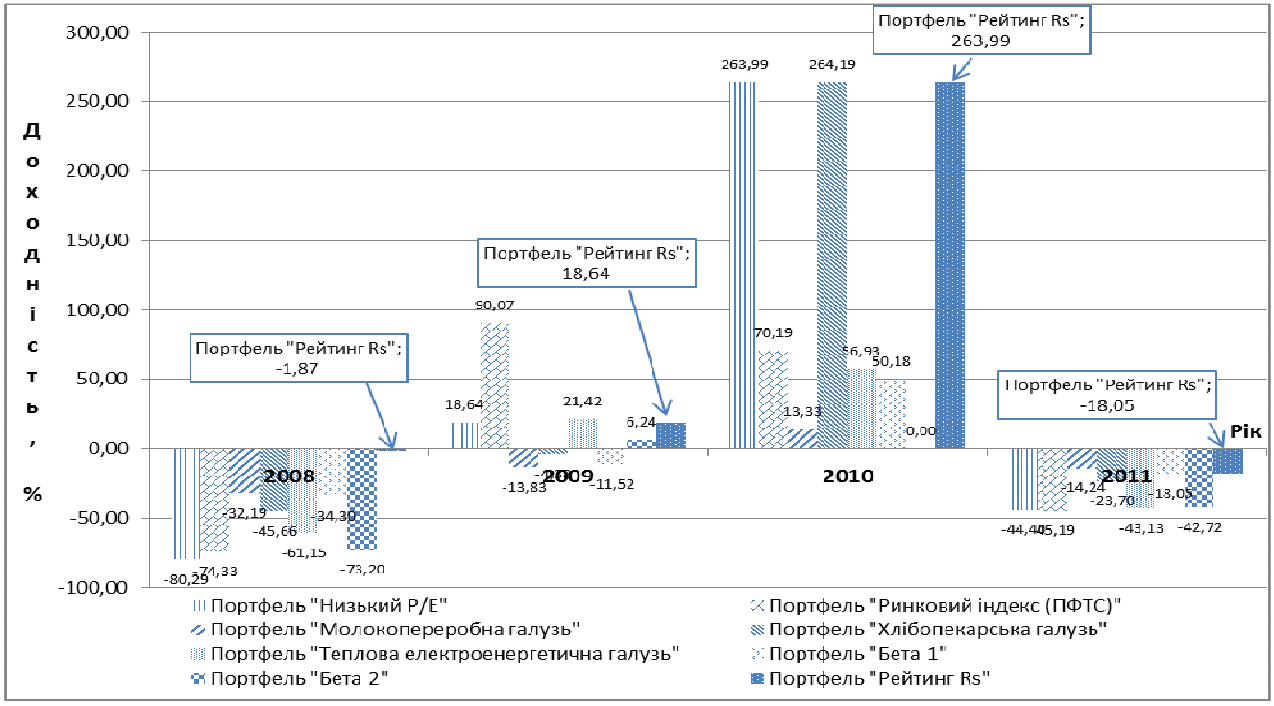

Рис. 3. Доходність портфеля “R_S”та інших портфелів у 2008 – 2011 роках

У портфелях, сформованих за допомогою рейтингу інвестиційної привабливості акцій, вдалося відібрати акції кращих емітентів з погляду системного ризику, що показало його перевагу в доходності порівняно з портфелями “Бета 1” та “Бета 2”. Водночас у ці портфелі потрапили акції емітентів із високою ринковою доходністю. Результативність портфелів, сформованих за запропонованою методикою, підтверджується як у періоди спаду, так і зростання фондового ринку.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення й отримано нове вирішення науково-практичних проблем із удосконалення аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів. Сформовано ряд висновків концептуально-теоретичного, методичного та науково-практичного характеру:

1. Інвестиційна привабливість цінного паперу для інвестора полягає в очікуванні отримати від вкладення прийнятний рівень доходності при максимальному зниженні ризиків. В процесі прийняття управлінських рішень стосовно фінансових інвестицій аналіз цінних паперів відіграє визначальну роль. Для оцінки ринкової вартості емітента та прогнозування динаміки ціни його цінних паперів використовують фундаментальний і технічний аналіз. Критичний аналіз гіпотези ефективного ринку, теорії випадкових блукань, портфельної теорії, моделі біржових крахів та фрактальної теорії ринку засвідчив, що гіпотеза ефективного

ринку є фундаментальною теорією у світовій економічній думці, прийнятою для пояснення взаємодії інформації та цін на фондовому ринку. А цінова модель ринку капіталу (CAPM) У. Шарпа є основоположною теорією, яка найбільш ефективно описує взаємозалежність величини доходності цінного паперу із ступенем його ринкового ризику.

2. Порівняльний аналіз стратегій інвестування в цінні папери У. Баффета, Б. Грехема, Т. Роу Прайса, Дж. Темплтона та Ф. Фішера виявив, що запропонована Б. Грехемом методика аналізу цінних паперів є ключовою у розробці стратегії інвестування в цінні папери. Вона є методологічною основою для учасників фондового ринку, які розробляють стратегію інвестування в цінні папери, а також здійснюють управління інвестиційним портфелем. Загалом серед досліджених інвестиційних стратегій інвестори для прийняття інвестиційних рішень використовують фундаментальний аналіз.

3. В результаті узагальнення поглядів вчених поняття "інвестиційна привабливість" розглядається як узагальнена характеристика переваг та недоліків об'єкта інвестування, яка дозволяє потенційним інвесторам зробити висновки про необхідність та доцільність вкладення коштів саме в цей об'єкт з позиції взаємозв'язку між доходністю та ризиками інвестування в цінні папери. На основі критичного аналізу праць вчених-економістів щодо трактування сутності поняття "фундаментальний аналіз" запропоновано його уточнення. Під поняттям "фундаментальний аналіз" слід розуміти процес дослідження ключових факторів, що впливають на ринкову вартість цінного паперу з метою встановлення справедливої цінності активу, ризиків інвестування та очікуваної доходності для прийняття раціональних управлінських рішень. Аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів, який заснований на принципах фундаментального аналізу, повинен мати чітке дедуктивне спрямування дослідження – від глобальних оцінок через макрорівень до розгляду на макрорівні цінних паперів окремого емітента.

4. Існує тісний взаємозв'язок між глобальними економічними процесами, економічним розвитком країни, динамікою фондового ринку, галузями економіки та результатами діяльності окремого емітента цінних паперів. Погіршення ліквідності та спад світових фінансових ринків чинить значний негативний вплив на вітчизняну економіку та фондовий ринок зокрема. Динаміка вітчизняного фондового ринку прямо пропорційно залежить від динаміки провідних світових фондових індексів. Порушення стабільності на зовнішніх ринках супроводжується значним спадом вітчизняної економіки та негативною динамікою на фондовому ринку.

5. Дослідження сучасного стану вітчизняної економіки свідчить про її зорієнтованість на стимулювання приватного споживання, відсутність вагомих заходів щодо структурної перебудови та модернізації виробництва, експортоорієнтовану спрямованість розвитку промисловості, що негативно позначається на динаміці показників платіжного балансу, стані валютного ринку, доходах населення. В цілому погіршення макроекономічних індикаторів призводить до зниження інвестиційної привабливості цінних паперів вітчизняних емітентів, які відіграють роль найбільш ефективного та доступного механізму залучення капіталу. У підсумку це знижує рівень передбачуваності макроекономічного середовища для інвесторів, зростання рівня спекуляцій на фондовому ринку, погіршення

конкурентоспроможності та зниження рівня інвестиційної привабливості економіки та вітчизняного фондового ринку зокрема.

6. Порівняльний аналіз динаміки індексів виробництва деяких галузей та вітчизняної промисловості підтвердив значний вплив макроекономічних індикаторів розвитку економіки на стан та перспективи розвитку певної галузі. Виявлено міру чутливості окремих галузей до економічного циклу. Здійснено аналіз вітчизняних молокопереробної, хлібопекарської та теплової електроенергетичної галузей з визначенням основних структурних особливостей, конкурентів та факторів впливу на їхню інвестиційну привабливість. Високим рівнем інвестиційної привабливості володіє теплова електроенергетична галузь, посереднім – молокопереробна, низьким – хлібопекарська. Загалом перспективи розвитку досліджених галузей харчової промисловості визначаються на сьогодні державним регулюванням, що значно впливає на їхню рентабельність та знижує зацікавленість інвесторів в цінних паперах цих емітентів.

7. Оцінка акцій за допомогою β-коефіцієнта з моделі CAPM, незважаючи на ряд недоліків, підтвердила його ефективність як інструмента аналізу для представлення взаємозв'язку між систематичним ризиком та доходністю цінних паперів. При комплексному аналізі акцій 9 емітентів із застосуванням фінансових коефіцієнтів P/B, P/E, P/S та P/CF виявлено, що кожний із них зокрема нездатний об'єктивно визначити реальну вартість цінного паперу. Підтвердженням цього є результати дослідження, які демонструють різноманітність результатів в залежності від аналізованого періоду та галузі. Найефективнішим у визначенні недооцінених акцій на практиці виявився коефіцієнт P/S, однак прийнятної ринкової доходності цінного паперу він не гарантує. Аналіз ефективності управління власним капіталом встановив, що позитивна динаміка значень коефіцієнтів ROA, ROI, ROE емітента вказує на інвестиційну привабливість його акцій на відміну від емітентів, що не реінвестують прибуток у власний розвиток.

8. Аналіз інвестиційних портфелів акцій, сформованих на основі інвестиційної стратегії "низький P/E" виявив, що її перевагою є в середньому вищі доходи, але тільки в періоди зростання на фондовому ринку. До недоліків слід віднести високу збитковість, у порівнянні з іншими портфелями, в період падіння на фондовому ринку. В результаті дослідження встановлено частковий вплив негативного значення коефіцієнта P/E на результати ринкової доходності цінного паперу. Аналіз ефективності запропонованих інвестиційних портфелів "Бета 1" та "Бета 2", сформованих за критерієм β-коефіцієнт виявив кращу результативність портфеля "Бета 1" ($0 > \beta < 1$). Цей портфель дає змогу уникати збитковості у період падіння фондового ринку, але ринкова доходність у періоди зростання фондового ринку є неприйнятною для інвестування. Порівняльний аналіз ринкової доходності інвестиційних портфелів акцій, сформованих із врахуванням лише ринкового або індивідуального ризиків виявив схильність до зростання їхньої збитковості, що стало підтвердженням необхідності їх поєднання. У цілому, дослідження формування інвестиційного портфеля на основі одного коефіцієнта, який уособлює тільки ринковий або індивідуальний ризик, підтвердило неефективність підходу.

9. Для формування ефективного інвестиційного портфеля удосконалено методику рейтингового аналізу цінних паперів. Рекомендовано використовувати

рейтинг інвестиційної привабливості акцій (рейтинг R_s). Рейтинг R_s дає змогу значно знизити систематичний та специфічний ризики інвестування в акції емітента на фондовому ринку та водночас виявити недооцінений ринком цінний папір із ринковою доходністю вище середнього. При порівняльному аналізі доходності інвестиційного портфеля на базі рейтингу R_s із ринковим портфелем (індекс ПФТС), портфелем "низький P/E", портфелями "Бета 1" та "Бета 2" та галузевими портфелями було підтверджено його результативність як у періоди спаду, так і зростання фондового ринку. Доведено, що формування інвестиційного портфеля з використанням запропонованого рейтингу інвестиційної привабливості акцій дає змогу значно підвищити якість інвестиційного портфеля. Загалом рейтинг R_s інтегрував у собі інструменти зниження систематичного та специфічного ризиків окремого емітента, при цьому забезпечуючи інвестору високий рівень ринкової доходності.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Ліхновський П. М. Особливості обліку і аналізу фінансових інвестицій на основі використання П(С)БО 12 / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2002. – Вип. 11, Ч. 2. – С. 16–19 (0,26 д.а.).
2. Ліхновський П. М. Проблемні питання класифікації фінансових інвестицій / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2003. – Вип. 12, Ч. 2. – С. 122–125 (0,24 д.а.).
3. Ліхновський П. М. Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій в облігації / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2004. – Вип. 13, Ч. 2. – С. 144–148 (0,31 д.а.).
4. Ліхновський П. М. Облік фінансових інвестицій за методом участі в капіталі / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільської академії народного господарства. – 2005. – Вип. 14. – С. 155–158 (0,37 д.а.).
5. Ліхновський П. М. Дискусійні питання трактування категорії інвестицій / П. М. Ліхновський // Наукові записки Тернопільського державного економічного університету. – 2006. – Вип. 15. – С. 194–196 (0,38 д.а.).
6. Ліхновський П. М. Практика застосування β-коефіцієнта в аналізі інвестиційної привабливості акцій українських компаній / П. М. Ліхновський // Економічний аналіз. – 2010. – Вип. 7. – С. 195–198 (0,43 д.а.).
7. Ліхновський П. М. Оцінка інвестиційної привабливості акцій на основі коефіцієнта P/B / П. М. Ліхновський // Економічний аналіз. – 2011. – Вип. 8, Ч.1. – С. 435–440 (0,65 д.а.).
8. Ліхновський П. М. Портфель цінних паперів на основі β-коефіцієнта з моделі У. Шарпа: вибір активів та оцінка ефективності / П. М. Ліхновський // Фінансова система України. – 2011. – Вип. 16. – С. 615–624 (0,61 д.а.).
9. Ліхновський П. М. Коефіцієнт P/S як індикатор інвестиційної привабливості акцій / П. М. Ліхновський // Науковий вісник ЧДІЕУ. Серія 1, Економіка. – 2011. – № 2(10). – С. 214–220 (0,56 д.а.).

Опубліковані праці апробаційного характеру:

10. Ліхновський П. М. Особливості обліку фінансових інвестицій за методом участі в капіталі / П. М. Ліхновський // Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть: тези доп. Міжнар. наук.-теор. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених., (Тернопіль, 12 берез. 2004 р.) / відп. за вип. Олексюк. О. С.– Тернопіль: ТІЕП, – 2004. – С. 94–95 (0,09 д.а.).
11. Ліхновський П. М. Проблемні питання аналізу фінансових інвестицій за допомогою комп'ютерної техніки / П. М. Ліхновський // Матеріли III всеукраїнської наукової конференції з фінансового аналізу студентів та аспірантів, (Львів, 19 – 21 квіт. 2004 р) / відп. за вип. Кінаш О.М. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, ЛБІ НБУ, – 2004. – С. 153–155 (0,12 д.а.).
12. Ліхновський П. М. Інтегральний аналіз інвестиційних якостей фінансових інструментів фондового ринку / П. М. Ліхновський // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: зб. тез доп. Другої міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених, (Тернопіль, 24 – 25 лютого 2005 року) Ч. 2. / відп. за вип. к.е.н. Монастирський Г. Л., – Тернопіль:ТАНГ, – 2005. – С. 372–374 (0,12 д.а.).
13. Ліхновський П М. Особливості аналізу фінансових інвестицій в сучасних умовах / П. М Ліхновський // Актуальні проблеми економічного аналізу: матеріали круглого столу (м. Тернопіль, 19 черв. 2007 р.) / відп. за вип. д.е.н, проф. Шкарабан С. І. – Тернопіль: ТНЕУ, – 2007. – С. 40–42 (0,18 д.а.).
14. Ліхновський П. М. Проблемні питання практики застосування коефіцієнта P/E в оцінці акцій компаній / П. М. Ліхновський // Важелі і механізми формування сталого розвитку економіки в умовах світової глобалізації: зб. тез доп. міжнар. наук.-практ. Інтернет-конф., (Тернопіль, 09 – 10 груд. 2010 р.) Ч. 1. / відп. за вип. к.е.н. Сава А. П. – Тернопіль: Тернопільський інститут АПВ НААН, – 2010. – С. 355–356 (0,14 д.а.).
15. Ліхновський П. М. Індекс інвестиційної привабливості акцій як інструмент підвищення відбору недооцінених цінних паперів / С. І. Шкарабан, П. М. Ліхновський // Формування та розвиток економіки в сучасних умовах господарювання: зб. тез доп. Всеукр. наук.-практ. інтернет-конфер., (Луцьк, 23 – 24 грудня 2010 р.). – Луцьк: ВІЕМ, – 2011. – С. 167–169 (0,12 д.а.). (Особистий внесок автора 0,08 д. а. Автор запропонував модель індекса інвестиційної привабливості акцій).
16. Ліхновський П. М. Дискусійні питання трактування сутності поняття "фундаментальний аналіз" / П. М. Ліхновський // Імперативи розвитку України в умовах глобалізації: міжнар. наук.-практ. конф. (м. Чернігів, 13-14 травня 2011 р.): мат. доп. та вист. – Чернігів: ЧДІЕУ, – 2011. – С. 141–142 (0,14 д.а.).
17. Ліхновський П. М. Порівняльний аналіз стратегій інвестування на фондовому ринку / П. М. Ліхновський // Актуальні проблеми розвитку національної економіки України: мат. міжнар. наук. студ.-аспір. конф., (Львів, 13-14 травня 2011 р.) – Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2011. – С. 302–303 (0,17 д.а.).

АНОТАЦІЯ

Ліхновський П. М. Аналіз інвестиційної привабливості цінних паперів. – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.09 – бухгалтерський облік, аналіз та аудит. – Тернопільський національний економічний університет Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України, Тернопіль, 2012.

У дисертації проведено дослідження теорії та практики аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів. З'ясовано сутність та розглянуто роль фундаментального аналізу як інструментарію для оцінки та виявлення недооцінених цінних паперів.

Проаналізовано ситуацію на зовнішньому ринку капіталу, визначено його вплив на динаміку українського фондового ринку. Оцінено макроекономічний стан та здійснено аналіз інвестиційної привабливості галузей вітчизняної економіки. Проведено оцінку вартості акцій за допомогою фінансових коефіцієнтів.

Сформовано інвестиційні портфелі цінних паперів та дано оцінку їх ефективності на основі кількох інвестиційних стратегій. Розроблено рейтинг інвестиційної привабливості акцій, який дає змогу значно знизити систематичний та специфічний ризики акцій емітента, та водночас виявити недооцінений ринком цінний папір із ринковою доходністю вище середнього.

Ключові слова: інвестиційна привабливість, цінні папери, фундаментальний аналіз, справедлива вартість, інвестиційний портфель, ринковий ризик, β-коефіцієнт, специфічний ризик, доходність цінного паперу, фінансові коефіцієнти.

АННОТАЦИЯ

Лихновский П. М. Анализ инвестиционной привлекательности ценных бумаг. – На правах рукописи.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.09 – бухгалтерский учет, анализ и аудит. – Тернопольский национальный экономический университет Министерства образования и науки, молодежи и спорта Украины, Тернополь, 2012.

В диссертации проведено исследование теории и практики анализа инвестиционной привлекательности ценных бумаг. Выяснены сущность и рассмотрена роль фундаментального анализа в качестве инструментария для оценки и выявления недооцененных ценных бумаг.

Проанализирована ситуация на внешнем рынке капитала, его влияние на динамику украинского фондового рынка. Оценено макроэкономическое состояние и осуществлен анализ инвестиционной привлекательности отраслей отечественной экономики. Проведена оценка стоимости акций с помощью финансовых коэффициентов.

Сформировано инвестиционные портфели ценных бумаг и дана оценка их эффективности на основе нескольких инвестиционных стратегий. Разработан рейтинг инвестиционной привлекательности акций. Рейтинг позволяет значительно

снизить систематический и специфический риски инвестирования в акции, установить недооценённая ли рынком ценная бумага, владеющая рыночной доходностью выше среднего.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, ценные бумаги, фундаментальный анализ, справедливая стоимость, инвестиционный портфель, рыночный риск, β-коэффициент, специфический риск, доходность ценной бумаги, финансовые коэффициенты.

ANNOTATION

Likhnovskyy P. M. Analysis of investment attractiveness of securities. – Manuscript.

Thesis for candidate degree in economic sciences, specialty 08.00.09 – accounting, analysis and audit. – Ternopil National Economic University, the Ministry of Education and Science, Youth and Sports of Ukraine, Ternopil, 2012.

The thesis with the theory and practice of analysis of investment attractiveness of securities. The conceptual approaches to the evaluation of securities are considered. The strategies of investment are examined. The fundamental analysis of securities is determined as a basic approach in developing and improving of the method of analysis of securities. It has been defined that the capital market pricing model (CAPM) is a key theory that effectively evaluates the interdependence between the return value of the security and the degree of risk of investment in the security. The coefficient β from this model, despite several disadvantages, is a convenient tool for representation of interconnection between systematic risk and yield of securities.

The comparative analysis of investment strategies in securities of W. Buffett, B. Graham, T. Rowe Price, John Templeton and F. Fisher found that B. Graham's method of analysis securities is crucial in the development strategy of investing in securities. Based on critical analysis the works of economists to interpretation of the essence the definition of "fundamental analysis" its clarification is offered. The term "fundamental analysis" means the process of investigation of key factors influencing the market value of securities for the purpose of determining the fair value of the asset investment risk and expected return for making rational decisions. Investment analysis of securities based on the principles of fundamental analysis, should have a clear direction deductive research - from global ratings by macro level to be considered at the micro level of securities of certain issuers.

It is proved that there is a close correlation between global economic processes, economic development, dynamic of stock market, sectors and individual issuers of securities. The deterioration of liquidity and decline in global financial markets have the significant negative impact on the domestic economy and the stock market in particular. The dynamics of the stock market is positively related to the dynamics of the world's leading stock index. Violation of stability in foreign markets shows a significant decline in the domestic economy and negative dynamics of the stock market. Cconducted industry analysis confirmed a significant effect on the dynamics of economic development status of a particular industry. The degree of sensitivity of some sectors of the domestic economy to the economic cycle revealed. In the context of the study analyzed the local dairy, baking and thermal electricity sectors key structural features of competitors and factors

influencing their investment attractiveness a defined. High level of investment attractiveness has a thermal electric power industry, mediocre - dairy, low - bakery.

Rating actions by β-factor model of CAPM, despite several shortcomings, proved its effectiveness as a tool of analysis to represent the relationship between systematic risk and yield securities. In complex analysis of nine shares of issuers with the use of financial ratios P/B, P/E, P/S and P/CF revealed that each of them in particular is unable to determine the real value of a security. This is confirmed by results of studies that demonstrate the variety of results depending on the analyzed period and area. Most effective in identifying undervalued stocks in practice was the coefficient of P/S, but a reasonable market return on a security it does not guarantee. Analysis of the effectiveness of equity found that positive trend coefficients ROA, ROI, ROE indicates the issuer's investment attractiveness of its shares as opposed to issuers that do not reinvest profits in their own development.

Analysis of the investment portfolios of shares, formed on the basis of the investment strategy of "low P / E" found that its benefit is on average higher incomes, but only during periods of growth in the stock market. The disadvantages include high losses, compared to other portfolios during the period of falling stock market. As a result, the study found only a partial effect of the negative coefficient of P / E on the results of market yield securities. The study of the effectiveness of the proposed investment portfolios "Beta 1" and "Beta 2", formed by β-coefficient criterion stated that the villages scores in portfolio "Beta 1" ($0 > \beta < 1$). This portfolio allows you to avoid losses during the stock market but the market rate of return in periods of stock market growth is not acceptable for investment. Comparative analysis of market return investment portfolios of shares, taking into account prevailing market or just a personal risk revealed a tendency to increase their loss, which was a proof of their combination. Overall, the study of investment portfolio based on one factor, which represents only the market or individual risk approach proved ineffective. To develop a viable portfolio first proposed rating of investment attractiveness of stocks (Rating Rs). Rating Rs you can significantly reduce the systematic and specific risks of investing in shares of the issuer in the stock market, and also to identify undervalued securities market with market yields above average. A comparative analysis of return on a portfolio of Rs rating market portfolio (PFTS), a portfolio of "low P/E" portfolios "Beta 1" and "Beta 2" and industry portfolios confirmed its effectiveness as in both periods of recession and increase in the stock market. It is shown that the formation of an investment portfolio using the proposed rating of investment attractiveness of the shares makes it possible to enhance the quality of the investment portfolio. Overall Rating Rs integrated into a tool for reducing systematic and specific risks of individual issuers, while providing investors high yield market.

Keywords: investment attractiveness, securities, fundamental analysis, fair value, investment portfolio, market risk, the β-coefficient, specific risk, yield, financial ratios.

Підписано до друку 20.09.2012 р.
Формат 60х90/16. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублікаторі.
Умов. друк. арк. 1,0 Зам. № А020-12. Тираж 130 прим.

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.

Віддруковано у видавництві "Економічна думка ТНЕУ"
46020 Тернопіль, вул. Львівська, 11
тел. (0352) 47-58-72