

Теорія та практика застосування моделей визначення вартості акціонерного капіталу

Постановка проблеми. Важливість науково обґрунтованого визначення вартості бізнесу в нинішніх умовах не викликає сумнівів ні у потенційних, ні у вже наявних інвесторів і стейкхолдерів, а також інших учасників ринку. Така необхідність викликана переважно тим, що дає змогу одержати відповідь на питання щодо вигідності продажу або придбання того чи іншого бізнесу, щодо правильності обраної корпоративної стратегії та напрямку розвитку бізнесу, а також щодо шляхів подальшого нарощування його вартості й добробуту інвесторів. Серед розмаїття методик інвестиційної оцінки бізнесу особливої практичної значущості та поширення набули методи дохідного підходу, насамперед ті, що ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків (DCF – discounted cash flows). При цьому особливої важливості набуває правильність розрахунку та визначення ставки дисконтування, адже її значення лягає в основу оцінки вартості бізнесу за методом DCF і прийняття стратегічних рішень (у рамках вартісно-орієнтовних концепцій управління).

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед науковців у різні часи проблематикою визначення основних засад та підходів до оцінки вартості бізнесу займалися А. Дамодаран [2], Б. Колас [4], Г. Кокинз [3], Т. Коупленд [5], Г. Островська [9], Т. Узст [11] та ін. Питанням ефективності й оцінки економічного стану бізнесу, а також моделям виміру вартості капіталу та його струк-

тури в рамках функціонування бізнесу присвятили свої праці В.Г. Андрійчук [1], Т. Огієр [8], О.Г. Мендрул [6], А.М.Турило [10], С.В.Мочерний [7] і ряд інших науковців та практиків інвестиційного аналізу й корпоративних фінансів.

Мета статті – проаналізувати моделі визначення вартості акціонерного капіталу бізнесу в межах моделі середньозваженої вартості капіталу – WACC та моделі CAPM, а також навести послідовний опис методик їх розрахунку й виявити певні переваги та недоліки запропонованих методик на основі результатів математичного й логічного аналізу.

Виклад основних результатів дослідження. У практиці корпоративних фінансів та інвестиційної оцінки з метою визначення ставки дисконтування очікуваних грошових потоків широко використовується показник середньозваженої вартості капіталу (WACC – weighted average cost of capital), який відображає сукупну альтернативну дохідність, на яку можуть очікувати інвестори в рахунок своєї участі у формуванні акціонерного капіталу бізнесу. Показник WACC є функцією кількох аргументів, а саме структури капіталу, вартості позикового й власного акціонерного капіталу та ризиків (систематичних чи специфічних), і має наступне математичне формулювання:

$$WACC = K_e \cdot W_e + K_d \cdot W_d \cdot (1-T),$$

де K_e та K_d – відповідно вартість власного (equity) та позикового (debt) акціонерного капіталу, %; W_e і W_d – частка у структурі акціонерного капіталу відповідно власного та позикового, %; T – ставка оподаткування прибутку підприємства.

* Науковий керівник – В.Г. Андрійчук, доктор економічних наук, професор, академік НААН.
© А.В. Білич, 2013

При застосуванні WACC у розрахунках вартості бізнесу методом DCF зауважимо наступне:

- показник WACC відображає середньозважені витрати на залучення капіталу з різних джерел (власного, позикового тощо), оскільки грошові потоки є функцією капіталу всіх інвесторів;

- варто розраховувати WACC після сплати корпоративного податку, що не суперечить подальшій методиці при розрахунку чистих грошових потоків (на основі прибутку після оподаткування);

- якщо період прогнозування грошових потоків є довготривалим, то при розрахунку WACC повинні відповідним чином враховуватися й зміни, які можуть відбутися у структурі капіталу, його вартості, що вимагає виходити за рамки поточної ситуації бізнесу;

- показник WACC слід оцінювати за ринковими ставками вартості капіталу, а не за бухгалтерськими, оскільки останні не відображають реальної ситуації щодо ризиків компанії, не враховують систематичні ризики, компенсації яких очікують інвестори.

На показник WACC безпосередньо впливають дивідендна політика бізнесу, політика займу та інших видів залучення капіталу, інвестиційна активність, політика щодо встановлення рівня фінансового левериджу (за рахунок структури капіталу), різні податкові навантаження. Для врахування впливу фінансового левериджу (“debt ration” – як відношення зобов'язань до акціонерного капіталу бізнесу) й податкового навантаження низкою авторів зауважується можливість використання двох нестандартних моделей розрахунку WACC:

WACC Модильяні–Міллера (1963 р.), яка передбачає незмінність податкового навантаження на бізнес упродовж періоду дисконтування, що дає змогу дисконтувати податкове навантаження по вартості боргових зобов'язань. Модель передбачає також, що вартість бізнесу не змінюється залежно від структури його фінансування, адже в умовах ідеального ринкового середовища власник бізнесу завжди має доступ до різних видів фінансових ресурсів, підтримуючи оптимальне значення структури капіталу та фінансового левериджу бізнесу. Таким чином, вар-

тість бізнесу з урахуванням чи без урахування фінансового левериджу у довгостроковій перспективі будуть еквівалентними, а WACC упродовж усього періоду дисконтування буде стабільною:

$$MM \text{ WACC} = K_e + D/E \cdot (K_e - K_d) \cdot (1-T),$$

де D – величина позикового капіталу, гр.од.; E – величина власного акціонерного капіталу, гр.од.; D/E – коефіцієнт заборгованості;

WACC Майлза–Еццеля (1980 р.), яка ґрунтується на дещо протилежному підході щодо врахування вартості податкового навантаження й фінансового левериджу компанії. Так, відповідно до цієї моделі податкове навантаження є відомим тільки на перший рік дисконтування (ставка дисконтування дорівнює вартості боргового капіталу), а впродовж наступних років його величина є ризикованою, а тому для дисконтування податкового щита використовується вартість власного акціонерного капіталу (без левериджу, оскільки ми не можемо прогнозувати зміни структури капіталу).

$$ME \text{ WACC} = K_e - K_d \cdot T \cdot [(1+K_e)/(1+K_d) \cdot (D/(D+E))].$$

Оскільки перелічені моделі WACC не є цілком досконалими та реалістичними, то в практиці оцінки вартості бізнесу необхідно досить критично ставитися до таких методик, враховуючи внутрішнє становище бізнесу, управлінські плани й чинники макросередовища. Варто брати до уваги, що навіряд чи бізнесу вдасться зберегти протягом відносно довготривалого періоду дисконтування поточну структуру капіталу, рівень боргових зобов'язань, їхню вартість, а також передбачити всезростаючі очікування акціонерів, зміни дивідендної політики, ставки по оподаткуванню у разі законодавчих змін. За існуючих умов у переважній більшості використовується стандартна модель WACC, розрахунок якої ускладнений необхідністю визначення вартості власного акціонерного капіталу (K_e), яка повинна враховувати очікування інвесторів, систематичні та специфічні ризики бізнесу тощо.

Різниця між зазначеними видами ризиків полягає в природі їхнього виникнення, а також можливостей компанії впливати на їх уникнення. До специфічних ризиків можемо віднести ті з них, які ініційовані або іншим

якимось чином виникли в результаті діяльності бізнесу (закупівля нового обладнання, що виявилось дорожче, ніж очікувалося; робочі страйки в підприємстві тощо). На дохідність інвестиційного портфеля суттєво впливають і систематичні ризики (зміна валютного курсу, ставок по кредитах, законодавчого поля, зростаючі темпи інфляції тощо), які виникають поза волею акціонера.

Щодо очікувань інвесторів зазначимо, що процес інвестування завжди супроводжується певною альтернативою вибору для потенційного інвестора. Ця обставина потребує оцінки переваг та недоліків такого інвестування за необхідності компенсації можливих ризиків (тобто можливих відхилень дохідності від її очікуваного рівня, або різниці між ризиком бізнесу й ринку в цілому). Саме тому фінансова теорія визнає, що очікувана дохідність інвесторів є, насамперед, функцією ризику, і чим вищий ризик, тим відповідно вищою повинна бути компенсація за нього.

З метою урахування всіх вищезазначених факторів використовується модель CAPM (capital asset pricing model – модель оцінки капітальних інвестицій/активів), яка найповніше відповідає поведінці інвестора, маючи наступне математичне формулювання:

$$CAPM = R_f + \beta_e \cdot (R_m - R_f),$$

де R_f – безризикова ставка дохідності (%); β_e – коефіцієнт систематичного ризику – бета; $(R_m - R_f)$ – премія за ризик фондового ринку (за інвестування в цінні папери саме цієї компанії), %; R_m – очікувана дохідність цінних паперів компанії, %.

Дану модель можна використовувати у двох випадках:

1) для підприємств, цінні папери яких торгуються на регулярній основі на фондових майданчиках;

2) для підприємств, що не зареєстровані на фондових біржах та акції яких там не котируються¹. У цьому разі проводиться галузевий бенчмаркінг², вивчається досвід ідентичних компаній.

В основі моделі CAPM лежить безризикова ставка дохідності, що являє собою альтернативний для інвестора шлях інвестування з мінімально можливим ризиком, який здатен забезпечити певний рівень дохідності. У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінювання бізнесу за такий безризиковий рівень інвестування приймаються державні запозичення (казначейські векселі у США з терміном погашення 10 років, облігації внутрішньої державної позики в Україні з терміном погашення від 5 років і більше та ін.).

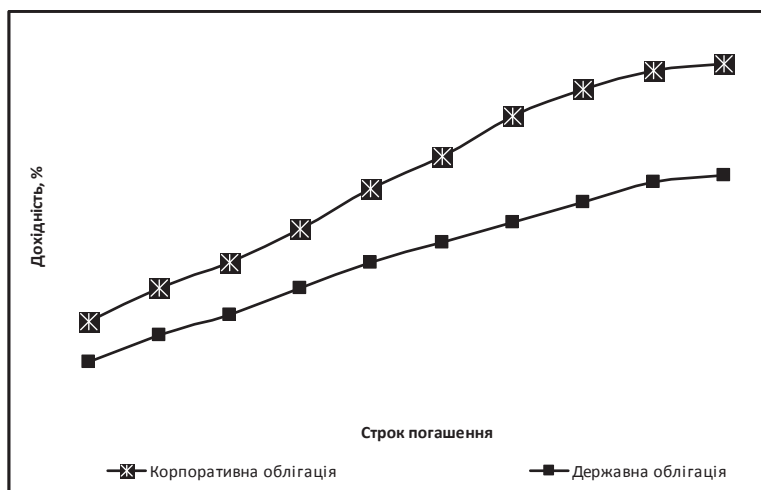


Рис. 1. Корпоративна дохідність корпоративного портфеля акцій порівняно із безризиковими облігаціями державного боргу

Джерело: авторська розробка.

¹ Також можливе використання кумулятивного методу (сума безризикової ставки дохідності та премії за ризик).

² Під галузевим бенчмаркінгом мається на увазі пошук ідентичних компаній (за масштабом, рівнем фі-

На рисунку 1 чітко простежується, за рахунок чого потенційний інвестор одержує більшу дохідність порівняно із безризиковими облігаціями державної позики (маржа боргових зобов'язань як різниця між дохідністю корпоративних і державних позик). Так, інвестуючи в корпоративні цінні папери інвестор стикається з вищим ризиком можливих неплатежів або взагалі ризикує втратити очікувану дохідність, а тому плата за такий ризик є вищою порівняно із дохідністю державних облігацій, ризик по яких є мінімальним (або взагалі відсутнім).

Оскільки значення середньозваженої дохідності по облігаціях, векселях чи інших цінних паперах являє собою реальну процентну ставку, то виникає потреба приведення її до номінального рівня через коригування на середньорічний рівень інфляції в країні.

Для цього можна скористатися рівнянням Фішера [8, с.29], яке уможливить перевести номінальні очікування щодо дохідності до реальних відповідно до інфляційних очікувань інвесторів:

$$(1+n) = (1+r)/(1+i),$$

де r – номінальна безризикова ставка дохідності, %; n – реальна безризикова ставка дохідності, %; i – очікуваний рівень інфляції, %.

Ще одним важливим елементом моделі САРМ є коефіцієнт β_e , який відображає систематичний ризик, з яким стикається бізнес порівняно із ризиком усього ринку. Так, якщо інвестор стикається з ризиком вищим за середній по ринку, то коефіцієнт β_e відповідно буде вищим за одиницю, і навпаки.

Стандартною процедурою розрахунку β_e , що визнана у практиці корпоративних фінансів, є регресія³ дохідності акцій компанії та ринкової дохідності, що виражається такою лінійною залежністю:

$$R_j = a + b \cdot R_m,$$

де R_j – дохідність корпоративного портфеля; R_m – дохідність ринкового портфеля (індекс); b – відповідно параметр, що відо-

нансового та операційного левириджу), з якими проводиться порівняльний аналіз.

³ Регресія є формою зв'язку між випадковими величинами (у даному випадку, залежність між ринковим індексом портфеля акцій та дохідністю корпоративних цінних паперів).

ображає залежність R_j від зміни R_m (або коефіцієнт систематичного ризику – β_e).

Для розрахунку β_e –коефіцієнта необхідно врахувати таке:

часовий горизонт, який обирається для одержання історичних (вихідних) даних. Так, чим він довший, тим більша сукупність імовірностей буде включена у регресійний аналіз. Але водночас це може стати результатом певного викривлення інформації, оскільки впродовж обраного періоду діяльності і стратегія компанії могла піддаватися значним трансформаціям (поглинання та придбання інших бізнесів, значні капіталовкладення в оновлення існуючого бізнесу, зміна структури операційних витрат, боргової, дивідендної політики тощо).

Таким чином, при визначенні коефіцієнта β_e необхідно детально аналізувати як діяльність компанії, так і тенденції, що були притаманні ринку впродовж обраного часового горизонту з метою одержання адекватних вхідних даних для розрахунку коефіцієнта. Разом із вибором часового горизонту необхідно визначатися й з інтервалами дохідності (на погодинній, щоденній, щотижневій, щомісячній, щоквартальній основі тощо), що залежатиме в більшості від доступності інформації та роботи самої біржі, від строку, впродовж якого акції компанії котируються на фондових майданчиках й ін.;

вибір вихідного індексу дохідності ринкового портфеля (використання різних індексів дає неоднакові значення систематичного ризику). Зазвичай, індекси ринкового портфеля є достатньо вузькими, включаючи дані кількох десятків великих компаній різної галузевої приналежності, а тому чим більше компаній включено у розрахунок середньозваженої ринкової дохідності, тим точнішим буде одержаний коефіцієнт систематичного ризику. У практиці корпоративних фінансів можуть використовуватися як внутрішні (притаманні певній країні – S&P 500 у США, FTSE 100 чи 250 у Великобританії, WIG 20 у Польщі, РТС у РФ тощо), так і світові (глобальні) індекси для оцінки міжнародного диверсифікованого бізнесу (наприклад, індекс світового капіталу Моргана-Стенлі – MCWCI, дані агентств Bloomberg, Goldman Sachs та ін.). В Україні

ж показниками, що характеризують роботу внутрішнього фондового ринку, є індекс ПФТС⁴ та індекс UX⁵ (індекс Української біржі), що можуть бути використані для визначення β_e -коефіцієнта.

Так, із метою розрахунку β_e ми проаналізували дані щодо ціни закриття продажу акцій компанії (агропромисловий холдинг Кернел, IPO, SPO та SPO II якого відбулося у 2007, 2008 та 2010 роках на Варшавській фондовій біржі) впродовж останніх 5 років (кін. 2007–поч. 2013 рр.) [17], а також зібрали дані щодо індексу ПФТС за аналогічний період, отримавши при цьому дохідність ринкового й корпоративного портфелів (на основі 407 спостережень за визначений період). У результаті регресійного аналізу, що

був виконаний за допомогою статистичних функцій EXCEL («covariance» – дисперсія та «slope» – нахил), були одержані такі дані:

- β_e -коефіцієнт для компанії, визначений за індексом ПФТС, становив 0,37. Одержані дані показують, що акції компанії мало піддаються дії систематичного ризику й «настроєм» вітчизняного ринку цінних паперів, відрізняючись своєю надійністю, а тому потенційні інвестори мають підстави для висновку щодо достатньо високої інвестиційної привабливості акцій компанії. Проведений розрахунок може бути представлений у графічній формі, а β_e відповідно буде одержаний із результатів побудови лінійного тренду (рис. 2).

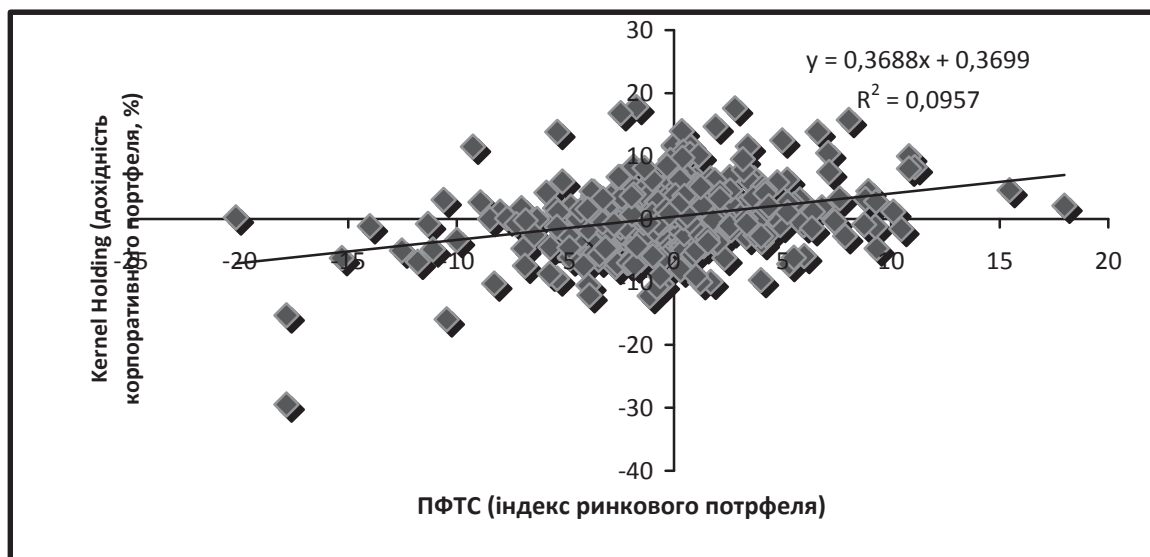


Рис. 2. Розрахунок коефіцієнта систематичного ризику та детермінації на основі індексу ПФТС

Джерело: авторські розрахунки.

Одержане значення коефіцієнта детермінації (R^2) показує тісноту зв'язку між дохідністю корпоративного портфеля акцій та рівнем систематичного ризику ринку (чим він нижчий, тим меншим є зв'язок і варіація результативної ознаки). Відповідно до значен-

ня R^2 робимо висновок, що варіація дохідності портфеля акцій компанії Кернел мало залежить від ринкового ризику (на систематичний ризик припадає лише 9,6%).

Загальновизнаним є той факт, що компанія, яка оперує на території певної країни, повинна більшою мірою піддаватися ризикам, які притаманні внутрішньому фондовому ринку. Але у даному випадку, коли акції компанії Кернел розміщені на міжнародному фондовому майданчику – Варшавській фондовій біржі, то доцільніше було б оцінювати регресію корпоративної дохідності акцій компанії із дохідністю польського фондового ринку (рис. 3).

⁴ Індекс ПФТС – біржовий індекс, розрахунок ведеться щодня за результатами торгів на ПФТС; є середньозваженою ціною угод компаній, що входять до «індексного кошика» (найбільш ліквідні); визнаний МФК як єдиний індекс для використання з метою аналізу внутрішнього ринку цінних паперів в Україні.

⁵ Індекс UX – середньозважений фондовий індекс, одержаний в результаті торгів на Українській біржі («індексний кошик» складають дані 10 українських компаній).

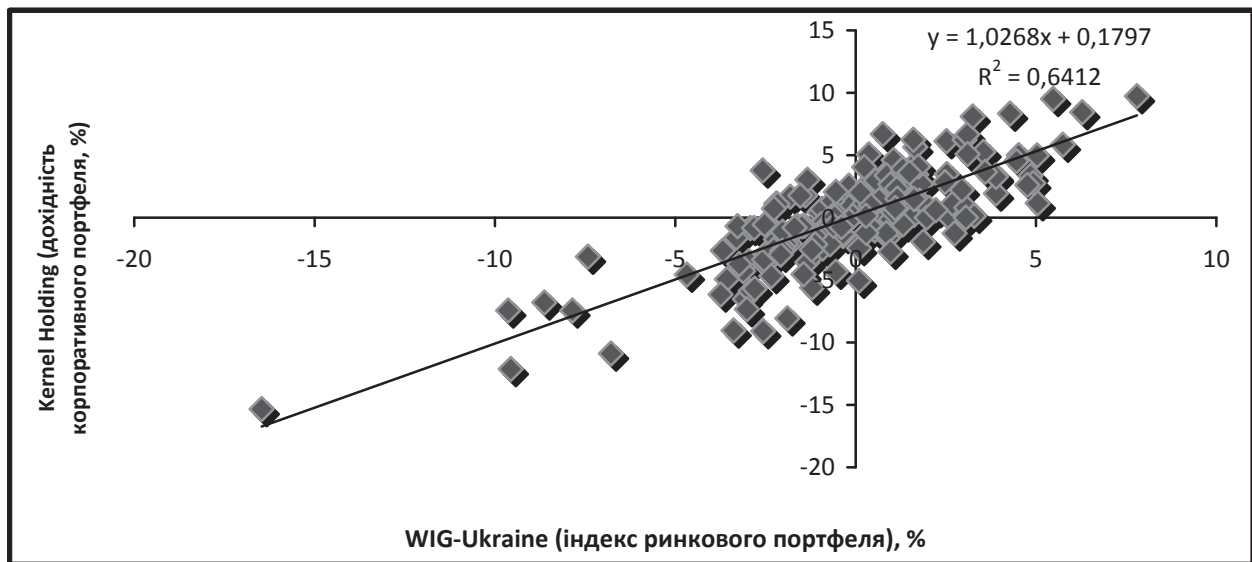


Рис. 3. Розрахунок коефіцієнта систематичного ризику та детермінації на основі даних щодо індексу WIG-Ukraine* (на основі 174 спостережень)**

* Індекс WIG-Ukraine є національним індексом, розрахунок якого здійснюється ВФБ, починаючи з грудня 2010 р. До складу «індексного кошика» входять компанії, акції яких котируються на ВФБ, але основна операційна та інша діяльність їх відбувається на території України.

** Джерело: авторські розрахунки.

Отже, бачимо досить високу залежність дохідності корпоративного портфеля від ринкового (на систематичний ризик, що пов'язаний із роботою польського фондового ринку, припадає 64%, що неодмінно позначається на дохідності портфеля акції компанії Кернел). Одержаний β_e -коефіцієнт (1,02) доводить про те, що волативність ризику корпоративного й ринкового портфелів є майже однаковою. Зазначимо, що одержані дані регресії за індексом ПФТС і WIG-Ukraine показують, що для конкретної компанії (агропромисловий холдинг Кернел) важливішими з погляду дохідності її активів, інвестиційної привабливості є не те, що відбувається на фондовому майданчику України, а в Польщі, де розташовані акції компанії (що є зрозумілим з огляду на попередні пояснення).

Як бачимо, коефіцієнт систематичного ризику не позбавлений недоліків, а його розрахунок пов'язаний із певними труднощами (у даному випадку з вибором індексу ринкового портфеля як бази розрахунку та правильної інтерпретації одержаних результатів, які будуть використані для подальшого аналізу). Крім того, коефіцієнт β є ретроспективним показником, знаходячи своє відображення у періоді регресії, а не у поточ-

ному стані бізнесу. Зазначимо також, що β є достатньо чутливою до внутрішніх змін у бізнесі, що потрібно враховувати при розрахунку, обираючи оптимальний часовий горизонт для аналізу. Також одержаний показник β для компанії відповідної галузі є малопридатним для аналізу впливу систематичного ризику на ринок даної галузі, оскільки коефіцієнт є достатньо індивідуальним і змінюється для різних бізнесів навіть усередині однієї галузі під дією низки факторів, а саме циклічністю доходів, рівнем операційного (на рівні операційного левериджу) та фінансового ризиків [8, с. 40].

Фінансовий ризик пов'язаний з тим, що частково фінансування бізнесу відбувається за рахунок боргового капіталу, а платежі по обслуговуванню боргу (процентних ставок за користування кредитними ресурсами) не залежать від грошових потоків бізнесу. Саме тому подальше збільшення частки боргового капіталу у структурі не лише зменшує фінансову незалежність бізнесу, але й посилює дію систематичного ризику на компанію, тим самим зумовлюючи ще більше відхилення коефіцієнта β_e компанії від середнього по ринку значення.

Так, щоб β_e компаній однієї галузі були зіставними, то необхідно елімінувати вплив фінансового левериджу наступним чином:

$$\beta_a = \beta_e / (1 + D/E),$$

де β_a – бета активу без фінансового левериджу; β_e – коефіцієнт бета (β -equity) з урахуванням фінансового левериджу; D – величина боргового капіталу, гр. од.; E – величина власного капіталу, гр. од.

Ще одним важливим елементом моделі CAPM є показник премії за ризик фондового ринку – EMRP, що являє собою різницю між очікуваною дохідністю ринкового портфеля цінних паперів компанії та безризиковою ставкою дохідності (ретроспективні статистичні дані). При цьому даний показник необхідно коригувати відповідно до поточної ринкової ситуації та індикаторів поточної діяльності й розвитку компанії, які б слугували адекватним відображенням її ретроспективних даних. Для визначення середнього значення дохідності цінних паперів компанії можемо застосувати значення середньої арифметичної чи геометричної, результати по яких незначно різнитимуться (за середньої арифметичної значення буде вищим, але точність розрахунків – більшою у середньої геометричної).

Таким чином, маючи певний набір у більшості статистичних даних можна визначити вартість власного акціонерного капіталу, що в подальшому буде включено у розрахунок середньозваженої вартості всього капіталу компанії.

Оскільки модель CAPM має певні недоліки (наближеність результатів розрахунків через ретроспективний характер вхідної інформації, складність розрахунку деяких із показників, недостатня розвиненість вітчизняного фондового ринку тощо), то в зарубіжній теорії оцінювання власного акціонерного капіталу виділяють й інші альтернативні моделі – теорія арбітражного ціноутворення (АРТ), трифакторна модель Фама-Френча, стохастичні моделі оцінки опціонів тощо.

Теорія арбітражного ціноутворення (С. Росс, 1976 р.) пропонує досить деталізовану модель оцінки вартості капіталу, що ґрунтується на врахуванні ризиків від різних макро- та мікроекономічних факторів і міри

їх впливу на дохідність акцій компанії. Такими факторами визнані індекси промислового виробництва, ВВП та його динаміка, інфляційні очікування й інше, що є досить узагальненими показниками, які мало характеризують галузь. Таким чином, постає необхідність індивідуального підбору факторів для кожної конкретної компанії, що ускладнює не лише розрахунок, але й взагалі в умовах деяких ринків унеможлиблює пошук необхідної інформації (динаміки великої кількості економічних показників), яка за своєї відсутності перетворюється у суб'єктивне бачення оцінювача.

І хоча дана модель ґрунтується на «індивідуальному підході» до кожного окремого корпоративного портфеля, але практичний її розрахунок досить складний (хоча за ідеальних умов CAPM взагалі могла б стати складовою моделі АРТ, оцінюючи один із можливих ризиків – систематичний/ринковий).

$$K_e = R_f + \beta_{i1} \cdot R_1 + \dots + \beta_{in} \cdot R_n,$$

де K_e – вартість власного акціонерного капіталу, %; R_f – безризикова ставка дохідності, %; $\beta_{i1\dots n}$ – чутливість корпоративного портфеля акцій до кожного окремого виду ризику/фактора; $R_{1\dots n}$ – премія за акціонерний ризик, пов'язаний із дією кожного окремого фактора.

Модель Фама-Френча (1992 р.) побудована на врахуванні крім систематичного ризику – β (аналогічного тому, що розраховується в моделі CAPM), ще й додаткових ризиків, пов'язаних із розмірами компанії та співвідношенням балансової й ринкової вартостей, тим самим розширюючи рамки CAPM. Так, невеликі розміри компанії та перевищення її балансової вартості над ринковою спричинить бажання інвестора щодо одержання вищої дохідності, адже у цьому разі він стикається з додатковим ризиком⁶.

Математична формалізація даної моделі має вигляд:

$$K_e = \beta \cdot EMRP + \beta_{SMB} \cdot R_{SMB} + \beta_{HML} \cdot R_{HML},$$

⁶ Це може бути пов'язано із дією операційного, фінансового ризику (через леверидж), а також із можливою нижчою ліквідністю невеликих компаній, їх закритістю, недиверсифікованістю управління, фінансовими труднощами тощо.

де β_{SMB} – чутливість корпоративного портфеля до розмірів компанії (SMB); R_{SMB} – премія/додатковий дохід від компанії з невеликою капіталізацією; β_{HML} – чутливість корпоративного портфеля до співвідношення балансової вартості до ринкової (HML); R_{HML} – премія/додатковий дохід за високий рівень співвідношення балансової та ринкової вартостей.

Дана модель на сучасному етапі є малозастосованою у практиці корпоративних фінансів. Це пов'язано з тим, що не існує одностайної думки щодо необхідності врахування додаткових факторів – розмір компанії й співвідношення вартостей, а також щодо їх однозначного впливу на очікувану інвесторами дохідність. Саме тому на сучасному етапі модель Фама-Френча хоч і має аргументовану значимість, але залишається теоретичною моделлю, не маючи практичного поширення.

Висновки. Визначення вартості акціонерного капіталу є послідовним процесом, який вимагає конструктивного аналізу не лише структури капіталу та джерел його залучення, але й ризиків інвестування, що лежать у площині внутрішньої політики бізнесу та ринкового середовища (систематичні й специфічні ризики). Найповніше всі ці фактори враховуються у моделі WACC, яка визначає сукупну дохідність усіх інвесторів, і CAPM, яка визначає вартість власного акціонерного капіталу й оцінює ризики корпоративного

портфеля порівняно із ринковим. З метою врахування додаткових факторів впливу на вартість капіталу (рівень фінансового левериджу, податкове навантаження) були також розглянуті певні модифікації до стандартної моделі WACC і наведені приклади можливих поправок до CAPM – моделі.

Крім того, були проаналізовані деякі альтернативні моделі до CAPM – модель АРТ та Фама-Френча. Зазначимо лише, що серед розмаїття існуючих нині теоретичних методик визначення вартості капіталу найбільш застосовуваною і визнаною у світі інвестиційного аналізу залишається все ж CAPM. І хоча дана модель має певні недоліки – як-то ретроспективність даних, одномоментність розрахунку без урахування перспектив подальшого розвитку бізнесу, вимоги щодо наявності активно діючого фондового ринку, неврахування дії інших ризиків тощо, але має більшу практичну значущість одержаних результатів порівняно з іншими моделями, які залишаються лише теоретичними концепціями. Насамперед, перевагою моделі CAPM є використання загального рівня ризику ринку, з яким пов'язана корпоративна дохідність, при цьому розрахунок ґрунтується не на суб'єктивних припущеннях, а на доступній оцінювачу інформації, яка може потребувати певних коректив відповідно до індивідуальних умов кожної компанії.

Список використаних джерел

1. Андрійчук В.Г. Ефективність діяльності аграрних підприємств: теорія, методика, аналіз: монографія / В.Г. Андрійчук. – К.: КНЕУ, 2005. – 292 с.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ.; 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1340 с.
3. Кокинз Г. Управление результативностью. Как преодолеть разрыв между объявленной стратегией и реальными процессами / Г. Кокинз. – М.: Альпина, 2008. – 315 с.
4. Колас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции, методы: учеб. пособие / Б. Колас ; пер. с франц. под ред. проф. Я.В. Колосова. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 576 с.
5. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин ; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.
6. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: монографія / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
7. Мочерный С.В. Экономическая теория: учеб. для вузов / С.В. Мочерный, В.Н. Некрасов и др. – М.: ЗАО «Книга-сервис», 2003. – 416 с.
8. Огієр Т. Справжня вартість капіталу: Практичний посібник з прийняття фінансових рішень / Т. Огієр, Дж. Рагман, Л. Спайсер ; пер. з англ.; за наук. ред. О.Б. Ватченко. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2007. – 288 с.
9. Островська Г. Управління вартістю: сучасні оцінки корпоративної ефективності / Г. Островська // Світ фінансів. – 2008. – № 3 (16). – С. 106-116.
10. Турило А.М. Визначення відмінностей у сутності та оцінці категорій «економічний стан підприємства» і «фінансовий стан підприємства» / А.М. Турило // Актуальні проблеми економіки – 2010. – №7. – С. 164-169.
11. Узст Т. Пособие по оценке бизнеса / Т. Узст, Д. Джонс ; пер. с англ. – М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. – С. 650.

12. Blume M. Betas and the regression tendencies / M. Blume // Journal of Finance. 1975. – №30. – P. 785-795.
13. Blume M. On the assessment of risk / M. Blume // Journal of Finance. – 1971. – №26. – P. 1-10.
14. Bradfield D. On estimating the beta coefficient / D. Bradfield // Investment Analyst Journal. – 2003. – №57. – P.47-53.
15. Corhay A. The The intervalling effect bias in beta: A note / A. Corhay // Journal of banking and finance. – 1992. – №16. – P. 61-73.
16. Інтернет-ресурс: <http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF>.
17. Інтернет-ресурс: <http://www.wseinternational.eu/>.
18. Інтернет-ресурс: <http://www.pfts.com/en/>.
19. Інтернет-ресурс: <http://investfunds.ua/markets/indicators/WIG-Ukraine/>.
20. Інтернет-ресурс: <http://www.ba.metu.edu.tr/~adil/ba4829/damodaran-beta.pdf>.

Стаття надійшла до редакції 12.03.2013 р.

*

УДК 657.37

*І.С. ЧУХНО, аспірант**

Національний науковий центр «Інститут аграрної економіки»

Теоретичні засади бухгалтерської звітності

Постановка проблеми. Дослідження проблем удосконалення бухгалтерської звітності завжди займало провідне місце серед теоретико-прикладних розробок як науковців, так і практиків галузі бухгалтерського обліку, оскільки значення звітності в управлінській діяльності неможливо переоцінити. Високий рівень конкурентності на ринку, бажання одержувати максимально високі фінансові результати та залучати вигідні фінансові інвестиції сприяють посиленню ролі звітності для менеджменту. В результаті бухгалтерська звітність набуває нового статусу, вона стає джерелом інформації для поліпшення роботи господарюючого суб'єкта прийняттям ефективних управлінських рішень.

На сучасному етапі розвитку господарських відносин питання характеристики теоретичного боку бухгалтерської звітності є не менш важливим, ніж її методологічна основа. Проте наявність безлічі поглядів науковців на трактування бухгалтерської звітності й визначення видів, що входять до її складу, ускладнює розвиток однозначної концепції цього поняття. Отже, є потреба в детально-

му вивченні проблем, що виникають у теорії та практиці формування бухгалтерської звітності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню економічної суті категорії “бухгалтерська звітність” присвячують свої праці такі провідні вітчизняні та зарубіжні вчені, як Ф.Ф. Бутинець [3], Г.М. Давидов [5], Г.Г. Кірейцев [7], Т.Є. Кучеренко [10], І.В. Малишев [11], В.Г. Пантелеєв [14], І.І. Поклад [16], Я.В. Соколов [20], В.В. Сопко [21], Т.М. Сторожук [20], П.Я. Хомин [23], В.Г. Швець [24] та ін. Праці науковців значимі своїми теоретичними висновками, але існуючі незгодженості науки сьогодення залишаються невизначеними.

Мета статті – аналіз інтерпретацій категорії “бухгалтерська звітність” провідними науковцями, уточнення сутності вказаного поняття з метою подальшого однозначного його трактування в економічних дослідженнях, а також визначення складу бухгалтерської звітності.

Виклад основних результатів дослідження. Розгляду поняття “бухгалтерська звітність” повинно передувати виявлення сутності звітності. Дослідження економічної суті цієї категорії доцільно розпочати з вивчення основоположних наукових підходів щодо її визначення. Звертаючись до матері-

* Науковий керівник – М.А. Проданчук, кандидат економічних наук, доцент.
© І.С. Чухно, 2013