

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

ДУБОВИК АЛІНА ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК 336.761(043.3)

ІНСТРУМЕНТИ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ ЗА ІНДИКАТОРАМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук



Суми – 2011

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Харківському національному економічному університеті Міністерства освіти, науки, молоді та спорту України.

Науковий керівник – доктор економічних наук, професор
Внукова Наталія Миколаївна,
Харківський національний
економічний університет
Міністерства освіти, науки,
молоді та спорту України,
завідувач кафедри управління
фінансовими послугами

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Школьник Інна Олександрівна,
Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”,
професор кафедри фінансів;
кандидат економічних наук, доцент
Пантелєєв Віталій Павлович,
Харківський національний університет
імені В.Н. Каразіна,
доцент кафедри фінансів та кредиту

Захист дисертації відбудеться “25” березня 2011 р. о 13.00 на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий “24” лютого 2011 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

І.М. Бурденко

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. Активізація євроінтеграційних процесів обумовлює необхідність розвитку методології оцінки вартості бізнесу та корпоративних прав відповідно до стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні з метою забезпечення відкритості, прозорості та порівняння показників фінансової звітності суб'єктів господарювання.

У процесі реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку України повинні бути розроблені методичні рекомендації щодо впровадження механізму оцінки ефективності управління акціонерними товариствами за показниками їх капіталізації на фондових біржах. Пріоритетним завданням Проекту Стратегії розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року є посилення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових установ шляхом підвищення рівня їх капіталізації. Зазначене свідчить про зростання актуальності застосування методів оцінки вартості бізнесу з використанням індикаторів ринку цінних паперів, тобто методів порівняльного підходу.

Можливість реалізації ринкових методів оцінки бізнесу забезпечується схваленням Кабінетом Міністрів України Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, що передбачає якісні зміни, спрямовані на підвищення ємності, капіталізації та ліквідності ринків капіталу. Стратегія впровадження фінансових інструментів до 2020 року, розроблена на замовлення Державного агентства України з інвестицій та інновацій, спрямована на створення в Україні дієвої системи цінних паперів та фінансових інструментів, яка відповідатиме міжнародним стандартам та положенням Директив Європейського Союзу з питань ринків фінансових інструментів.

Наукові дослідження з питань ціноутворення на ринку капіталу та аналізу цінних паперів, а також використання інформації фондового ринку для оцінки вартості бізнесу знайшли відображення у працях багатьох закордонних та українських науковців – У.Ф. Шарпа, А. Дамодарана, Я. Маркуса, Н.П. Лебідь, І.О. Школьник, Н.М. Внукової, А.О. Єпіфанова, О.М. Костюка, О.М. Теліженка, В.П. Пантелеєва, О.Г. Мендрула, Н.А. Щербакової та ін.

Аналіз сучасних досліджень оцінки бізнесу з використанням інформації ринку цінних паперів дозволив виокремити невирішені питання: неоднозначність у трактуванні принципів оцінки бізнесу; недосконалість законодавчого обґрунтування об'єктів оцінки; необґрунтованість підходів до відбору об'єктів-аналогів у методах оцінки порівняльним підходом, відсутність теоретичного обґрунтування застосування окремих цінних мультиплікаторів, що призводить до відхилень вартості бізнесу. Існуючі методики експрес-оцінки бізнесу характеризуються вузькою специфікою для конкретних галузей, обмежені у використанні для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу.

Вищевикладене обумовило вибір теми дисертаційної роботи, визначило мету, завдання та зміст дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження відповідає державним пріоритетним напрямкам розвитку фондового ринку України, затвердженим програмами, стратегіями та концепціями Кабінету Міністрів України і Державного агентства України з інвестицій та інновацій (довідка Харківського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (ДКЦПФРУ) від 26.01.2010 № 165), а також стратегічним питанням розвитку сфери корпоративного управління (довідка регіонального відділення Фонду державного майна України по Харківській області від 31.12.2009 № 01-11546). Окремі положення дисертації увійшли в ініціативні та держбюджетні науково-дослідницькі роботи Харківського національного економічного університету: «Фінансові послуги у забезпеченні становлення кластерних ініціатив транскордонного співробітництва» (номер державної реєстрації 0109U001221); «Сучасні проблеми та перспективи розвитку ринку фінансових послуг» (номер державної реєстрації 0109U007023). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо відходу від галузевого критерію при виборі об'єктів-аналогів у методах порівняльного підходу до оцінки бізнесу; запропоновано науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу та на його основі скорингу акцій.

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є розвиток теоретичних підходів та науково-методичного забезпечення, а також розробка практичних рекомендацій щодо оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів. Для досягнення визначеної мети були поставлені такі завдання:

- визначити теоретичні аспекти та методологічні основи процесу оцінки вартості бізнесу;
- обґрунтувати вибір підходу до оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень;
- проаналізувати цінові мультиплікатори як основні інструменти порівняльного підходу до оцінки бізнесу та класифікувати їх за визначеними критеріями;
- визначити основні індикатори ринку цінних паперів, що використовуються в оцінці бізнесу, та їх взаємозв'язок з інструментами оцінки вартості бізнесу;
- встановити значимість впливу критерію галузевої приналежності на розподіл значень цінових мультиплікаторів при реалізації порівняльного підходу до оцінки бізнесу;
- обґрунтувати вибір ключового цінового мультиплікатора, який найбільш прийнятний для оцінки бізнесу на ринку цінних паперів України;
- сформулювати систему якісних і кількісних показників для побудови науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі розрахунку ключового цінового мультиплікатора для визначених груп підприємств-емітентів;
- розробити науково-методичне забезпечення для експрес-оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором та обґрунтувати можливість та ефективність його застосування;
- обґрунтувати науково-методичне забезпечення для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу на основі методики експрес-оцінки бізнесу.

Об'єкт дослідження – процеси оцінки бізнесу для прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів.

Предмет дослідження – методичне забезпечення, інструменти оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів.

Методи дослідження. Для вирішення поставлених завдань були використані наступні методи: системного та структурного аналізу (для визначення взаємозв'язку об'єктів оцінки, побудови класифікаційної системи цінних мультиплікаторів, відбору коефіцієнтів фінансово-економічного стану для формування переліку кількісних показників методики експрес-оцінки бізнесу, розробки алгоритму оцінки бізнесу за ключовим цінним мультиплікатором та алгоритму скорингу акцій за результатами експрес-оцінки бізнесу); аналізу ієрархій (для обґрунтування доцільності орієнтації оціночних процедур з метою прийняття інвестиційних рішень на методи порівняльного підходу); дисперсійного аналізу (непараметричний ранговий критерій Краскела та Уолліса) та кластерного аналізу (агломеративно-ієрархічний і метод К-середніх) для перевірки гіпотези значущості впливу критерію галузевої приналежності на розподіл значень цінних мультиплікаторів; кореляційного аналізу (для вибору ключового цінного мультиплікатора та формування системи кількісних і якісних показників методики експрес-оцінки бізнесу); багатофакторного регресійного аналізу (для побудови моделей експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінного мультиплікатора); SWOT-аналізу (для обґрунтування ефективності розробки науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу; математичної статистики (для розроблення способу шкального виміру рівня переоцінки або недооцінки бізнесу та прийняття інвестиційних рішень на ринку цінних паперів).

Наукова новизна одержаних результатів полягає в науковому обґрунтуванні, удосконаленні і розвитку теоретичних підходів та розробці практичних рекомендацій щодо оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів, а саме:

вперше:

- розроблено науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі розрахунку справедливої величини ключового цінного мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів), яке характеризується універсальністю, оскільки спрямоване на оцінку бізнесу як об'єкта інвестування без урахування галузевої приналежності та надає можливості не лише відбору й оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених активів;
- запропоновано науково-методичний підхід до відбору у процесі оцінки бізнесу об'єктів-аналогів, що робиться на основі двох критеріїв: показника чистого оборотного капіталу та коефіцієнта фінансування без урахування галузевої приналежності об'єкта оцінки, що дозволяє оцінювати бізнес як з позиції об'єкта інвестування, так і на основі критерію галузевої приналежності емітента;

удосконалено:

- систему показників оцінки бізнесу підприємств-емітентів для розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора за критеріями мінімізації фінансових, матеріальних, трудових та ресурсів часу для реалізації процесу оцінки та підвищення оперативності визначення вартості бізнесу;
- методичний підхід до відбору об'єктів інвестування на ринку капіталу на основі побудови шкального виміру відхилення ринкової та справедливої величини ключового цінового мультиплікатора для ідентифікації переоцінених і недооцінених акцій та прийняття інвестиційного рішення з купівлі-продажу-утримання акцій на етапі формування, оперативного моніторингу та управління вартістю портфеля цінних паперів, що на відміну від існуючих методик дає можливість кількісно оцінити величину переоцінки чи недооцінки бізнесу;

набули подальшого розвитку:

- економічний зміст поняття «інструменти оцінки бізнесу» як засобів перетворення вихідної інформації про фінансово-господарський стан підприємства (активи, зобов'язання, доходи, витрати, показники фінансового аналізу, ціна акцій підприємства на фондовому ринку тощо) за допомогою певних оціночних процедур (дисконтування, капіталізація, індексація, порівняння та ін.) у вартість бізнесу;
- обґрунтування взаємозв'язку інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів через цінові мультиплікатори, що виступають у двох формах (з одного боку – як інструменти методів порівняльного підходу до оцінки бізнесу, з іншого – як відносні показники капіталізації, що є індикаторами ринку цінних паперів).

Практичне значення одержаних результатів полягає у створенні та реалізації науково-методичного забезпечення оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів, що може застосовуватись не лише для оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів інвестування. Результати експрес-оцінки бізнесу можуть бути використані у роботі ДКЦПФРУ – для оцінки розвитку фондового ринку та рівня капіталізації підприємств-емітентів; потенційними інвесторами – для реалізації інвестиційного процесу на етапі формування, поточного моніторингу, управління вартістю портфеля цінних паперів.

Практична значимість та можливість застосування суб'єктами оціночної діяльності запропонованої в дисертації методики експрес-оцінки бізнесу підтверджена всеукраїнськими саморегулювальними організаціями оцінювачів: «Українське товариство оцінювачів» (висновок Ради ХТВ УТО від 07.12.2009), «Асоціація фахівців оцінки» (протокол № 2 засідання учбово-методичного комітету АФО від 27.10.2009) та «Спілка оцінювачів України» (висновок Експертної ради від 03.12.2009). Результати визначення ключового цінового мультиплікатора та дослідження впливу галузевого критерію на розподіл емітентів фондового ринку України за показниками їх цінових мультиплікаторів впроваджені

у діяльність ПП ТОВ «Бюро Верітас Україна» (акт від 25.03.2009). Розроблена методика експрес-оцінки бізнесу впроваджена у діяльність суб'єктів оціночної діяльності: Харківської товарної біржі (акт від 04.09.2009), ПП «Академія оцінки і права» (акт від 09.09.2009), ТОВ «Консалтингова група «Сван-Консалтинг» (акт від 05.10.2009).

Можливість застосування та практична значимість науково-методичного підходу до відбору об'єктів інвестування на ринку капіталу апробована у ТОВ «Фондова компанія «Івеста» (довідка від 16.09.2009 № 39/03) та ТОВ «Інвестиційна компанія «Бест Селлер» (довідка від 22.10.2009 № 11-45).

Матеріали та результати дисертаційної роботи були використані для вдосконалення теоретико-методичного забезпечення навчального процесу в Харківському національному економічному університеті з дисциплін «Фінансовий ринок» (довідка від 27.11.2009) і «Ринок фінансових послуг» (довідка від 25.11.2009).

Особистий внесок здобувача. Усі положення дисертації, винесені на захист, отримані здобувачем особисто. У працях, опублікованих у співавторстві, особистий внесок здобувача полягає у дослідженні методологічного апарату, уточненні складу принципів оцінки бізнесу, визначенні найбільш поширених цінкових мультиплікаторів та розробці їх класифікаційної системи, доведенні відсутності впливу критерію галузевої приналежності на розподіл цінкових мультиплікаторів [1]; розробці методичного забезпечення процесу вибору акцій для формування інвестиційного портфеля на основі інструментів оцінки бізнесу – шкали прийняття інвестиційних рішень купівлі-продажу-утримання акцій [18].

Апробація результатів дослідження. Основні положення і висновки дисертаційної роботи доповідались, обговорювались і отримали позитивну оцінку на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях і семінарах, а саме: на Всеукраїнській міжвузівській науковій студентській конференції «Україна на шляху інтеграції у світовий фінансовий простір» до 100-річчя заснування кафедри фінансів КНЕУ (Київ, 2007); II Міжнародній науково-практичній конференції «Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки» (Сімферополь, 2008); II Міжнародній науково-практичній конференції «Становлення сучасної науки – 2008» (Дніпропетровськ, 2008); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Розвиток наукової думки – 2008» (Миколаїв, 2008); Першій всеукраїнській науково-практичній конференції «Сучасні проблеми фінансового моніторингу» (Харків, 2008); Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених та студентів «Глобалізаційно-інтеграційні процеси соціально-економічного розвитку країни» (Харків, 2009); IV Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (Суми, 2009); III Міжнародній науково-практичній конференції «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки» (Тернопіль, 2009); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Управління фінансами в умовах вступу до СОТ», присвяченій 15-річчю фінансового факультету ХНЕУ (Харків, 2009); XII Всеукраїнській

науково-практичній конференції «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України» (Суми, 2009).

Публікації. Результати дисертації відображено у 21 науковій праці, у тому числі один підрозділ опубліковано у колективній монографії, 7 робіт опубліковано в наукових журналах і збірниках наукових праць, визнаних ВАК України фаховими з економіки, 13 публікацій, що додатково відображають наукові результати. Загальний обсяг опублікованих робіт складає 16,57 друк. арк., з них особисто автору належить 5,79 друк. арк.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 302 найменувань (на 34 сторінках) та 21 додатка (на 203 сторінках). Повний обсяг дисертації становить 407 сторінок машинописного тексту у двох томах (1 том – 204 сторінки, 2 том – додатки на 203 сторінках) та містить 42 таблиці (з них 8 займають окремі сторінки) та 16 рисунків. Обсяг основного тексту – 170 сторінок.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі «Теоретичні аспекти визначення інструментів оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів» розглядається поняття «інструменти оцінки бізнесу» та виділено ті інструменти, що базуються на застосуванні індикаторів ринку цінних паперів; обґрунтовано необхідність розробки науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу для подолання перешкод застосування вартісних критеріїв прийняття інвестиційних рішень самостійно інвесторами.

В українській та закордонній літературі з оціночної діяльності виділяють серед інших такі поняття: «оцінка бізнесу», «оцінка вартості підприємства», «оцінка цілісного майнового комплексу», «оцінка власного капіталу підприємства», «оцінка інвестованого капіталу підприємства», при цьому особливості застосування кожного з них не обґрунтовуються. За результатами аналізу законодавчо затверджених визначень цих понять зроблено висновок, що поняття «підприємство» як об'єкт оцінки має більший об'єм, ніж поняття «бізнес», оскільки до підприємств належать суб'єкти господарювання, які займаються як комерційною, так і некомерційною діяльністю, а бізнес, відповідаючи поняттю «підприємництво», направлений лише на отримання прибутку.

Суб'єктів фінансових відносин, зацікавлених у результатах оцінки вартості бізнесу, поділено на чотири групи: 1) підприємство-емітент (у результатах оцінки можуть бути зацікавлені як акціонери, так і керівництво товариства, причому з різною метою); 2) органи державного управління (регулятором майнових відносин об'єктів державної власності є Фонд Державного майна України, комунальної власності – обласні та міські управління. Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» затверджені випадки обов'язкового проведення оцінки майна); 3) інвестори (можуть виступати компанії з управління активами, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, інші підприємства, зацікавлені в розширенні бізнесу, приватні

інвестори); 4) фінансові установи за виключенням інвесторів (банки, кредитні спілки, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії).

Для вирішення проблем інвесторів, пов'язаних із обмеженістю самостійного застосування вартісних критеріїв для прийняття інвестиційних рішень, необхідно є розробка науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу, що є придатним для самостійного застосування інвесторами та направлене на скорочення матеріальних, фінансових, трудових та ресурсів часу для проведення оцінки незалежними експертами.

Для можливості розробки науково-методичного забезпечення експрес-оцінювання бізнесу запропоновано склад принципів, на яких повинна ґрунтуватися методика експрес-оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів: принцип відповідності фінансово-економічних показників, принцип попиту і пропозиції, принцип доступності інформації, принцип залежності, принцип синергії.

Зазначене науково-методичне забезпечення направлене на оцінку пайових цінних паперів публічних акціонерних товариств (акцій), які котируються на фондових біржах.

Для розробки методики експрес-оцінки бізнесу проведено аналіз основних підходів та методів вартісної оцінки, за результатами якого визначено економічний зміст поняття «інструменти оцінки бізнесу» як засобів перетворення вихідної інформації про фінансово-господарський стан підприємства (активи, зобов'язання, доходи, витрати, показники фінансового аналізу, ціна акцій підприємства на фондовому ринку тощо) за допомогою певних оціночних процедур (дисконтування, капіталізація, індексація, порівняння та ін.) у вартість бізнесу.

Для обґрунтування вибору підходу до оцінки бізнесу, найбільш прийнятнього для використання з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу, було проведено їх ранжування із використанням методу аналізу ієрархій. Значення відношення погодженості дорівнює 8,3 %, що свідчить про достатньо високий рівень погодженості суджень експертів. Обґрунтування проведено за наступними критеріями: 1) часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур; 2) врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно; 3) можливість врахування перспектив розвитку об'єкта оцінки; 4) відображення поточного фінансового стану підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки; 5) обсяг внутрішньої інформації, необхідний для реалізації підходу до оцінки бізнесу.

У табл. 1 надано розрахунок вагомості кожного з аналізованих підходів до оцінки бізнесу з урахуванням цільової направленості результатів оцінки для прийняття інвестиційних рішень.

За результатами табл. 1 зроблено висновок, що з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу найбільш доцільним є застосування порівняльного (ринкового) підходу до оцінки бізнесу.

За результатами досліджень вітчизняних та закордонних науковців виділено наступні найбільш поширені цінові мультиплікатори, що застосовуються для оцінки бізнесу порівняльним підходом: P/S, EV/S, P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/A, P/BV, EV/IC. Запропонована класифікація цінових мультиплі-

каторів побудована за наступними критеріями: часовий період базового показника, вид базового показника, зміст базового показника, джерело інформації, тип цінового показника, вид оцінюваних прав власності, сфера застосування, розрахунок бази мультиплікатора.

Таблиця 1

**Визначення найбільш пріоритетного підходу до оцінки бізнесу
з метою прийняття інвестиційних рішень**

Критерії \ Підходи	1	2	3	4	5	Пріоритетність підходу до оцінки бізнесу за рівнем вагомості
	0,345	0,194	0,300	0,100	0,061	
Доходний	0,207	0,072	0,731	0,143	0,279	0,336
Порівняльний	0,735	0,649	0,188	0,286	0,649	0,504
Майновий	0,058	0,279	0,081	0,571	0,072	0,160

Аналіз теоретичних основ застосування індикаторів ринку цінних паперів дозволив виокремити два підходи до їх визначення: як показників, що характеризують стан фондового ринку в цілому, та показників оцінки цінних паперів окремих підприємств-емітентів. Оскільки оцінка бізнесу характеризується виділенням конкретного об'єкта оцінки з урахуванням його фінансового стану, більш детальний аналіз сконцентровано на індикаторах цінних паперів окремих підприємств-емітентів, за які прийнято цінові мультиплікатори, що виступають у двох формах: з одного боку – як інструменти оцінки вартості бізнесу порівняльним підходом, з іншого – як індикатори ринку цінних паперів.

У другому розділі «Науково-методичне забезпечення експрес-оцінки вартості бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором» спростовано гіпотезу впливу критерію галузевої приналежності на розподіл цінових мультиплікаторів підприємств-емітентів, обґрунтовано доцільність застосування мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів) як ключового при оцінці вартості промислових підприємств; сформовано систему кількісних та якісних показників для розробки методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу. Загальну базу даних для дослідження висунутої гіпотези сформовано із 129 підприємств-емітентів (після виключення об'єктів-викидів з нетиповими значеннями загальна величина вибірки зменшена до 101 підприємства), що є генеральною сукупністю за інформацією фондового ринку України (до аналізованої сукупності включені всі промислові підприємства, за якими є котирування на фондовій біржі ПФТС). Для вирішення поставленого завдання були використані методи дисперсійного аналізу (непараметричний ранговий критерій Краскела та Уолліса), методи кластерного аналізу (агломеративно-ієрархічний та метод К-середніх) та кореляційного аналізу з використанням фіктивних змінних. Оскільки галузева структура аналізованої вибірки складається із 8 галузей виробництва, була прийнята гіпотеза про можливий поділ генеральної сукупності на 8 кластерів. Галузева структура отриманих кластерів надана в табл. 2.

Галузева структура кластерів

Галузь \ Кластери (К)	Кількість підприємств кластера, шт.								Разом за вибіркою
	К1	К2	К3	К4	К5	К6	К7	К8	
Гірничо-збагачувальні комбінати	1	3	–	2	–	–	–	–	6
Машинобудування	2	–	–	11	3	12	–	1	29
Виробництво коксу	–	2	–	1	–	4	–	–	7
Хімічна промисловість	1	1	–	4	–	2	1	–	9
Енергетика	1	–	–	6	2	2	1	9	21
Газопостачання	1	–	1	1	–	6	–	–	9
Металургія	2	2	–	1	1	11	–	–	17
Нафтопереробка	–	1	–	–	–	2	–	–	3
Разом	8	9	1	26	6	39	2	10	101

Кластерний аналіз емітентів показав, що розподіл підприємств-учасників фондового ринку за величинами їх мультиплікаторів не залежить від галузевого критерію, оскільки структура сформованих кластерів не відповідає галузевій структурі аналізованої сукупності підприємств-емітентів. З отриманих результатів можна зробити висновок, що ринкова вартість бізнесу формується під впливом факторів, відмінних від галузевої приналежності.

Результати кореляційного аналізу залежності величин цінних мультиплікаторів від критерію галузевої приналежності дали можливість зробити висновок про наявність слабого впливу аналізованого фактора, а в деяких випадках – практично про його відсутність (значення коефіцієнта кореляції менше 0,1).

Для визначення ключового цінного мультиплікатора та побудови на його основі методики експрес-оцінки бізнесу сукупність емітентів сформована із початкової сукупності (129 підприємств) із урахуванням критерію ліквідності цінних паперів (включено тих емітентів, для яких загальна кількість днів проведення угод купівлі-продажу за аналізований період складає не менше 50 днів). Таким чином, до бази даних увійшли 73 підприємства-емітенти.

Ключовим мультиплікатором, який найкращим чином відображає динаміку вартості промислових підприємств, визначено мультиплікатор EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів), вибір виконано на основі наступних критеріїв: 1) найбільш узгоджені значення мультиплікатора за аналізований період (2007 р. – перше півріччя 2009 р.) – вибіркова сукупність за показником EV/A характеризується найменшим коефіцієнтом варіації; 2) найбільш інформативний показник у порівнянні з іншими цінними мультиплікаторами (у чотирьох з п'яти аналізованих періодах мультиплікатором-репрезентантом став показник EV/A); 3) для мультиплікатора EV/A характерний найтісніший зв'язок з вартісними показниками у порівнянні з іншими мультиплікаторами; 4) відповідність напрямкам реалізації державних програм у сфері корпоративного управління (до групи критеріїв ефективності прийняття

управлінських рішень органами управління об'єкта державної власності, розробленої Фондом державного майна України, включено тенденції зміни вартості активів).

Відбір кількісних та якісних показників для побудови методичного забезпечення оцінки бізнесу за ключовим ціновим мультиплікатором проведено у два етапи. На першому етапі проведений вибір коефіцієнтів, які потенційно можуть бути включені в моделі розрахунку ключового цінового мультиплікатора (фінансові коефіцієнти – за результатами дослідження 10 методик аналізу фінансово-господарського стану підприємства, затверджених міністерствами й відомствами України, якісні показники – за результатами теоретичних досліджень з оцінки бізнесу вітчизняних та закордонних науковців), для цього були висунуті наступні критерії відбору:

1) для кількісних показників: показник має бути присутній більш, ніж в одній з аналізованих методик; розраховується на основі даних Форми 1 (Баланс) і Форми 2 (Звіт про фінансові результати); є відносним або вимірюється в грошовому еквіваленті;

2) для якісних показників: частота згадувань в розглянутих теоретичних дослідженнях з даної теми; інформація для визначення показника повинна міститися в публічному звіті емітента або в базі даних фондової біржі ПФТС.

До складу початкового переліку увійшли 27 коефіцієнтів фінансово-економічного стану підприємства з різних аналітичних груп, та перелік якісних показників, що складається з 15 якісних змінних, які характеризують шість найбільш поширених критеріїв відбору об'єктів порівняння: розмір підприємства, диверсифікація продуктової структури, місцезнаходження, строк економічного життя підприємства, географічна диверсифікованість, якість менеджменту, а також інформація ринку цінних паперів.

У третьому розділі «Розвиток методичного забезпечення оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів» запропоновано експрес-оцінку бізнесу підприємств-емітентів на основі ключового цінового мультиплікатора EV/A ; перевірено можливість застосування розробленого науково-методичного забезпечення шляхом порівняння результатів оцінки бізнесу за розробленою методикою та методом дисконтування грошових потоків; обґрунтовано ефективність застосування розробленого методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу за допомогою методу SWOT-аналізу; розроблено методику скорингу акцій підприємств-емітентів із використанням інструментів оцінки бізнесу.

Для побудови алгоритму експрес-оцінки бізнесу запропоновано для формування груп підприємств-емітентів використання критеріїв виконання нормативних значень показників чистого оборотного капіталу (менше та більше нуля) та коефіцієнта фінансування (менше та більше 1). У результаті цього сформовано 4 групи підприємств-емітентів, для яких побудовано рівняння регресії ключового цінового мультиплікатора EV/A від якісних та кількісних показників (табл. 3).

**Науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу
на основі розрахунку справедливої величини ключового
цінового мультиплікатора EV/A**

Група емітентів	Критерії формування	Модель для розрахунку мультиплікатора EV/A	Фактори моделі
Група 1	ЧОК < 0, Кфін < 1	$EV/A = -0,3781351 + 0,066807 \times X27 + 0,247333 \times P8,$ (R2 = 0,977)	X27 – коефіцієнт оборотності оборотних коштів; P8 – кількість осіб, що володіють 10 % та більше акцій емітента
Група 2	ЧОК > 0, Кфін > 1	$EV/A = 1,48624 - 1,75108 \times X2 + 0,07786 \times X23 - 0,00707 \times P12,$ (R2 = 0,810)	X2 – частка оборотних коштів в активах; X23 – коефіцієнт оборотності власного капіталу; P12 – середня кількість днів за період 6 місяців, в яких були укладені угоди купівлі-продажу за акціями емітента
Група 3	ЧОК < 0, Кфін > 1	$EV/A = 0,377405 + 2,680416 \times X18 + 0,008148 \times P1,$ (R2 = 0,766)	X18 – коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу; P1 – відношення фактичного значення чистого доходу від реалізації продукції за рік до нормативного для великих підприємств
Група 4	ЧОК > 0, Кфін < 1	$EV/A = 2,531461 + 2,034968 \times X20 - 0,185840 \times P6,$ (R2 = 0,700)	X20 – коефіцієнт рентабельності продукції; P6 – період діяльності підприємства від дати державної реєстрації

Основною перевагою запропонованого науково-методичного підходу щодо експрес-оцінки бізнесу підприємств-емітентів є те, що вона ґрунтується на відкритій інформації (регулярній річній звітності та інформації про котирування акцій на фондовій біржі).

Обґрунтування ефективності розробки науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора наведено на рис. 1.

Розроблене науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора дозволяє скоротити витрати часу й фінансових ресурсів на залучення кваліфікованих експертів-оцінювачів, є прийнятним для самостійного застосування інвесторами, на відміну від існуючих методик експрес-оцінки є універсальним, оскільки направлене на оцінку бізнесу з позиції об'єкта інвестування без урахування галузевої приналежності та надає можливості не лише оперативного моніторингу, а й управління вартістю на основі ідентифікації переоцінених і недооцінених об'єктів.

Порівняння результатів розрахунку ринкової вартості за запропонованим підходом та методом дисконтування грошових потоків проведено на базі 10 підприємств-емітентів, акції яких характеризуються найвищою ліквідністю на ринку цінних паперів України (табл. 4).

За результатами порівняння (табл. 4) встановлено, що у 6 підприємств із 10 аналізованих (60 %) отримані результати розрахунків можна вважати узгодженими. Це обумовлено тим, що застосований доходний підхід носить ілюст-

ративний характер, оскільки розрахунки базувались лише на публічно доступній інформації, а на практиці для оцінки бізнесу доходним підходом необхідна велика кількість внутрішньої інформації підприємства.



Рис. 1. Аналіз ефективності науково-методичного забезпечення експрес-оцінки бізнесу

Таблиця 4

Порівняння результатів оцінки вартості бізнесу, отриманої за доходним підходом та розробленим методом експрес-оцінки

Тікер підприємства-емітента	Вартість, отримана за експрес-методикою, тис. грн.	Вартість, отримана доходним підходом, тис. грн.	Відхилення вартості, отриманої за експрес-методикою та доходним підходами, %	Узгодженість результатів оцінки
MMKI	7 757 987	9 208 125	18,7	Узгоджена
PGOK	4 422 885	4 253 218	-3,8	Узгоджена
STIR	1 583 175	2 834 617	79,0	Неузгоджена
DNEN	2 997 353	1 252 715	-58,2	Неузгоджена
DOEN	1 455 878	1 261 138	-13,4	Узгоджена
MZVM	1 192 978	988 331	-17,2	Узгоджена
ZAEN	2 635 188	4 394 846	66,8	Неузгоджена
MSICH	1 628 052	1 567 583	-3,7	Узгоджена
UNAF	5 950 450	9 421 566	58,3	Неузгоджена
AZST	10 924 663	10 764 836	-1,5	Узгоджена

Отримані результати свідчать про можливість застосування розробленого підходу лише на рівні експрес-оцінки для прийняття оперативних інвестиційних рішень.

Для доведення можливості використання експрес-оцінки бізнесу як інструмента формування, оперативного моніторингу та управління вартістю портфеля цінних паперів розроблено методичне забезпечення скорингу акцій.

Розроблена методика містить п'ять рекомендацій із прийняття інвестиційних рішень вибору акцій: «Strong Buy» (SB – Впевнено купувати), «Buy» (B – Купувати під сумнівом), «Hold» (H – Тримати), «Sell» (S – Продавати під сумнівом) та «Strong Sell» (SS – Впевнено продавати). Шкала прийняття інвестиційних рішень розроблена на основі показника відхилення ринкового та справедливого (розрахованого за побудованою методикою експрес-оцінки бізнесу) значення ключового цінового мультиплікатора EV/A .

Аналіз розподілу (значення коефіцієнта асиметрії свідчить про його наближеність до нормального) аналізованої сукупності підприємств-емітентів, очищеної від об'єктів-викидів, за показником відхилення ринкового значення ключового цінового мультиплікатора від справедливої величини, розрахованої за методикою експрес-оцінки бізнесу, дозволив використати правило «трьох сигм» для побудови шкали прийняття інвестиційних рішень (рис. 2).



Рис. 2. Шкала інтервалів відхилення ринкового та справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A

Економічний зміст показника відхилення ринкового та справедливого значень цінового мультиплікатора EV/A полягає у порівнянні оцінки вартості цінних паперів емітента фондовим ринком та їх внутрішньої вартості, розрахованої на базі методів фундаментального аналізу акцій. Тому за точку відліку для побудови інтервалів відхилення було використано абсолютний нуль – в такій ситуації ринкова та справедлива вартість акції є ідентичною. Оскільки розроблювана шкала є симетричною відносно нуля, а кількість необхідних інтервалів дорівнює п'яти (відповідає кількості можливих рекомендацій для прийняття інвестиційного рішення), нульове значення відхилення відповідає центру серединного інтервалу. Числові діапазони кожного з інтервалів надано в табл. 5.

Шкала інтервалів для прийняття інвестиційних рішень

Рекомендація	Діапазон показника відхилення ринкового значення від справедливого значення цінового мультиплікатора EV/A, %
Strong Buy	(-132,72; -79,63]
Buy	(-79,63; -26,54]
Hold	(-26,54; 26,54]
Sell	(26,54; 79,63]
Strong Sell	(79,63; 132,72)

Побудована шкала дає можливість не лише ідентифікації переоцінених та недооцінених об'єктів інвестування, але і є придатною для їх порівняння між собою.

ВИСНОВКИ

Вирішені в дисертаційній роботі завдання спрямовані на наукове обґрунтування й удосконалення теоретичних підходів та розробку практичних рекомендацій щодо науково-методичного забезпечення оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів.

Основні висновки проведеного дослідження полягають у наступному:

1. Визначено ключові поняття, що складають понятійний апарат процесу оцінки: «бізнес», «підприємство», «цілісний майновий комплекс», «власний капітал підприємства», «інвестований капітал підприємства», а також встановлено особливості їх застосування та взаємозв'язки між об'єктами оцінки.

2. Виділено основні перешкоди самостійного застосування інвесторами вартісних критеріїв прийняття інвестиційних рішень (високі фінансові, матеріальні ресурси та витрати часу). Доведено доцільність орієнтації оцінки бізнесу з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу на методи порівняльного (ринкового) підходу з використанням методу аналізу ієрархій з урахуванням визначених критеріїв.

3. Встановлено основні інструменти в межах доходного, порівняльного та майнового підходів до оцінки бізнесу та виокремлено ті з них, що базуються на використанні інформації ринку цінних паперів. Уточнено економічний зміст поняття «інструменти оцінки бізнесу». Виділено найбільш поширені цінові мультиплікатори, що застосовуються у методах оцінки бізнесу порівняльним (ринковим) підходом закордонними та вітчизняними оцінювачами. Розроблено класифікацію цінових мультиплікаторів за наступними критеріями: часовий період базового показника, вид базового показника, зміст базового показника, джерело інформації, тип цінового показника, вид оцінюваних прав власності, сфера застосування, розрахунок бази мультиплікатора.

4. У процесі досліджень теоретичних підходів до визначення індикаторів ринку цінних паперів виокремлено наявність їх двох типів: індивідуальних (що характеризують стан цінних паперів окремого підприємства-емітента)

та загальних або інтегральних (характеризують стан розвитку фондового ринку в цілому). Встановлено, що для оцінки бізнесу доцільним є використання індивідуальних індикаторів як характеристик об'єкта оцінки. Обґрунтовано взаємозв'язок інструментів оцінки бізнесу з індикаторами ринку цінних паперів як цінових мультиплікаторів, які одночасно виступають інструментами методів порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу та індикаторами переоцінки чи недооцінки вартості підприємства фондовим ринком.

5. Спростовано гіпотезу впливу критерію галузевої приналежності на розподіл значень цінових мультиплікаторів підприємств-емітентів ринку цінних паперів України.

6. Доведено доцільність використання як ключового цінового мультиплікатора в умовах функціонування ринку цінних паперів України показника EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів).

7. Запропоновано як критерії формування груп підприємств-емітентів при оцінці бізнесу з використанням індикаторів ринку цінних паперів застосування нормативних значень показника чистого оборотного капіталу та коефіцієнта фінансування, що відповідають за джерела фінансування виробничо-господарської діяльності підприємства.

8. Розроблено науково-методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу для виділених груп підприємств-емітентів на основі розрахунку справедливого значення ключового цінового мультиплікатора EV/A , яке на відміну від існуючих є універсальним та може бути використане як інструмент формування та управління портфелем цінних паперів. Обґрунтованість та достовірність наведених у дисертації методичних розробок доведено шляхом порівняння результатів визначення ринкової вартості бізнесу на основі розробленої методики та методу дисконтування грошових потоків в межах доходного підходу.

9. Побудовано шкалу прийняття інвестиційних рішень для формування, оперативного моніторингу та управління вартістю портфеля цінних паперів на основі показника відхилення ринкового та справедливого значення ключового цінового мультиплікатора EV/A , яка є придатною для самостійного використання потенційними інвесторами та дозволяє не лише ідентифікувати переоцінені чи недооцінені об'єкти, а й порівнювати їх між собою за рівнем переоцінки-недооцінки.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Публікації у наукових фахових виданнях

1. Управління розвитком ринків фінансових послуг : монографія / [Ж. О. Андрійченко, С. А. Ачкасова, О. Є. Бажанов та ін.] під ред. Н. М. Внукової. – Харків : АдвА™, 2009. – С. 155-175 (11,75 друк. арк., особисто автору належить 1,01 друк. арк.).
2. Дубовик А. А. Оценка бизнеса как инструмент управления инвестиционной привлекательностью предприятия / А. А. Дубовик // Бизнес-Информ. – 2006. – № 11. – С. 9–13 (0,30 друк. арк.).

3. Дубовик А. О. Використання індикаторів ринку цінних паперів в оцінці бізнесу / А. О. Дубовик // Економіка розвитку. – 2008. – № 2 (46). – С. 21–23 (0,35 друк. арк.).
4. Дубовик А. О. Критерії відбору об'єктів-аналогів в оцінці бізнесу методами порівняльного підходу / А. О. Дубовик // Управління розвитком. – 2008. – № 17. – С. 59–62 (0,31 друк. арк.).
5. Дубовик А. А. Индикаторы рынка ценных бумаг как инструменты оценки бизнеса / А. А. Дубовик // Бизнес-Информ. – 2009. – № 8. – С. 118–123 (0,33 друк. арк.).
6. Дубовик А. О. Методичне забезпечення експрес-оцінки бізнесу на основі ключового цінового мультиплікатора / А. О. Дубовик // Економіка розвитку. – 2009. – № 4 (52). – С. 22–24 (0,29 друк. арк.).
7. Дубовик А. О. Формування та управління портфелем цінних паперів з використанням інструментів оцінки бізнесу / А. О. Дубовик // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць, 2009. – Випуск 255 : в 9 т., Т. IV. – С. 933–941 (0,34 друк. арк.).
8. Дубовик А. О. Визначення ключового цінового мультиплікатора для оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів / А. О. Дубовик // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2009. – № 12. – С. 150–156 (0,40 друк. арк.).

Публікації у матеріалах наукових конференцій

9. Дубовик А. О. Оцінка бізнесу в управлінні його інвестиційною привабливістю / А. О. Дубовик // Україна на шляху інтеграції у світовий фінансовий простір : зб. тез доповідей за матеріалами Всеукраїнської міжвузівської наукової студентської конференції (11–13 березня 2007 р.) / Київський національний економічний університет. – К. : КНЕУ, 2007. – С. 112–114 (0,08 друк. арк.).
10. Дубовик А. О. Визначення вартості бізнесу промислових підприємств на основі індикаторів ринку цінних паперів для забезпечення їх конкурентоспроможності / А. О. Дубовик // Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки : зб. тез доповідей за матеріалами Другої міжнародної науково-практичної конференції (30 травня – 1 червня 2008 р.) / Кримський інститут бізнесу. – Сімферополь : Видавничий центр Кримського інституту бізнесу, 2008. – С. 122–125 (0,17 друк. арк.).
11. Дубовик А. О. Галузевий критерій відбору компаній-аналогів в оцінці бізнесу методами порівняльного підходу / А. О. Дубовик // Становлення сучасної науки – 2008 : зб. тез доповідей за матеріалами Четвертої міжнародної науково-практичної конференції (27 вересня – 5 жовтня 2008 р.). Том 1. – Прага : Видавничий дім «Освіта і наука», 2008. – С. 36–39 (0,15 друк. арк.).
12. Дубовик А. О. Вибір компаній-аналогів на основі ринкових характеристик цінних паперів в оцінці бізнесу методами порівняльного підходу / А. О. Дубовик // Розвиток наукової думки – 2008 : зб. тез доповідей за матеріалами Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 жовтня 2008 р.). Том 5. – Миколаїв : НУК, 2008. – С. 103–105 (0,14 друк. арк.).

13. Дубовик А. О. Визначення ринкової вартості акцій для запобігання злочинних операцій на фондовому ринку / А. О. Дубовик // Сучасні проблеми фінансового моніторингу : зб. тез доповідей за матеріалами Першої всеукраїнської науково-практичної конференції (3 грудня 2008 р.) / Харківський національний економічний університет. – Х. : ХНЕУ, 2008. – С. 70–71 (0,07 друк. арк.).
14. Дубовик А. О. Використання ринкових мультиплікаторів до оцінки вартості підприємств в умовах функціонування ринку цінних паперів України / А. О. Дубовик // Управління розвитком. – 2009. – № 15. – С. 55–56 (0,12 друк. арк.).
15. Дубовик А. О. Кластерний аналіз емітентів цінних паперів за характеристиками їх ринкових мультиплікаторів / А. О. Дубовик // Управління розвитком. – 2009. – № 13. – С. 33–34 (0,13 друк. арк.).
16. Дубовик А. О. Управління корпоративними правами на базі цінових мультиплікаторів вартості бізнесу / А. О. Дубовик // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : зб. тез доповідей за матеріалами Науково-практичної конференції (28–29 травня 2009 р.) / Тернопільський національний економічний університет. – Т. : ТНЕУ, 2009. – С. 184–186 (0,12 друк. арк.).
17. Дубовик А. О. Оцінка бізнесу в умовах виконання стандартів СОТ із захисту прав інвесторів / А. О. Дубовик // Управління фінансами в умовах вступу до СОТ : зб. тез доповідей за матеріалами Всеукраїнської науково-практичної конференції (15 жовтня 2009 р.) / Харківський національний економічний університет. – Х. : ХНЕУ, 2009. – С. 59–61 (0,11 друк. арк.).
18. Внукова Н. М. Використання інструментів оцінки бізнесу для здійснення скорингу акцій підприємств-емітентів / Н. М. Внукова, А. О. Дубовик // Проблеми й перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей за матеріалами Одинадцятої всеукраїнської науково-практичної конференції (12–13 листопада 2009 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 65–66 (0,08 друк. арк., особисто автору належить 0,04 друк. арк.).

Публікації в інших виданнях

19. Дубовик А. О. Застосування індикаторів ринку цінних паперів для розробки методики експрес-оцінки бізнесу / А. О. Дубовик – Х. : ХНЕУ, 2009. – 20 с. (Препринт / ХНЕУ) (0,78 друк. арк.).
20. Дубовик А. О. Ринок цінних паперів у контексті світових тенденцій / А. О. Дубовик // Відомості ДКЦПФРУ. – 2008. – № 32 (286). – С. 16–21 (0,39 друк. арк.).
21. Дубовик А. А. Обеспечение роста стоимости бизнеса на основе индикаторов рынка ценных бумаг / А. А. Дубовик // Інформаційний листок ХЦНТЕІ. – 2007. – № 32. – 4 с. (0,16 друк. арк.).

АНОТАЦІЯ

Дубовик А.О. Інструменти оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2011.

Дисертація присвячена розробці науково-методичного забезпечення експрес-оцінки вартості бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів, придатного для самостійного використання інвесторами для прийняття оперативних рішень при формуванні, поточному моніторингу та управлінні портфелем цінних паперів. Визначено основні інструменти вартісної оцінки бізнесу та виділено з них ті, що базуються на використанні інформації ринку цінних паперів. Встановлено взаємозв'язок індикаторів ринку цінних паперів та інструментів оцінки бізнесу як цінових мультиплікаторів. Розроблено класифікацію цінових мультиплікаторів та доведено доцільність використання як ключового мультиплікатора EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів). Сформовано систему кількісних та якісних показників для розрахунку справедливої величини ключового цінового мультиплікатора та на її основі внутрішньої вартості цінних паперів.

Здобувачем удосконалено методичний підхід до скорингу акцій на основі вартісних критеріїв, який дає можливість кількісно оцінити ступінь недооцінки (чи переоцінки) цінних паперів ринком.

Ключові слова: оцінка бізнесу, інструменти оцінки бізнесу, цінові мультиплікатори, ринкова вартість, ринок цінних паперів, індикатори ринку цінних паперів, скоринг акцій, управління портфелем цінних паперів.

АННОТАЦИЯ

Дубовик А.А. Инструменты оценки бизнеса по индикаторам рынка ценных бумаг. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2011.

Выделены основные отличия возможных объектов оценки (бизнес, предприятие, целостный имущественный комплекс, собственный капитал, инвестированный капитал) на основе проведенного анализа законодательной базы.

Установлены основные потребители, заинтересованные в результатах стоимостной оценки бизнеса и их целевая направленность. Указаны главные проблемы инвесторов, связанные с применением стоимостных критериев в инвестиционном процессе.

В результате анализа методологического аппарата оценки бизнеса приведены основные оценочные инструменты и выделены те из них, которые базируются на использовании информации рынка ценных бумаг. Предложено понятие

«инструмент оценки бизнеса», экономическое содержание которого состоит в преобразовании исходной информации о финансово-хозяйственном состоянии предприятия (активы, обязательства, доходы, затраты, показатели финансового анализа, цена акций предприятия на фондовом рынке и т.п.) с помощью определенных оценочных процедур (дисконтирование, капитализация, индексация, сравнение и др.) в стоимость бизнеса.

На основе метода анализа иерархий доказана целесообразность ориентации оценочных процедур для целей принятия инвестиционных решений на фондовом рынке на методы сравнительного (рыночного) подхода.

Детально проанализированы инструменты сравнительного (рыночного) подхода к оценке бизнеса – ценовые мультипликаторы. Предложена их классификационная система по следующим признакам: временной период базового показателя, вид базового показателя, содержание базового показателя, источник информации, тип ценового показателя, вид оцениваемых прав собственности, сфера применения, расчет базы мультипликатора.

В результате анализа теоретических подходов к определению понятия «индикаторы рынка ценных бумаг» выделено два основных типа – индивидуальные (характеризуют состояние ценных бумаг отдельного предприятия-эмитента), а также общие или интегральные (характеризуют состояние развития фондового рынка в целом). Установлено, что для оценки бизнеса целесообразным является использование индивидуальных индикаторов как характеристик объекта оценки. В качестве индивидуальных индикаторов рынка ценных бумаг предложено использование ценовых мультипликаторов, которые одновременно являются и инструментами сравнительного подхода к оценке бизнеса.

Отвергнута гипотеза о наличии влияния критерия отраслевой принадлежности на распределение значений ценовых мультипликаторов эмитентов фондового рынка Украины. Предложено использование в качестве ключевого мультипликатора, который наилучшим образом характеризует специфику формирования стоимости промышленных предприятий, показатель EV/A (отношение стоимости предприятия к величине его активов).

На основе выдвинутых критериев сформирована система качественных и количественных показателей для расчета справедливой величины ключевого ценового мультипликатора. С использованием показателей чистого оборотного капитала и коэффициента финансирования выделено четыре группы предприятий-эмитентов в зависимости от источников финансирования их производственно-хозяйственной деятельности. Для каждой из групп предприятий-эмитентов построены модели расчета справедливой величины ключевого ценового мультипликатора и на его основе – стоимости бизнеса.

С использованием метода SWOT-анализа доказана эффективность применения разработанного научно-методического обеспечения экспресс-оценки стоимости бизнеса, которое позволяет усилить слабые стороны и нивелировать потенциальные угрозы традиционных подходов и существующих методик экспресс-оценки, в которых результирующим показателем выступает абсолютная величина стоимости бизнеса.

Проведен анализ возможности применения разработанной методики экспресс-оценки бизнеса на основе сравнения результатов стоимости бизнеса, полученной при экспресс-оценке и методом дисконтирования денежных потоков. Результаты анализа показали, что в 60 % полученные результаты соответствуют допустимому интервалу соответствия, что подтверждает возможность применения данной методики на уровне экспресс-оценки.

Представлена возможность использования экспресс-оценки бизнеса для формирования, оперативного мониторинга и управления стоимостью портфеля ценных бумаг путем разработки методического обеспечения скоринга акций. Предложена методика отбора акций на основе оценки соответствия их справедливой (внутренней) стоимости и стоимости, сформированной рынком ценных бумаг. Предложено пять рекомендаций по покупке-продаже-удержанию акций, в основу которых положено шкалирование показателя отклонения расчетного (справедливого) и рыночного значения ключевого ценового мультипликатора EV/A . Проведен анализ акций 73 эмитентов фондового рынка Украины и предоставлены инвестиционные рекомендации по их купле-продаже.

Ключевые слова: оценка бизнеса, инструменты оценки бизнеса, ценовые мультипликаторы, рыночная стоимость, рынок ценных бумаг, индикаторы рынка ценных бумаг, скоринг акций, управление портфелем ценных бумаг.

SUMMARY

Dubovyk A. A. Business valuation instruments, based on the indicators of securities market. – Manuscript.

The thesis for obtaining a Candidate's Degree in economics in the specialty 08.00.08 – Money, finance and credit. – State Higher Educational Establishment the “Ukrainian academy of banking of the National Bank of Ukraine”, Sumy, 2011.

Thesis is devoted to the developing of methodological provision for express business valuing, based on the indicators of securities market, which is acceptable for independent investors using for the efficient decision making when portfolio construction, on-line monitoring and portfolio management.

The interaction of the indicators of securities market and business valuation instruments is established in the capacity of price multiples. Classification of the price multiples is developed and the appropriateness of using as a key multiple EV/A (the ratio of enterprise value and its assets) is proved.

The system of quantitative and qualitative indexes for the estimation of the fair value of the key multiple and on its base the intrinsic value of securities is formed.

A candidate improved the methodical approach to a stocks scoring based on the estimation criteria, which enable to evaluate quantitatively the securities degree of underestimation (or overestimation) by the securities market.

Key words: business valuation, business valuation instruments, price multiples, market value, securities market, indicators of securities market, stocks scoring, management of securities portfolio.

Відповідальний за випуск
доктор економічних наук, професор
С.М. Козьменко

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”
State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Підписано до друку 18.02.2011.
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”
40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
видавців, виготівників і розповсюджувачів
видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

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