

Г. В. Мисака

кандидат економічних наук, доцент кафедри обліку та аудиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, annabelle1605@gmail.com

І. А. Дерун

кандидат економічних наук, асистент кафедри обліку та аудиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, ivanderun0601@gmail.com

**ВИЗНАЧЕННЯ ТА ОЦІНКА ІНДИКАТОРІВ
ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ КОМПАНІЇ
ЗА ДАНИМИ ФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ**

Анотація. У статті систематизовано підходи до визначення параметрів інвестиційної привабливості компанії, критичний аналіз яких дав змогу виокремити причини, що перешкоджають складанню її оцінки в площині показників фінансової звітності. З'ясовано, що найоб'єктивнішим (враховуючи ринковий механізм формування) проявом інвестиційної привабливості компанії є величина її ринкової капіталізації, котра включає чисті активи, внутрішньогенерований гудвіл та очікування ринку щодо привабливості її цінних паперів. Тому інвестиційну привабливість компанії запропоновано визначати за коефіцієнтом Тобіна, що співвідносить її ринкову капіталізацію з балансовою вартістю чистих активів. Економетричну модель оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна) побудовано за такими факторами, як коефіцієнт фінансування, рентабельність чистих нематеріальних активів, частка гудвіла в нематеріальних активах, частка витрат на дослідження й розробки в операційних витратах, рентабельність власного капіталу. Апробацію моделі проведено за даними фінансової звітності 41 транснаціональної корпорації за 2012–2016 рр. На основі отриманих результатів встановлено, що інвестиційна привабливість компанії найбільш чутлива до змін такої складової її внутрішньогенерованого гудвіла, як рівень фінансування досліджень і розробок.

Ключові слова: витрати на дослідження й розробки, внутрішньогенерований гудвіл, ділова репутація, інвестиційна привабливість компанії, коефіцієнт Тобіна, ринкова капіталізація, фінансова звітність.

Форм. 3. Табл. 3. Літ. 22.

Ganna Mysaka

Ph. D. (Economics), Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, annabelle1605@gmail.com

Ivan Derun

Ph. D. (Economics), Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, ivanderun0601@gmail.com

**DETERMINATION AND EVALUATION OF INDICATORS
OF COMPANY INVESTMENT ATTRACTIVENESS
BASED ON FINANCIAL STATEMENTS**

Abstract. The article deals with the systematization of approaches to determining company parameters in terms of its investment attractiveness. The critical analysis of those approaches allows identifying the reasons that hinder a company's evaluation based on its financial statements indicators. The purpose of the article is to provide a theoretical reasoning, development and testing of the evaluation model of company

© Мисака Г. В., Дерун І. А., 2018

investment attractiveness using its financial statements data, which is necessary for the stakeholders to make management decisions. The research embraces methods of accounting, econometrics and financial analysis. The authors point out that the level of a company's market capitalization, including its net assets (or equity), internally generated goodwill and market expectations regarding the prospects of securities attractiveness, is the most objective company indicator in terms of its investment attractiveness. That is why the authors opt to estimate investment attractiveness by Tobin's Q ratio, which takes into account both the company's market capitalization and the book value of its net assets. The proposed econometric model, evaluating investment attractiveness, encompasses the following factors: the equity-to-debt ratio, the return on net intangible assets, the share of goodwill in intangible assets, the share of R&D costs in operating expenses and the return on equity. Financial statements data of 44 transnational corporations for 2012-2016 is used for the model affirmation. In the conclusion based on the obtained results, the authors prove that a company's investment attractiveness is most sensitive to the changes in the level of funding for research and development, which is an integral part of its internally generated goodwill and business reputation.

Keywords: R&D costs, internally generated goodwill, business reputation, investment attractiveness of a company, Tobin's Q ratio, market capitalization, financial statements.

JEL classification: G32, M21, M41.

А. В. Мысака

кандидат экономических наук, доцент кафедры учета и аудита Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

И. А. Дерун

кандидат экономических наук, ассистент кафедры учета и аудита Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

**ОПРЕДЕЛЕНИЕ И ОЦЕНКА ИНДИКАТОРОВ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ
ПО ДАННЫМ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ**

Аннотация. В статье систематизированы подходы к определению параметров инвестиционной привлекательности компании, критический анализ которых позволил выделить причины, препятствующие составлению ее оценки в плоскости показателей финансовой отчетности. Выяснено, что наиболее объективным (учитывая рыночный механизм формирования) проявлением инвестиционной привлекательности компании является величина ее рыночной капитализации, включающая чистые активы, внутренне созданный гудвилл и ожидания рынка относительно привлекательности ее ценных бумаг. Поэтому инвестиционную привлекательность компании предложено определять по коэффициенту Тобина, который соотносит ее рыночную капитализацию с балансовой стоимостью чистых активов. Эконометрическая модель оценки инвестиционной привлекательности компании (по коэффициенту Тобина) построена по таким факторам, как коэффициент финансирования, рентабельность чистых нематериальных активов, доля гудвилла в нематериальных активах, доля расходов на исследования и разработки в операционных затратах, рентабельность собственного капитала. Апробация модели проведена по данным финансовой отчетности 41 транснациональной корпорации за 2012–2016 гг. На основе полученных результатов установлено, что инвестиционная привлекательность компании наиболее чувствительна к изменениям такой составляющей ее внутренне созданного гудвилла, как уровень финансирования исследований и разработок.

Ключевые слова: расходы на исследования и разработки, внутренне созданный гудвилл, деловая репутация, инвестиционная привлекательность компании, коэффициент Тобина, рыночная капитализация, финансовая отчетность.

Максимізація ринкової вартості акціонерного капіталу в контексті конфлікту інтересів власників компанії та інших пов'язаних осіб (*shareholders versus stakeholders*) завжди була актуальною темою обговорення як у наукових колах, так і в суспільстві. Проте аналіз річних фінансових звітів корпорацій свідчить про те, що з кожним роком дедалі більше підприємств приділяють пильну увагу саме пошуку способів підвищення вартості компанії, тобто йдеться про чимдалі ширше використання фінансових показників, зосереджених на дослідженні внутрішньої вартості компанії (*value based management*). Оскільки ефективно управління вартістю підприємства не можливе без розуміння чинників (котрі, власне, і створюють цю вартість та забезпечують дохід його акціонерам), із метою прийняття обґрунтованих управлінських рішень, орієнтованих на підвищення його вартості, необхідно здійснити щонайменше виокремлення й вимірювання зазначених факторів для з'ясування їх підпорядкованості, вектора дії та сили впливу на результуючий показник.

Теоретичними питаннями визначення сутності та оцінювання інвестиційної привабливості підприємств займаються А. Г. Гончарук, Е. Джантон-Дроздовська, Дж. Радомська, Ю. А. Ролік, О. В. Носова [1–5]. Притаманна їхнім науковим працям диференційованість підходів до трактування економічної категорії “інвестиційна привабливість компанії” зумовлює в кожному такому випадку закріплення за нею відповідного набору характеристик і ознак, на підставі яких надалі має базуватися практична методика її оцінки [6]. Незважаючи на певні нюанси тлумачення та розбіжності в поглядах, оцінка фінансових параметрів функціонування компанії як найістотніших показників її внутрішньої здатності відповідати очікуванням потенційного інвестора перманентно залишається у фокусі науковців, котрі досліджують окреслену проблематику.

Метою статті є теоретичне обґрунтування та розроблення моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії з використанням даних її публічної фінансової звітності для прийняття управлінських рішень зацікавленими сторонами. Зазначене передбачає розв'язання таких завдань:

- 1) визначення індикаторів інвестиційної привабливості компанії;
- 2) їх аналіз із метою виокремлення компонентів, що можуть бути вимірянні на підставі даних публічної фінансової звітності компанії;
- 3) встановлення впливу факторів на інвестиційну привабливість компанії.

Основними характеристиками успішності компанії, чії цінні папери котируються на біржі, є показник її ринкової капіталізації та його зростання. Ринкову капіталізацію компанії розглядають як об'єктивно сформовану (із застосуванням механізму фондового ринку) поточну вартість емітента й об-

числюють як добуток біржового курсу однієї її акції на кількість акцій у обігу. Структурно цей показник можна представити таким чином:

$$PK = \text{ЧА} + \text{ВГГ} + \text{ОР}, \quad (1)$$

де *ЧА* – чисті активи компанії, оцінені за справедливою вартістю, або власний капітал, що залишається в розпорядженні акціонерів після погашення всіх зобов'язань; *ВГГ* – внутрішньогенерований гудвіл як умовна оцінка сукупності нематеріальних ознак, котрі притаманні конкретній компанії та виступають чинниками її додаткових конкурентних переваг; *ОР* – очікування ринку (інвесторів) щодо перспектив інвестиційної чи спекулятивної привабливості цінних паперів компанії.

Вважається, що істотне варіювання ринкової капіталізації компаній протягом коротких проміжків часу зумовлене цим компонентом та є проявом дії психологічних факторів на поведінку трейдерів [7]. На практиці чітко розмежувати, тим більше виміряти, такі складові неможливо, тому до визначення ринкової капіталізації компанії в цьому розрізі застосовується низка суб'єктивних підходів.

В основу пропонованого дослідження покладено гіпотезу про з'ясування й оцінку факторів, що впливають на інвестиційну привабливість компанії, на базі структурування показника її ринкової капіталізації з використанням публічної фінансової звітності.

Створення адекватної й дієвої моделі великою мірою залежить від попереднього відбору релевантних фінансових показників, що передбачає поглиблений аналіз економічної природи згаданих складових ринкової капіталізації та обґрунтування їх зв'язку з об'єктами бухгалтерського обліку для визначення найбільш достовірних вартісних параметрів досліджуваних компонентів. Однак власне вартісні показники не в змозі забезпечити цілісне уявлення про досліджувані поняття, а також встановити співвідношення з іншими вартісними показниками. Тому після виокремлення найістотніших із них у їх зв'язку з економічним змістом складових ринкової капіталізації компанії вважаємо за доцільне побудувати економіко-математичну модель за фінансовими коефіцієнтами, розрахованими на підставі відібраних вартісних показників і з урахуванням відповідності їхнього змісту економічній логіці початкової моделі.

Особливістю фінансової звітності як основного джерела достовірної інформації про фінансовий стан і результати діяльності компанії є те, що найбільш поширеною базою оцінки її показників виступає історична собівартість [8]. Це може стати причиною істотного відхилення показника сукупних активів компанії від величини її ринкової вартості, котра обраховується на базі оцінки за справедливою вартістю. Одним із способів оцінки інвестиційної привабливості компанії, що відомий як коефіцієнт Тобіна (в англійських джерелах – *q-ratio*, *Tobin's Q ratio*), є встановлення співвідношення показника її ринкової капіталізації та відновлюваної вартості сукупних ак-

тивів. Утім, на практиці через труднощі з визначенням відновлюваної вартості коефіцієнт Тобіна трансформують у таке співвідношення:

$$K_{\text{Тобіна}} = \frac{BK_{\text{рв}} + Z_{\text{рв}}}{BK_{\text{об}} + Z_{\text{об}}}, \quad (2)$$

де $BK_{\text{рв}}, BK_{\text{об}}$ – власний капітал компанії за ринковою й балансовою вартістю; $Z_{\text{рв}}, Z_{\text{об}}$ – зобов'язання компанії за ринковою та балансовою вартістю.

Припущення щодо рівності ринкової й балансової вартості зобов'язань веде до подальшого спрощення розрахунку цього показника, проте не зводить його до одного з класичних інструментів аналізу фондового ринку – коефіцієнта “ціна – балансова вартість акції” (*Price / Book value ratio*). Таким чином, три з чотирьох компонентів формули можуть бути взяті із фінансової звітності компанії, а ринкова вартість власного капіталу – визначена як добуток ринкової вартості однієї акції на кількість таких цінних паперів у обігу. Між тим елементарне структурування пасивів на власні й залучені дає можливість скористатись іншим аналітичним припущенням: власний капітал є джерелом фінансування переважно необоротних активів компанії.

Витлумачити зміст отриманого після всіх цих перетворень показника можна за допомогою фундаментального бухгалтерського рівняння (Активи = Власний капітал + Зобов'язання), з якого випливає, що власний капітал являє собою вартість чистих активів компанії, котрі залишаться після погашення всіх її зобов'язань. Таким чином, коефіцієнт Тобіна відобразить ефективність використання чистих активів під час формування ринкової вартості компанії.

Абсолютне значення показника чистих активів застосовується в процесі оцінки ризику банкрутства компанії, тоді як уповільнення темпів його зміни за методиками міжнародних кредитних агенцій є вагомою підставою для зниження кредитного рейтингу, що, у свою чергу, не може не відбитися на інвестиційній привабливості компаній для інвесторів. Принциповий підхід до фінансування бізнесу теж визначається співвідношенням зобов'язань і власного капіталу компанії, коли за рахунок залучення коштів формується фінансовий важіль для збільшення віддачі від власних коштів. Водночас високе значення цього показника свідчить про відповідний рівень фінансового ризику, що також береться до уваги потенційними інвесторами.

Коефіцієнт Тобіна, більший за одиницю, свідчить про те, що учасники фондового ринку оптимістично оцінюють перспективи розвитку компанії та її здатність генерувати прибуток. Арифметично ж це є наслідком відображення ринковою вартістю певних не визнаних, а отже, й не вказаних у обліку та звітності активів компанії, причому необоротних. Економічний зміст цього явища якнайкраще пояснюється поняттям ділової репутації фірми, що відображає ставлення, сприйняття й розуміння цілей, стратегії розвитку компанії з боку саме її зовнішнього оточення.

Оскільки ділова репутація вважається невід'ємною складовою іміджу компанії загалом і сама є комплексним показником, чинники формування

якого вивчені та систематизовані недостатньо, управління нею відповідно до поточних потреб розвитку компанії та проведення оцінки її впливу на якість менеджменту істотно ускладнені. Зокрема, задля підвищення коефіцієнта Тобіна менеджмент намагається примножити інвестиції в чисті активи, котрі здатні справити більший позитивний вплив на ділову репутацію, ніж вкладені в них кошти. Проте в разі швидшого зростання власного капіталу порівняно з ринковою вартістю компанії така стратегія матиме діаметрально протилежний ефект.

Природа ділової репутації компанії дає змогу в широкому сенсі трактувати її як нематеріальний актив, однак її невідповідність основним критеріям визнання активів для цілей бухгалтерського обліку (а саме, можливості ідентифікації та контролю ресурсу) де-факто також залишає відкритим питання обґрунтованості й достовірності її оцінки. За даними обліку визнати та оцінити можна тільки гудвіл, який виникає при придбанні (об'єднанні бізнесу) і являє собою перевищення суми компенсації, переданої покупцем, над справедливою вартістю ідентифікованих активів та взятих зобов'язань придбаної компанії. Тобто ділову репутацію фірми, що припиняє власну діяльність як окрема юридична особа й поглинається іншою компанією. У свою чергу, вартісним виразом ділової репутації успішної компанії вважається внутрішньогенерований гудвіл, котрий не відповідає основним критеріям визнання активів та не відображається у Звіті про фінансовий стан (Балансі) на кінець періоду. На нашу думку, оцінити такий гудвіл можна виходячи з економічного трактування поняття ділової репутації, виокремлення вжитих компанією заходів, що її формують, і встановлення їх адекватності наявним показникам фінансової звітності.

З точки зору первісного визнання в бухгалтерському обліку та подальшого відображення у фінансовій звітності, фактичні витрати на придбання або внутрішнє створення нематеріального активу можна поділити на капіталізовані (визнані у Звіті про фінансовий стан на кінець періоду у складі необоротних активів) і витрати періоду (визнані у Звіті про сукупні доходи за період у складі інших операційних витрат). У свою чергу, до нематеріальних активів відноситься гудвіл при придбанні, що його вартість виокремлюється під час розкриття цього показника у фінансовій звітності. Таким чином розмежовуються два його структурних компоненти – чисті нематеріальні активи та гудвіл. Отже, на нашу думку, показник чистих нематеріальних активів у фінансовій звітності виступає вартісним виразом капіталізованих витрат на власну ділову репутацію компанії, тимчасом як гудвіл є вартістю ділової репутації придбаних фірм, котрі припинили своє існування в результаті їх поглинання цією компанією.

До фінансових коефіцієнтів, що найбільш адекватно відображають вплив зазначених складових ділової репутації на інвестиційну привабливість компанії, належать:

- 1) рентабельність чистих нематеріальних активів як показник ефективності капіталізованих витрат на різнопланове поліпшення іміджу фірми;

2) частка гудвіла в нематеріальних активах як відсоток витрат на придбання чужої ділової репутації в загальній величині репутаційної компоненти ринкової вартості фірми.

Згідно з IAS 38 Intangible Assets [9], витрати на придбання чи внутрішнє створення об'єкта, котрий має на меті забезпечення майбутніх економічних вигід для компанії, але на звітну дату не відповідає визначенню нематеріального активу, визнаються витратами періоду, коли їх було здійснено, тобто є складовою Звіту про сукупні доходи за період. Утім, якщо на пізнішу звітну дату такий об'єкт все ж таки буде віднесено до складу нематеріальних активів, то видатки, первісно визнані як витрати, включенню в його собівартість не підлягають. Тобто витрати на дослідження й розробки, котрі об'єктивно можна вважати індикатором інтенсивності пошуку компанією інноваційних рішень для підтримки та розвитку свого бренда, відносяться до витрат періоду, тому їх величина хоч і не відображається в Балансі, безпосередньо впливає на внутрішньогенерований гудвіл. Поряд із використанням кращих управлінських рис, домінуючою позицією на ринку, застосуванням прогресивних технологій тощо зазначене збільшуватиме розрив між ринковою ціною та балансовою вартістю сукупних активів компанії, які витрачають чималі кошти на створення нових продуктів і технологій.

Для відображення витрат на дослідження й розробки, котрі є складовою інших операційних витрат, окремим рядком у Звіті про сукупні доходи за період необхідно, щоб їхня величина була суттєвою відносно основного показника такої форми фінансової звітності – чистого прибутку (збитку). Поріг суттєвості в кожному конкретному випадку встановлюється індивідуально обліковою політикою компанії. З огляду на стандартну бухгалтерську практику та публікації, присвячені цьому питанню, він становитиме 2–5 % чистого прибутку [10]. Таким чином, витрачання компанією частки чистого прибутку, що перевищує цей поріг, лише на дослідження й розробки переконливо свідчатиме про серйозність її намірів поліпшити свою ділову репутацію. А відносним показником, котрий, на наш погляд, найкраще ілюструє вплив витрат на дослідження та розробки як некапіталізованого компонента ділової репутації на інвестиційну привабливість компанії, слід вважати частку цих витрат у загальному обсязі операційних витрат компанії за звітний період, оскільки саме таке структурне співвідношення відображає ставлення керівництва компанії до фінансування поточних заходів, спрямованих на підтримку й підвищення ділової репутації.

Базові раціональні очікування інвесторів доцільно розглядати в площині оцінки ефективності їхніх інвестицій. За стандартами бізнес-планування одним із фінансових показників ефективності компанії як комплексного бізнес-проекту є рентабельність власного капіталу як ступінь віддачі на вкладені інвесторами кошти. При цьому психологічні фактори, що є підґрунтям ажіотажної спекулятивної складової очікувань інвесторів, у рамках цього дослідження ні співвіднести з показниками фінансової звітності, ні виміряти немає можливості.

Побудову та оцінку запропонованої моделі інвестиційної привабливості буде здійснено на основі даних публічної фінансової звітності 41 компанії за 2012–2016 рр., чий цінні папери котируються на світових фондових майданчиках. Ключовою ознакою для включення компаній до заданої вибірки обрано наведення ними у Звіті про сукупні доходи за період витрат на дослідження й розробки окремою статтею, а також наявність позитивного фінансового результату діяльності протягом досліджуваних періодів.

З урахуванням таких особливостей вибірки, як часовий інтервал і кількість компаній, регресійну модель було побудовано за панельними даними. Для поліпшення специфікації моделі всі дані прологарифмовано за допомогою натурального логарифма.

Відібрані в такий спосіб незалежні змінні економіко-математичної моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна), визначені на основі показників публічної фінансової звітності, наведено в табл. 1.

Отже, багатофакторна модель оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна), визначена на основі показників публічної фінансової звітності, набуває вигляду:

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

де $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ – параметри економіко-математичної моделі; $x_{1it}, x_{2it}, x_{3it}, x_{4it}, x_{5it}$ – прологарифмовані за допомогою натурального логарифма незалежні змінні; ε_t – стохастичні збурення.

Перед застосуванням цієї економіко-математичної моделі всі динамічні ряди незалежних змінних було досліджено на стаціонарність за допомогою

Таблиця 1. Незалежні змінні економіко-математичної моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна)

Показник	Позначення	Методика розрахунку
Коефіцієнт Тобіна	y_{it}	$\frac{\text{Ринкова капіталізація} + \text{Зобов'язання}}{\text{Власний капітал} + \text{Зобов'язання}}$
Коефіцієнт фінансового левереджу	x_{1it}	$\frac{\text{Зобов'язання}}{\text{Власний капітал}}$
Рентабельність чистих нематеріальних активів	x_{2it}	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чисті нематеріальні активи}}$
Частка гудвіла в нематеріальних активах	x_{3it}	$\frac{\text{Гудвіл}}{\text{Чисті нематеріальні активи} + \text{Гудвіл}}$
Частка витрат на дослідження й розробки в загальних операційних витратах	x_{4it}	$\frac{\text{Витрати на дослідження й розробки}}{\text{Загальні операційні витрати}}$
Рентабельність власного капіталу	x_{5it}	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}}$

Складено авторами.

Таблиця 2. Параметри моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна) вибірки 41 ТНК за 2012–2016 рр.

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна помилка	t-статистика	Імовірність
X_{1it}	0,004914	0,025086	0,195896	0,8451
X_{2it}	0,037665	0,006755	5,575560	0,0000
X_{3it}	0,012610	0,036813	0,342550	0,7326
X_{4it}	0,096786	0,035295	2,742169	0,0071
X_{5it}	0,000038	0,022360	0,001712	0,9986
$\beta_0 + \varepsilon_{it}$	0,891305	0,098579	9,041491	0,0000
<i>F</i> -statistic = 19,237; Prob(<i>F</i> -statistic) = 0,000; $R^2 = 0,883$				

Складено на підставі розрахунків за даними публічної фінансової звітності на порталах YAHOO (finance.yahoo.com), MarketWatch (www.marketwatch.com), а також автоматизованої платформи сучасних фінансових даних YCHART (ychart.com) та за методикою, викладеною в працях Б. Балтаджи й Р. Кожана [11; 12].

тесту Дікі – Фуллера [11; 12]. Відповідно до одержаних результатів, усі динамічні ряди є стаціонарними, що дає можливість врахувати їх у запропонованій моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна) та на цій підставі обчислити лінійну множинну регресію з використанням даних фінансової звітності 41 ТНК (табл. 2).

Отримані результати засвідчили, що за критерієм Фішера модель є адекватною, оскільки Prob(*F*-statistic) = 0,000 (< 0,05), а щільність зв'язку між її складовими становить 88,3 %, що є досить високим показником для панельної регресії з такою кількістю факторів. Усі незалежні змінні чинять прямий вплив на коефіцієнт Тобіна, й це підтверджує висунуту гіпотезу структури ринкової капіталізації компанії, наведеної у формулі 1. За результатами аналізу значень коефіцієнтів (параметрів) множинної регресії, найістотніший прямий вплив на інвестиційну привабливість компанії, визначену за коефіцієнтом Тобіна, справляють частка витрат на дослідження й розробки в загальних операційних витратах компанії та рентабельність чистих нематеріальних активів. При цьому незначущими змінними моделі є коефіцієнт фінансового левереджу, частка гудвіла в нематеріальних активах і рентабельність власного капіталу. Тому з моделі слід вилучити ці незалежні змінні. Результати скоригованої моделі наведено в табл. 3.

Загалом найбільші зміни абсолютного значення результативного показника забезпечують дві із трьох складових такої моделі, котрі пов'язані з репутаційним компонентом ринкової вартості компанії, що підкреслює важливість подальшого поглиблення досліджень, спрямованих на визначення й вимірювання її елементарних складових із метою вибору ефективних методів управління діловою репутацією компанії як системним явищем.

Скоригована модель є адекватною, а щільність зв'язку між її складовими залишилася практично незмінною порівняно з базовою. Загалом же при підвищенні рентабельності чистих нематеріальних активів на 1 % інвести-

Таблиця 3. Параметри скоригованої моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна) вибірки 41 ТНК за 2012–2016 рр.

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна помилка	t-статистика	Імовірність
X_{2it}	0,037229	0,010590	3,515529	0,0006
X_{4it}	0,096627	0,036571	2,642188	0,0094
$\beta_0 + \varepsilon_{it}$	0,884335	0,093168	9,491859	0,0000
F -statistic = 21,217; Prob(F -statistic) = 0,000; R^2 = 0,882				

Складено на підставі розрахунків за даними публічної фінансової звітності на порталах YAHOO (finance.yahoo.com), MarketWatch (www.marketwatch.com), а також автоматизованої платформи сучасних фінансових даних YCHART (ychart.com) та за методикою, викладеною в працях Б. Балтаджи й Р. Кожана [11; 12].

ційна привабливість компанії, визначена за коефіцієнтом Тобіна, зростає на 3,7 %, а в разі збільшення відношення витрат на дослідження й розробки на 1 % цей коефіцієнт зростає на 9,7 %.

Якісні характеристики інформації, котра розкривається в публічній фінансовій звітності, істотно впливають на її використання при прийнятті інвестиційних рішень зацікавленими сторонами [13]. Разом із тим, на думку окремих науковців, якісні параметри звітності великою мірою залежать від прозорості діяльності компанії загалом, що, у свою чергу, може відчутно впливати на її прибутковість [14; 15]. Тому вкотре набувають актуальності питання інституціоналізму в бухгалтерському обліку як прикладній науці [16; 17], пов'язані з удосконаленням механізму впливу регуляторних органів та інших інституцій на систему бухгалтерського обліку підприємства, її функціональне бачення менеджерами й акціонерами, а також на фінансові показники компанії.

Сучасні тенденції провадження та розвитку бізнесу узалежнюють підвищення ринкової вартості компанії від її соціальної діяльності й подальшого розкриття її результатів у звітності. Емпіричні докази позитивного взаємозв'язку між корпоративною соціальною та господарською діяльністю компаній наведено в низці наукових праць [18–20]. Водночас дедалі більше країн світу на законодавчому рівні закріплюють обов'язковість відображення інформації про соціальну й екологічну складові своєї діяльності в спеціальній корпоративній звітності [21; 22], що не тільки підвищує інформаційні запити зацікавлених сторін, а й поліпшує імідж компанії та її інвестиційну привабливість.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Оцінка інвестиційної привабливості компанії на основі показників публічної фінансової звітності забезпечується кількісним вимірюванням параметрів її функціонування, вартісний вираз яких сформований за встановленими стандартами та відповідає вимогам якісного розкриття інформації. Виокремлення базових індикаторів інвестиційної привабливості шляхом структурування такої її ключової характеристики, як ринкова капіталізація, дає можливість ви-

значити й виміряти потенційний вплив поточних статків самої компанії, її ділової репутації та очікувань ринку на привабливість її цінних паперів. Результати апробації розробленої в процесі проведення цього дослідження економетричної моделі оцінки інвестиційної привабливості компанії (за коефіцієнтом Тобіна) дають підстави для обґрунтованого припущення, що підвищенню ринкової вартості та інвестиційної привабливості компанії найбільше сприяє суттєвість рівня фінансування витрат на дослідження й розробки як чинник, котрий безпосередньо стосується її ділової репутації.

Нематеріальна природа та комплексність явища ділової репутації надають додаткові важелі внутрішньому управлінню ринковою вартістю компанії та її інвестиційною привабливістю. Крім рівня фінансування витрат на дослідження й розробки, істотний вплив на них має величина гудвіла у складі нематеріальних активів як вартісний вираз ділової репутації придбаних компаній. Таким чином, подальший пошук вартісних відповідностей компонентам ділової репутації компанії та визначення інтенсивності їх впливу на її ринкову вартість й інвестиційну привабливість надасть менеджменту додаткові можливості управління її складовими з огляду на наявні ресурси та стратегічні цілі діяльності. А підвищення якості публічної звітності й рівня поінформованості її зацікавлених користувачів сприятиме визначенню саме тих компонентів ділової репутації, до зміни котрих потенційні інвестори є найбільш чутливими. Тому великого значення набувають питання наукового розроблення, поглиблення аналітичності фінансової інформації та формату розкриття нефінансових відомостей про діяльність компанії в публічній звітності як джерелі прийняття інвестиційних рішень.

Список використаних джерел

1. *Goncharuk A. G., Karavan S.* The investment attractiveness evaluation: methods and measurement features. *Polish Journal of Management Studies*. 2013. Vol. 7. P. 160–166.
2. *Jantoi-Drozdzowska E., Majewska M.* Investment attractiveness of Central and Eastern European countries in the light of new locational advantages development. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*. 2016. Vol. 11. No. 1. P. 97–119. URL: <http://dx.doi.org/10.12775/EQUIL.2016.005>.
3. *Radomska J., Sołoducho-Pelc L.* Business strategy in innovative and non-innovative companies of various sizes. *Problems of Management in the 21st Century*. 2015. Vol. 10. No. 2. P. 100–109. URL: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.526>.
4. *Rolik Y. A.* A complex approach to evaluating the innovation strategy of a company to determine its investment attractiveness. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. 2013. Vol. 99. P. 562–571. URL: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.526>.
5. *Носова О. В.* Інвестиційна привабливість підприємства. *Стратегічні пріоритети*. 2007. № 1 (2). С. 120–126.
6. *Lewellen W. G., Badrinath S. G.* On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*. 1997. Vol. 44. No. 1. P. 77–122. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00013-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00013-X).
7. *Tvede L.* The psychology of finance: understanding the behavioral dynamics of markets. Chichester : John Wiley & Sons, 2002. 332 p.
8. Conceptual framework of financial reporting. URL: <https://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.

9. IAS 38 Intangible Assets. URL: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias38_en.pdf.

10. Щирба М. Суттєвість інформації в фінансовій звітності та її вплив на економічні рішення користувачів. *Економічний аналіз*. 2010. № 7. С. 403–406.

11. Baltagi B. H. *Econometric Analysis of Panel Data*. 4th ed. N. Y.: John Wiley, 2008. 352 p.

12. Kozhan R. *Financial econometrics with EViews*. Copenhagen : Roman Kozhan & Ventus Publishing Aps., 2009. 117 p.

13. Мусака Г. В. Фінансова звітність емітентів в інформаційному забезпеченні діяльності учасників фондового ринку. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. Сер. : економіка. 2009. Вип. 109. С. 29–32.

14. Cassell C. A., Myers L. A., Seidel T. A. Disclosure transparency about activity in valuation allowance and reserve accounts and accruals-based earnings management. *Accounting, Organizations and Society*. 2015. Vol. 46. P. 23–38. URL: <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.03.004>.

15. Tucker J. W. The relation between disclosure quality and reporting quality: a discussion of Cassell, Myers, and Seidel. *Accounting, Organizations and Society*. 2015. Vol. 46. P. 39–43. URL: <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.05.002>.

16. Жук В. М. Інституціональна теорія бухгалтерського обліку в науковому забезпеченні соціально-економічного розвитку : наук. доп. Київ : ННЦ “Інститут аграрної економіки”, 2013. 50 с.

17. Libby R., Rennekamp K. M., Seybert N. Regulation and the interdependent roles of managers, auditors, and directors in earnings management and accounting choice. *Accounting, Organizations and Society*. 2015. Vol. 47. P. 25–42. URL: <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.09.003>.

18. Beurden P., Gossling T. Review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*. 2008. Vol. 82. P. 407–424. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>.

19. Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns / X. Luo et al. *Strategic Management Journal*. 2015. Vol. 36. No. 1. P. 123–136. URL: <https://doi.org/10.1002/smj.2219>.

20. Sierra-Garcial L., Zorio-Grima A., Garcia-Benau M. Stakeholder engagement, corporate social responsibility and integrated reporting: an exploratory study. *Corporate Social Responsibility Environment Management*. 2015. Vol. 22. No. 5. P. 286–304.

21. Boyko K., Derun I. Disclosure of non-financial information in corporate social reporting as a strategy for improving management effectiveness. *Journal of International Studies*. Vol. 3. No. 3. P. 159–177. URL: <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2016/9-3/13>.

22. Eccles R. G., Serafeim G., Krzus M. P. Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2011. Vol. 23. No. 4. P. 113–127. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357>.

References

1. Goncharuk, A. G., Karavan, S. (2013). The investment attractiveness evaluation: methods and measurement features. *Polish Journal of Management Studies*, 7, 160–166.

2. Jantón-Drozdowska, E., Majewska, M. (2016). Investment attractiveness of Central and Eastern European countries in the light of new locational advantages development. Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 11 (1), 97–119. <http://dx.doi.org/10.12775/EQUIL.2016.005>.

3. Radomska, J., Sofoducho-Pelc, L. (2015). Business strategy in innovative and non-innovative companies of various sizes. *Problems of Management in the 21st Century*, 10 (2), 100–109. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.526>.

4. Rolik, Y. A. (2013). A complex approach to evaluating the innovation strategy of a company to determine its investment attractiveness. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 99, 562–571. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.526>.

5. Nosova, O. V. (2007). Investy`cijna pry`vably`vist` pidpry`yemstva [Investment attractiveness of the company]. *Stratehichni priory`tety`* [Strategic Priorities], 1 (2), 120–126 [in Ukrainian].
6. Lewellen, W. G., Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of financial economics*, 44 (1), 77–122. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00013-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00013-X).
7. Tvede, L. (2002). *The psychology of finance: understanding the behavioral dynamics of markets*. Chichester: John Wiley & Sons.
8. Deloitte. (2010). *Conceptual Framework of Financial Reporting*. Retrieved from: <https://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.
9. IAS 38. Intangible Assets. (2010, March 24). Retrieved from http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias38_en.pdf.
10. Shhy`rba, M. (2010). Sutt'yevist` informaciyi v finansovij zvitnosti ta yiyi vply`v na ekonomichni rishennya kory`stuvachiv [Importance of information in the financial reporting and its influence on the economic decisions of users]. *Ekonomichny`j analiz* [Economic Analysis], 7, 403–406 [in Ukrainian].
11. Baltagi, B. H. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data* (4th ed.). New York: John Wiley.
12. Kozhan, R. (2009). *Financial econometrics with EViews*. Copenhagen: Roman Kozhan & Ventus Publishing Aps.
13. My`saka, H. V. (2009). Finansova zvitnist` emitentiv v informacijnomu zabezpechenni diyal`nosti uchasny`kiv fondovoho ry`nku [Financial reporting issuers in the information services of the securities market participants]. *Visny`k Ky`yiv's'koho nacional`noho universy`tetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya: ekonomika* [Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics], 109, 29–32 [in Ukrainian].
14. Cassell, C. A., Myers, L. A., & Seidel, T. A. (2015). Disclosure transparency about activity in valuation allowance and reserve accounts and accruals-based earnings management. *Accounting, Organizations and Society*, 46, 23–38. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.03.004>.
15. Tucker, J. W. (2015). The relation between disclosure quality and reporting quality: A discussion of Cassell, Myers, and Seidel. *Accounting, Organizations and Society*, 46, 39–43. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.05.002>.
16. Zhuk, V. M. (2009). *Insty`tucional`na teoriya bukhhhalters`koho obliku v naukovomu zabezpechenni social`no-ekonomichnoho rozvy`tku* [Institutional accounting theory in scientific support of socio-economic development]. Ky`yiv: National Scientific Centre "Institute of Agrarian Economics" [in Ukrainian].
17. Libby, R., Rennekamp, K. M., & Seybert, N. (2015). Regulation and the interdependent roles of managers, auditors, and directors in earnings management and accounting choice. *Accounting, Organizations and Society*, 47, 25–42. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.09.003>.
18. Beurden, P., Gossling, T. (2008). Review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82, 407–424. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>.
19. Luo, X., Wang, H., Raithel, S., & Zheng, Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal*, 36 (1), 123–136. <https://doi.org/10.1002/smj.2219>.
20. Sierra-Garcial, L., Zorio-Grima, A., & Garcia-Benau, M. (2015). Stakeholder engagement, corporate social responsibility and integrated reporting: An exploratory study. *Corporate Social Responsibility Environment Management*, 22 (5), 286–304.
21. Boyko, K., & Derun, I. (2016). Disclosure of non-financial information in corporate social reporting as a strategy for improving management effectiveness. *Journal of International Studies*, 9 (3), 159–177. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2016/9-3/13>.
22. Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23 (4), 113–127. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357>.