
ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 658.14:339.72

А. В. МЫСАКА,
доцент, кандидат экономических наук,
доцент кафедры учета и аудита,
И. А. ДЕРУН,
кандидат экономических наук,
ассистент кафедры учета и аудита

Экономический факультет
Киевского национального университета имени Тараса Шевченко,
ул. Васильковская, 90а, 03022, Киев, Украина

ВЛИЯНИЕ ДАННЫХ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ НА ФОРМИРОВАНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Установлено, что различия в применении модели оценки объектов учета по справедливой стоимости в системах US GAAP и IFRS/IAS влияют на чувствительность рыночной стоимости компаний к различным показателям, приводимым в их отчетности. Доказано, что расширенное применение оценки по справедливой стоимости повышает информационную полезность финансовой отчетности компаний.

Ключевые слова: рыночная стоимость; расчетная стоимость; модель справедливой стоимости; модель исторической себестоимости; IFRS/IAS; US GAAP.

Библ. 11; табл. 5; формул 2.

UDC 658.14:339.72

GANNA MYSAKA,
Associate Professor, Cand. of Econ. Sci.,
Associate Professor of the Department of Accounting and Auditing,
IVAN DERUN,
Cand. of Econ. Sci.,
Assistant of the Department of Accounting and Auditing

Faculty of Economics,
Taras Shevchenko National University of Kyiv,
90a, Vasylkivska St., Kyiv, 03022, Ukraine

INFLUENCE OF FINANCIAL STATEMENT DATA ON FORMATION OF THE COMPANY'S MARKET VALUE

It is determined that discrepancies in application of the measurement model at fair value in US GAAP and IFRS/IAS systems affect the sensitivity of the market value of companies to various indicators presented in companies' reporting. It is proved that extended application of valuation at fair value increases the informational value of financial statements of companies.

Keywords: market value; estimated value; fair value model; model of historical cost price; IFRS/IAS; US GAAP.

References 11; Tables 5; Formulas 2.

© Мысака Анна Викторовна (Mysaka Ganna), 2018; e-mail: annabelle1605@gmail.com;
© Дерун Иван Анатольевич (Derun Ivan), 2018; e-mail: ivanderun0601@gmail.com.

Рыночная стоимость компании, которая считается ее объективной текущей оценкой, является одним из ключевых показателей для принятия эффективных управленческих решений заинтересованными сторонами. Однако, в силу особенностей применения действующих методик оценки, существующая система бухгалтерского учета может лишь частично отразить в публичной финансовой отчетности информацию о рыночной стоимости компании. Это актуализирует вопрос отбора и применения для корпораций, ценные бумаги которых котируются на международных фондовых площадках, методов формирования показателей публичной финансовой отчетности, обеспечивающих достоверное отражение в ней информации о рыночной стоимости компании.

Осознание практической проблемы полноты информированности заинтересованных сторон о принятии управленческих решений на основе данных публичной финансовой отчетности и отсутствие адекватных методик оценки объектов бухгалтерского учета, благодаря которым можно отразить сведения о рыночной стоимости компании, являются причинами активизации научных поисков. Это сделало бы возможным повышение качества информации, приведенной в отчетности по такому направлению, как глобализация мировой экономики и финансовых рынков, а также обуславливающей существенные сдвиги в процессах гармонизации и стандартизации международных систем бухгалтерского учета и исследуемой в работах В.Д. Базилевича [1; 2] и А.В. Мысаки [3]. Влияние технологий и информационной базы на принятие и реализацию инвестиционных решений освещены А.И. Черняком и И.И. Васильченко [4]. Теоретико-прикладные аспекты применения модели справедливой стоимости для оценки объектов бухгалтерского учета изучают такие ученые, как Х.Б. Кристенсен, Д. Херрманн, Ш.М. Саудагаран, В.Б. Томас [5; 6]. Идентификация различных видов рисков в системе бухгалтерского учета и их влияние на качество финансовой информации для заинтересованных сторон были отражены в работах М. Ничиты, С. Сандера, И.А. Деруна [7; 8; 9]. Однако вопросы взаимосвязи оценки элементов публичной финансовой отчетности и рыночной стоимости эмитентов ценных бумаг требуют дальнейшего исследования и систематизации.

С учетом этого **цель статьи** – установить уровень влияния показателей публичной финансовой отчетности на рыночную стоимость транснациональных корпораций и определить модель оценки объектов бухгалтерского учета, способную обеспечить самое точное отражение в отчетности данных о рыночной стоимости компании.

Использованный в процессе обоснования и принятия инвестиционных решений фундаментальный анализ ценных бумаг по факторам корпоративного уровня предусматривает определение расчетной (внутренней) стоимости ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке, и ее сравнение с их рыночной ценой. Расчетная стоимость представляет собой субъективно определяемый каждым отдельным инвестором и абстрагированный от текущей конъюнктуры фондового рынка показатель, который учитывает не только финансовое состояние компании, но и возможные результаты ее деятельности в долгосрочной перспективе, тогда как рыночная цена отражает исключительно текущее восприятие ценной бумаги активными участниками рынка. Целесообразность инвестиционных решений определяется путем сравнения этих двух показателей: так, превышение расчетной стоимости над текущей рыночной ценой свидетельствует о недооцененности такой бумаги рынком и означает потенциальные выгоды от ее приобретения.

Приобретение актива с низкой ликвидностью даже в условиях осуществления спекулятивных операций стимулирует проведение детального анализа фундаментальных характеристик любых финансовых инструментов и их эмитентов [4].

Количественные методы фундаментального анализа ценных бумаг по факторам корпоративного уровня базируются на исследовании информации о финансовом состоянии и результатах деятельности эмитента ценных бумаг. Поскольку наиболее достоверным общедоступным источником таких сведений выступает публичная финансовая отчетность корпораций, формируемая преимущественно на основе оценки ее элементов по исторической (фактической) себестоимости, то это объективно обуславливает разрыв между балансовой и рыночной оценками компании. Таким образом, на волатильность результатов прогноза ожидаемых инвестором изменений рыночной стоимости ценной бумаги существенно влияет база оценки показателей финансовой отчетности.

Одним из условий, предъявляемых к эмитенту ценных бумаг для их допуска к котировке на фондовых биржах, является обнародование им своей финансовой отчетности. Крупнейшие по объемам торгов фондовые площадки расположены в экономически высокоразвитых странах, которые давно сформировали и регулярно совершенствуют собственные правила ведения учета и составления отчетности, что позволяет называть их “учетной моделью”. Существующие экономические или политические зависимости, географические или исторические взаимосвязи между странами обусловили выделение двух главных моделей учета: англо-американской и континентальной, в основу которых положены два важнейших набора стандартов — соответственно, US GAAP и IFRS/IAS. В зависимости от страны местонахождения и налоговой юрисдикции фондовые биржи выдвигают требование к эмитентам ценных бумаг — соблюдать при составлении своей финансовой отчетности либо US GAAP, либо IFRS/IAS. В частности, методика составления финансовой отчетности по US GAAP стандартна для компаний США и Японии, акции которых котируются на фондовых биржах. Зато международные компании, штаб-квартиры которых расположены в странах, входящих в ЕС, для составления финансовой отчетности часто используют IFRS/IAS.

В Украине процесс реформирования системы бухгалтерского учета и финансовой отчетности происходит в направлении постепенного перехода на IFRS/IAS. В рамках Стратегии применения международных стандартов финансовой отчетности в Украине * и согласно части II ст. 12-1 Закона Украины “О бухгалтерском учете и финансовой отчетности в Украине” ** для публичных акционерных обществ с 1 января 2012 г. введена обязательная норма составления финансовой отчетности по IFRS/IAS. Теперь, размещая свои акции даже на национальных фондовых площадках, отечественные компании должны предоставлять финансовую отчетность, сформированную в соответствии с принципами одной из двух самых распространенных в мире учетных систем. Этот процесс имеет надгосударственный статус благодаря тому, что продвигается усилиями Совета по международным стандартам финансовой отчетности (СМСФО) в качестве частного органа глобального управления.

* Стратегія застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні : схвалено Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 24.10.2007 р. № 911-р [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/911-2007-%D1%80>.

** Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України від 01.01.2018 р. № 996-14 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/996-14>.

Проводимая СМСФО деятельность по разработке и продвижению в общественных интересах стандартов учета и отчетности ставит целью обеспечить общепринятое толкование и сопоставимость информации из публичной финансовой отчетности. Поскольку это способствует глобальным процессам перетока капитала и признанию субъектов такой отчетности в мире, то компании, заинтересованные в привлечении инвестиций и укреплении своей деловой репутации, обнародуют финансовую отчетность, составленную именно по международным стандартам, даже если в странах их юрисдикции существуют нормы внутреннего законодательства по ведению учета и составлению отчетности. Такие компании вынуждены вести учет параллельно по двум системам, а отчетность, сформированная в соответствии с национальными требованиями, остается продуктом пользования государственных органов статистики и контроля. Даже компании стран ЕС, где действуют национальные стандарты, с целью обеспечения прозрачности и восприятия заинтересованными пользователями своей деятельности и ее результатов обнародуют финансовую отчетность, сформированную по стандартам IFRS/IAS.

Попытки создать единую интернациональную учетную модель или гармонизировать US GAAP и IFRS/IAS продолжаются уже более 40 лет. Однако существующие до сих пор разногласия в этих методических подходах к ведению бухгалтерского учета и оценке отдельных его объектов делают вопрос стандартов, которыми эмитент руководствовался при составлении публичной финансовой отчетности, ключевым для дальнейшего вычисления показателей его финансового состояния и результатов деятельности, а также определения причин отклонения балансовой стоимости компании (как целостного имущественного комплекса) от ее рыночной цены [3].

В компаниях, составляющих отчетность по IFRS/IAS (это касается, прежде всего, компаний из стран ЕС, а также Украины), причиной возникновения проблемы расхождений между бухгалтерской и рыночной оценками статей финансовой отчетности является Концептуальная основа IFRS/IAS, где определены четыре базы (основы) оценки: историческая и текущая себестоимость, стоимость реализации (погашения) и нынешняя стоимость *. Справедливая же стоимость, формирующаяся под воздействием рыночного механизма и поэтому являющаяся выражением рыночной оценки объектов учета, устанавливается отдельно по каждому стандарту, регламентирующему ее применение. Например, IFRS 13 Fair Value Measurement определяет справедливую стоимость как цену, которая была бы получена при продаже актива или уплачена за передачу обязательства при обычной операции на основном (или самом благоприятном) рынке на дату оценки в текущих рыночных условиях (исходная цена), независимо от того, наблюдается такая цена непосредственно или устанавливается с помощью другого метода оценки **. Внедрение IFRS 13 стало значительным шагом на пути сближения IFRS/IAS и US GAAP относительно способа определения справедливой стоимости, практика применения которой в англо-американской модели наиболее распространена. В частности, результатом принятых мер по гармонизации этих учетных систем в указанном направлении стало внедрение оценки IFRS/IAS по справедливой стоимости таких

* Conceptual Framework for Financial Reporting 2018 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.

** IFRS 13 – Fair Value Measurement [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>.

объектов бухгалтерского учета, как финансовые инструменты * и долгосрочные (не текущие) активы **.

По нашему мнению, максимальное приближение показателя балансовой стоимости компании к ее рыночной оценке может стать результатом синергетического эффекта двух главных факторов:

- 1) увеличения количества элементов финансовой отчетности, за основу оценки которых берут справедливую стоимость;
- 2) увеличения в валюте баланса удельного веса тех статей, оценка которых осуществляется по справедливой стоимости.

Стоит отметить, что часто на практике восприятие рынком успешной компании в качестве целостного объекта позволяет показателю внутригенерированного гудвилла стоимостно реализоваться в виде превышения рыночной капитализацией компании суммы ее чистых активов, оцененных рынком в виде отдельных элементов. При этом первый фактор объективно следует отнести к внешним по отношению к субъекту, составляющему финансовую отчетность, на которые повлиять он не может, поскольку вопросы содержания стандартов находятся в компетенции Совета по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB) или Комитета по стандартам финансового учета США (FASB), тогда как управление структурой баланса – это непосредственная задача финансового менеджмента компании, зависящая от особенностей ее деятельности.

Глобальные тренды финансиализации, интеллектуализации и информатизации экономического развития [1] вызывают ощутимые структурные сдвиги прежде всего в сфере материального производства и побуждают компании к активному поиску и применению инновационных технологий. Наиболее успешные из них обеспечивают высокий уровень рентабельности, что в сочетании с механизмами трансфертного ценообразования и оптимизацией налоговой нагрузки дает возможность корпорациям максимизировать прибыль, а следующим на повестку дня их менеджмент ставит вопрос диверсификации существенно приращенных активов в условиях падения спроса на продукцию реального сектора экономики. И большинство находит ответ на него на фондовом рынке.

Современные тенденции развития фондового рынка позволили дополнить присущие ему традиционные функции аккумуляции и перераспределения финансовых ресурсов высокорисковыми инновациями спекулятивной природы. Не в последнюю очередь это стало возможным благодаря неконтролируемой эмиссии ценных бумаг, а в сочетании с направлением на фондовый рынок потока сверхприбылей корпораций инновационной сферы повлекло за собой превышение темпов его роста над темпами роста реального сектора экономики [2].

Для определения взаимосвязи между рыночной стоимостью капитала транснациональных компаний мира и элементами их публичной финансовой отчетности считаем целесообразным учесть наиболее существенные моменты, возникающие в результате анализа показателей отчетов о финансовом положении и совокупном доходе, которые выступают независимыми переменными экономико-математической

* IAS 39 – Financial Instruments: Recognitions and Measurement [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias39>.

** IAS 16 – Property, Plant and Equipment [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias16>; IAS 38 – Intangible Assets [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38>; IAS 40 – Investment Property [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias40>.

модели. Указанные показатели должны охватить отношения, сложившиеся между собственниками и кредиторами в процессе организации финансирования компании, а также процесс и результаты выполнения ею своей основной деятельности.

При отборе конкретных финансовых коэффициентов (табл. 1), которые будут включаться в модель, были учтены как традиционные подходы к анализу финансовой отчетности, среди которых выделяются группы показателей рентабельности, финансовой устойчивости, деловой активности, платежеспособности и ликвидности, так и попытки перекрестно охватить наиболее значимые позиции двух основных форм финансовой отчетности – Отчета о финансовом положении (балансе) и Отчета о совокупном доходе (финансовых результатах).

Таблица 1

**Независимые переменные экономико-математической модели
рыночной стоимости компании ***

Показатель	Обозначение	Методика расчета
Чистая рентабельность продаж	x_{1it}	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Доход от реализации}}$
Чистая рентабельность собственного капитала	x_{2it}	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}}$
Коэффициент долгосрочной финансовой независимости	x_{3it}	$\frac{\text{Собственный капитал} + \text{Долгосрочные обязательства}}{\text{Активы}}$
Чистая рентабельность операционных расходов	x_{4it}	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Операционные расходы}}$
Коэффициент финансового левериджа	x_{5it}	$\frac{\text{Долгосрочные и текущие обязательства}}{\text{Собственный капитал}}$
Оборачиваемость активов	x_{6it}	$\frac{\text{Доход от реализации}}{\text{Активы}}$
Коэффициент Бивера	x_{7it}	$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация}}{\text{Долгосрочные обязательства}_{ср.} + \text{Текущие обязательства}_{ср.}}$

* Составлено авторами.

Выбор коэффициентов чистой рентабельности продаж, собственного капитала и операционных расходов обусловлен их исключительной значимостью для определения прибыльности компании, а следовательно, оценки эффективности ее функционирования. Так, чистая рентабельность продаж (x_{1it}) показывает, какой удельный вес занимает чистая прибыль в доходе от реализации продукции (работ и услуг), демонстрируя таким образом успешность реализации стоящих перед компанией стратегических задач в процессе ее оперативной деятельности. Данный показатель одновременно отражает как влияние рынка (через изменение платежеспособного спроса на продукцию компании), так и обстоятельства, сложившиеся внутри компании (снижение себестоимости продукции вследствие удешевления технологии или наращивания объемов производства). Чистая рентабельность операционных расходов (x_{4it}) дополняет предыдущий показатель и углубляет его ин-

терпретацию в процессе комплексной характеристики эффективности операционной деятельности компании в целом, показывая уровень отдачи ее крупнейших по величине расходов. Чистая же рентабельность собственного капитала (x_{2it}) указывает на отдачу от использования внутренних источников финансирования, выступая индикатором эффективности управления бизнесом для акционеров.

Коэффициент финансового левериджа (x_{5it}) является одним из главных индикаторов финансовой устойчивости компании, который одновременно характеризует вероятность оттока денежных средств как в связи с необходимостью удовлетворять требования кредиторов, так и из-за обслуживания платных обязательств. Его интерпретация дополняется коэффициентом долгосрочной финансовой независимости (x_{3it}), указывающим на то, какая часть совокупных активов компании сформирована за счет наиболее стабильных источников финансирования, и не зависящим от краткосрочных обязательств. Интенсивность использования компанией находящихся в ее распоряжении ресурсов, а следовательно, и ее деловую активность характеризует показатель оборачиваемости активов (x_{6it}). Оценка риска банкротства в качестве фактора, существенно влияющего на деловую репутацию компании, проводится на основании коэффициента Бивера (x_{7it}), который также дает представление о достаточности чистого денежного потока компании для погашения обязательств перед кредиторами, то есть отражает ее платежеспособность.

Таким образом, для определения взаимосвязи между рыночной стоимостью капитала ТНК мира и элементами их публичной финансовой отчетности по панельным данным была построена модель многофакторной регрессии:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_{1it} + \beta_2 \cdot x_{2it} + \beta_3 \cdot x_{3it} + \beta_4 \cdot x_{4it} + \beta_5 \cdot x_{5it} + \beta_6 \cdot x_{6it} + \beta_7 \cdot x_{7it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где y_{it} — зависимая переменная (рыночная капитализация компании); $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$ — параметры экономико-математической модели; $i \in \overline{1,7}, t \in \overline{2014, 2016}$; $x_{1it}, x_{2it}, x_{3it}, x_{4it}, x_{5it}, x_{6it}, x_{7it}$ — независимые переменные; ε_{it} — стохастические возмущения.

Результирующим показателем построенной модели выступает рыночная капитализация компании (или оценка рынком ее собственного капитала) как произведение текущей рыночной стоимости одной простой акции и общего количества эмитированных акций в обращении. В связи с этим показатель капитализации компании меняется одновременно с биржевым курсом ее акций.

С учетом особенностей регламентации применения оценки по справедливой стоимости в стандартах US GAAP и IFRS/IAS были сформированы две выборки компаний, составляющих финансовую отчетность по этим двум системам стандартов. В первую выборку вошли 19 компаний (по 4 из Великобритании и Германии, 3 из Китая, по 2 из Тайваня, Швейцарии и Южной Кореи, по 1 из Нидерландов и Франции), которые составляли финансовую отчетность по IFRS/IAS. Эти компании для фиксации фактов хозяйственной деятельности применяют континентальную модель бухгалтерского учета. Вторая выборка состоит из 25 компаний, использующих англо-американскую модель ведения бухгалтерского учета. Штаб-квартиры этих компаний находятся в США и Японии (20 компаний из США и 5 из Японии), а в примечаниях к их обнародованным финансовым отчетам указано, что они составлялись с соблюдением US GAAP.

Все ряды динамики независимых переменных двух выборок были проверены на стационарность на основе теста Дики — Фуллера. Согласно полученным резуль-

татам, все динамические ряды стационарны, что позволяет учесть их в предложенной модели рыночной капитализации. Это дает основание оценить множественную регрессию с использованием панельных данных для выборок компаний, составляющих финансовую отчетность по US GAAP и IFRS/IAS, параметры которых приведены в таблице 2.

Таблица 2

Параметры моделей рыночной капитализации компаний, составляющих отчетность по US GAAP и IFRS/IAS в 2014–2016 гг. *

Переменные	US GAAP				IFRS/IAS			
	коэффициент	стандартная ошибка	t-статистика	вероятность	коэффициент	стандартная ошибка	t-статистика	вероятность
x_{1it}	-421986,3	140206	-3,009759	0,0044	71227,70	19596,56	3,634703	0,0011
x_{2it}	1,426221	0,120302	11,85532	0	-11637,16	14004,17	-0,830978	0,4128
x_{3it}	40427,31	81412,26	0,496575	0,6221	-30782,37	111381,9	-0,276368	0,7842
x_{4it}	265020,3	118836,4	2,230128	0,0311	-1,070195	1,102098	-0,971053	0,3396
x_{5it}	22,80499	10,47971	2,176109	0,0352	-1071,850	1019,607	-1,051238	0,3018
x_{6it}	-44684,94	44656,23	-1,000643	0,3227	-6693,834	31694,97	-0,211196	0,8342
x_{7it}	37115,80	67200,58	0,552314	0,5837	-91242,19	46924,99	-1,944427	0,0616
β_0	141548,7	77859,10	1,818011	0,0762	157849,7	95081,19	1,660157	0,1077
	F-statistic = 19,516; Prob. (F-statistic) = 0; $R^2 = 0,935$				F-statistic = 22,884; Prob. (F-statistic) = 0; $R^2 = 0,954$			

* Рассчитано авторами по данным публичной финансовой отчетности на порталах YAHOO (finance.yahoo.com) и MarketWatch (www.marketwatch.com), а также автоматизированной платформы современных финансовых данных Ychart (ychart.com) [10; 11].

Полученные результаты позволяют утверждать, что по критерию Фишера обе модели адекватны, поскольку Prob (F-statistic) < 0,05. Плотность связи между выбранными независимыми переменными и рыночной капитализацией компаний, составляющих отчетность по US GAAP, равна 93,5%, а компаний, составляющих отчетность по IFRS/IAS, – 95,4%. Однако каждая из моделей содержит несущественные переменные, значение вероятности для которых превышает 0,05. В модели рыночной капитализации компаний, составляющих отчетность по US GAAP, таких переменных три – x_{3it} , x_{6it} и x_{7it} (коэффициент долгосрочной финансовой независимости, оборачиваемость активов, коэффициент Бивера), тогда как модель рыночной стоимости компаний, составляющих отчетность по IFRS/IAS, содержит только один значимый фактор – x_{1it} (чистая рентабельность продаж), а остальные оказались несущественными.

С целью спецификации моделей незначимые переменные были изъяты. В модели рыночной стоимости компаний, составляющих отчетность по US GAAP, проведенное изъятие привело также к потере значимости фактора x_{1it} (чистая рентабельность продаж), поэтому параметры окончательной модели для компаний, составляющих финансовую отчетность по US GAAP, приобрели другой вид (табл. 3).

Скорректированная модель адекватна, а все независимые переменные – значимы, плотность связи между факторами и результирующим признаком составляет 92,7%.

Поскольку результирующий показатель (рыночная капитализация компаний) выражен в денежном эквиваленте, а независимые переменные представлены в ко-

эффицентах, то для нивелирования различий в единицах измерения целесообразно рассчитать их частичные коэффициенты эластичности (2), позволяющие определить относительное изменение результативного признака при изменении на 1% каждого отдельного фактора влияния при условии, что остальные останутся неизменными.

Таблица 3

Параметры скорректированной модели рыночной капитализации компаний, составлявших отчетность по US GAAP в 2014–2016 гг. *

Переменные	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	Вероятность
x_{2it}	1,431483	0,124397	11,50739	0
x_{4it}	43954,06	8336,915	5,272221	0
x_{5it}	8,618153	2,969186	2,902531	0,0057
β_0	131961,5	14247,78	9,261898	0
F-statistic = 21,748; Prob. (F-statistic) = 0; $R^2 = 0,927$				

* Рассчитано авторами по [10; 11].

$$E_i = \beta_i \cdot \frac{x_{it}}{\bar{y}_{it}}, \quad (2)$$

где E_i – частичный коэффициент эластичности i -го фактора; β_i – коэффициент регрессии i -го фактора; x_{it} – среднее значение i -го фактора; \bar{y}_{it} – среднее значение результирующего признака.

Результаты расчета частных коэффициентов эластичности каждой независимой переменной исследуемой модели приведены в таблице 4.

Таблица 4

Частичные коэффициенты эластичности переменных модели оценки рыночной капитализации компаний, составлявших отчетность по US GAAP *

Независимые переменные	Частичный коэффициент эластичности (%)	Тип связи
x_{2it}	0,002	прямой
x_{4it}	0,053	прямой
x_{5it}	0,001	прямой

* Рассчитано авторами.

Приведенные в таблице 4 результаты позволяют сделать вывод, что рыночная капитализация компаний, составлявших отчетность по US GAAP, наибольших изменений претерпевает под влиянием показателя чистой рентабельности операционных расходов, который, изменяясь на каждый 1% вызывает изменение результирующего признака на 0,053%. Остальные значимые факторы из модели не настолько ощутимо влияют на рыночную капитализацию. Так, при изменении финансового леввериджа на 1% результирующий признак изменится на 0,002%, тогда как при изменении на 1% чистой рентабельности собственного капитала рыночная капитализация компании изменится на 0,001%.

После удаления незначимых переменных из модели рыночной капитализации компаний, составляющих отчетность по IFRS/IAS, модель осталась адекватной, плотность связи между результирующим признаком и единым существенным фактором (чистой рентабельностью продаж) составила 95,2%. Рассчитанный коэффициент эластичности указывает на то, что изменение чистой рентабельности продаж на 1% приводит к изменению рыночной капитализации таких компаний на 0,007%. Параметры скорректированной модели приведены в таблице 5.

Таблица 5

Параметры скорректированной модели рыночной капитализации компаний, составлявших отчетность по IFRS/IAS в 2014–2016 гг. *

Переменные	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	Вероятность
x_{1it}	8323,774	3885,528	2,142251	0,0392
β_0	112456,3	3926,501	28,64033	0
F-statistic = 34,867; Prob. (F-statistic) = 0; $R^2 = 0,952$				
Коэффициент эластичности $E_1 = 0,007$; тип связи – прямой				

* Рассчитано авторами по [10; 11].

Анализ полученных результатов дает основание утверждать, что влияние содержания публичной финансовой отчетности на величину рыночной стоимости компании в качестве показателя, отражающего отношение инвесторов к ее ценным бумагам, существенно варьируется в зависимости от системы стандартов, по которым сформирована отчетность. Так, для компаний, составляющих отчетность по US GAAP, значимыми факторами влияния на рыночную стоимость оказались показатели, характеризующие финансовую устойчивость и эффективность операционной деятельности и использования компаниями собственных средств. Рыночная стоимость компаний, составляющих отчетность по IFRS/IAS, продемонстрировала чувствительность лишь к показателю рентабельности продаж. По нашему мнению, все это может свидетельствовать о том, какие именно внерыночные индикаторы деятельности компаний-эмитентов представляют интерес для инвесторов с учетом принципиальных различий в стандартах, на основании которых происходило формирование показателей публичной финансовой отчетности.

Поскольку евроинтеграционные процессы в Украине требуют от эмитентов ценных бумаг при составлении отчетности соблюдения принципов IFRS/IAS, то перманентное реформирование данной системы в направлении расширения использования оценки объектов учета по справедливой стоимости должно положительно сказываться на повышении качественных характеристик финансовой отчетности и инвестиционной привлекательности отечественных компаний.

Несущественность остальных финансовых коэффициентов как факторов, влияющих на рыночную стоимость компании, по нашему мнению, можно объяснить оценкой большинства объектов бухгалтерского учета, в частности, представленных в балансе, с использованием принципа исторической (фактической) себестоимости. Следовательно, с целью актуализации информации, содержащейся в финансовой отчетности, следует расширять применение справедливой стоимости в первую очередь в качестве базы оценки активов и обязательств компании. Проведенные в этой сфере исследования указывают на то, что нефинансовые активы по справедливой стоимости оценивают очень немногие компании [5; 6]. Как правило, это объясняется тем, что:

- для оценки объектов по справедливой стоимости решающее значение имеет наличие активного рынка, что на практике является редкостью;
- некоторые объекты учета (например, внутригенерированный бренд) часто уникальны;
- объективно существует стоимостное ограничение на полезную финансовую отчетность.

В совокупности это дает все основания утверждать, что одним из ключевых факторов, способных существенно повысить значимость финансовой отчетности

эмитентов ценных бумаг в качестве информационного источника для принятия инвесторами управленческих решений, является расширение применения оценки объектов бухгалтерского учета по справедливой стоимости. Однако на практике это осложняется нюансами выбора и сложностью применения конкретных методов оценки справедливой стоимости. Так, IFRS 13 Fair Value Measurement * регламентируется использованием трех подходов.

1. *Рыночный (сравнительный) подход*: базируется на принципе конкуренции и равновесия, поэтому за основу берутся цена и другая соответствующая информация, генерируемая операциями на рынке идентичных или подобных активов, обязательств или совокупностей активов и обязательств, составляющих целостную хозяйственную единицу. Реализуется методами рынка капиталов, сравнительных продаж и экспертных оценок. Чаще всего применяется к финансовым инструментам.

2. *Затратный (инвестиционный) подход*, в основу которого положен принцип замещения: определяет сумму, необходимую для замены эксплуатационной мощности актива на данный момент времени. Реализуется с помощью методов фактических и плановых затрат, стоимости замещения и восстановительной стоимости. Как правило, используется для определения справедливой стоимости материальных активов.

3. *Доходный (финансовый) подход*: отражает текущие рыночные ожидания в отношении будущих экономических выгод. Реализуется за счет методов на основе техники дисконтирования денежных потоков и метода избыточных доходов, используемого для оценки справедливой стоимости некоторых нематериальных активов.

С целью повышения согласованности и сопоставимости оценок справедливой стоимости и связанного с ними раскрытия информации IFRS 13 установлена иерархия справедливой стоимости, что предполагает три уровня входящих данных для методов оценки стоимости, используемых для оценки справедливой стоимости. Иерархия последней устанавливает высший приоритет для цен котировки (нескорректированных) на активных рынках по идентичным активам или обязательствам (входящим данным 1-го уровня) и самый низкий приоритет для закрытых входящих данных (входящих данных 3-го уровня) **.

Вместе с тем следует отметить, что ожидания инвесторов (в виде расчетной стоимости ценных бумаг), как правило, формируются путем сочетания результатов анализа финансовой отчетности эмитентов с оценкой чистых будущих денежных потоков, информация о которых формируется с некоторой степенью неопределенности. В связи с этим в отчетности должна приводиться информация о компании, в частности – и о внутригенерированном бренде в качестве одного из самых существенных ресурсов транснациональных корпораций, которая бы помогала установить приблизительный уровень неопределенности, что декларируется Концептуальными основами финансовой отчетности ***. Это требует принятия во внимание и отражения в системе бухгалтерского учета компании разных видов рисков [7; 8; 9], для идентификации которых предлагается применять следующую классификацию:

* IFRS 13 – Fair Value Measurement [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>.

** Там же.

*** Conceptual Framework of Financial Reporting [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.

– риски операционной деятельности, которые могут проявиться в угрозе возникновения убытков от основного вида деятельности из-за неудачного построения стратегии компании, неэффективной системы внутривозвращенного контроля, нехватки оборотных средств, низкой компетенции менеджеров или иного персонала, угрозу имущественных потерь вследствие форс-мажорных обстоятельств, намеренных (недобросовестная конкуренция) и ненамеренных (судебные иски) действий контрагентов или клиентов, законодательных изменений и других внешних факторов;

– рыночные риски, которые могут быть вызваны неблагоприятной конъюнктурой колебания процентных ставок, обмена валют, стоимости акций и других ценных бумаг на фондовых биржах, колебания цены на базовый актив на товарных биржах и т. п.;

– риски, вызванные действиями кредиторов и инвесторов, управленческие решения которых могут быть обусловлены имеющейся информацией в финансовой отчетности или других дополнительных отчетах компании;

– риски, связанные с организацией ведения бухгалтерского учета на предприятии, в частности, с решениями, вытекающими из приказа об учетной политике, должностных инструкций, положения о департаменте бухгалтерии и т. д.;

– риски, связанные с субъективным суждением бухгалтера о регистрации хозяйственных операций, которые не регулируются национальными или международными стандартами бухгалтерского учета;

– риски, связанные с государственным регулированием бухгалтерского учета.

В свою очередь, существенным недостатком финансовой отчетности и финансовых коэффициентов, рассчитанных на основе ее показателей, является то, что они характеризуют действия и события, которые уже произошли в хозяйственной деятельности компании, а также их результаты. Использование же при составлении финансовой отчетности единого денежного эквивалента делает невозможным отражение в ней важных с точки зрения целостного восприятия компанией сведений, не трансформируемых в стоимостные показатели. В частности, это касается клиентской базы, социальной политики компании, корпоративной культуры, профессионального уровня менеджмента, экологической составляющей хозяйственной деятельности компании и т. д.

Выводы

Таким образом, принимая во внимание при фундаментальном анализе ценных бумаг данные финансовой отчетности эмитентов, ее заинтересованные пользователи должны взвешивать свои инвестиционные решения о том, к какой части отчетных показателей применялась оценка по справедливой стоимости. Это повысит точность прогнозов расчетной стоимости ценных бумаг и, соответственно, эффективность принятых на основе этого инвестиционных решений. Расширение же практики применения оценки элементов публичной финансовой отчетности по справедливой стоимости, с одной стороны, зависит от декларирования соответствующих норм системой стандартов бухгалтерского учета, а с другой – от удобных в повседневном использовании методик ее расчета, учитывающих специфику разных объектов учета. Внедрение же конкретными компаниями оценки отдельных объектов бухгалтерского учета по справедливой стоимости и отражение их в своей финансовой отчетности по оценке, максимально приближенной к рыночной, возможны лишь после внесения изменений в соответствующие стандарты, на основе которых формируется отчетность.

Однако в современных условиях ведения бизнеса текущую рыночную стоимость корпорации практически невозможно определить только по выраженным в денежном эквиваленте показателям финансовой отчетности. Целостное представление о стоимости компании не может быть сформировано без учета информации о ее преимуществах и достижениях нефинансовой природы, которую следует приводить в примечаниях к финансовой отчетности, прежде всего, эмитентам ценных бумаг. Перспективными направлениями дальнейших исследований по обозначенной проблематике, по нашему мнению, следует считать адаптацию существующих методик расчета справедливой стоимости объектов учета к потребностям их применения практической бухгалтерией, а также определение ключевых качественных характеристик и параметров рискованности деятельности компании, которые следует раскрывать в примечаниях к финансовой отчетности с целью повышения осведомленности заинтересованных пользователей.

Список использованной литературы

1. *Базилевич В.* Современная экономическая теория: в поисках новой парадигмы // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – Сер. : Економіка. – 2013. – Вип. 146. – С. 5–7.
2. *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку у сучасних умовах // Фінанси України. – 2009. – № 12. – С. 5–12.
3. *Мысака Г.* Глобалізація світової економіки в активізації процесів гармонізації та стандартизації облікових систем // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – Сер. : Економіка. – 2013. – Вип. 151. – С. 97–100.
4. *Черняк О.І., Васильченко Г.І.* Високочастотна торгівля як новітня технологія фінансових ринків // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – Вип. 2 (17). – С. 91–95.
5. *Christensen H.B., Nikolaev V.V.* Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? // Review of Accounting Studies. – 2013. – Vol. 18. – No. 3. – pp. 734–775.
6. *Herrmann D., Saudagaran Sh.M., Thomas W.B.* The quality of fair value measures for property, plant and equipment // Accounting Forum. – 2006. – Vol. 30. – No. 1. – pp. 43–59.
7. *Nichita M.* Regression model for risk reporting in financial statements of accounting services entities // SEA. Practical Application of Sciences. – 2015. – Vol. 3. – No. 2 (8). – pp. 101–107.
8. *Sunder S.* Risk in accounting [Электронный ресурс]. – Режим доступа : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2648474.
9. *Дерун І.А.* Ідентифікація ризиків у системі бухгалтерського обліку підприємства // Економічний часопис-XXI. – 2016. – Вип. 159 (5-6). – С. 97–100.
10. *Baltagi B.H.* Econometric Analysis of Panel Data. – 4th Ed. – New York : John Wiley, 2008. – 366 p.
11. *Kozhan R.* Financial Econometrics with Eviews. – Copenhagen : Roman Kozhan & Ventus Publishing Aps., 2009. – 117 p.

References

1. *Bazylevych V.* *Sovremennaya ekonomicheskaya teoriya: v poiskakh novoi paradigmy* [Modern economic theory: searching a new paradigm]. *Visnyk Kyivs'koho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Ser.: Ekonomika – Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*, 2013, Iss. 146, pp. 5–7 [in Russian].

2. Bazylevych V.D. *Rozvytok finansovoho rynku u suchasnykh umovakh* [Development of the financial market in modern conditions]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2009, No. 12, pp. 5–12 [in Ukrainian].
3. Mysaka G. *Globalizatsiya svitovoi ekonomiky v aktyvizatsii protsesiv harmonizatsii ta standartyzatsii oblikovykh system* [The world economy globalization in the revitalization process of harmonization and standardization of accounting systems]. *Visnyk Kyivs'koho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Ser.: Ekonomika – Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*, 2013, Iss. 151, pp. 97–100 [in Ukrainian].
4. Chernyak O.I., Vasyl'chenko I.I. *Vysokochastotna torhivlya yak novitnya tekhnolohiya finansovykh rynkiv* [High-frequency trade as the latest technology of financial markets]. *Visnyk Universytetu bankivs'koi spravy Natsional'noho banku Ukrainy – The Banking University Bulletin*, 2013, Iss. 2 (17), pp. 91–95 [in Ukrainian].
5. Christensen H.B., Nikolaev V.V. Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? *Review of Accounting Studies*, 2013, Vol. 18, No. 3, pp. 734–775.
6. Herrmann D., Saudagaran Sh.M., Thomas W.B. The quality of fair value measures for property, plant and equipment. *Accounting Forum*, 2006, Vol. 30, No. 1, pp. 43–59.
7. Nichita M. Regression model for risk reporting in financial statements of accounting services entities. *SEA. Practical Application of Sciences*, 2015, Vol. 3, No. 2 (8), pp. 101–107.
8. Sunder S. Risk in accounting, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2648474.
9. Derun I.A. *Identyfikatsiya ryzykiv u systemi bukhhalters'koho obliku pidpryemstva* [Risk identification in the company's accounting system]. *Ekonomichni chasopysy XXI – Economic Annals-XXI*, 2016, Vol. 159 (5-6), pp. 97–100 [in Ukrainian].
10. Baltagi B.H. *Econometric Analysis of Panel Data*. New York, John Wiley, 2008.
11. Kozhan R. *Financial Econometrics with Eviews*. Copenhagen, Roman Kozhan & Ventus Publishing Aps., 2009.

*Статья поступила в редакцию 26 октября 2017 г.
The article was received by the Editorial staff on October 26, 2017.*