

Irina A. Lukyanova, Anastazja Piekarska

Białoruski Państwowy Uniwersytet Ekonomiczny
e-mails: irinabseu@gmail.com; anastasiya_pekarskaya@mail.ru

**SPECYFIKA PREZENTACJI INFORMACJI
O CECHACH CHARAKTERYSTYCZNYCH
KAPITAŁU WŁASNEGO W WARUNKACH
NOWYCH MODELI BIZNESOWYCH***

**DISCLOSURE OF INFORMATION ON THE FEATURES
OF EQUITY: SPECIFICITY UNDER THE CONDITIONS
OF APPLICATION OF NEW BUSINESS MODELS**

DOI: 10.15611/pn.2017.484.11

JEL Classification: M410, G320

Streszczenie: Obecnie na Białorusi ma miejsce stopniowe reformowanie rachunkowości, które polega na zbliżeniu stosowanych rozwiązań do MSSF. Podejmowanych jest też wiele działań przyciągających zagraniczne inwestycje do branży IT. Jest to nowy kierunek rozwoju, wynikający ze zrozumienia priorytetów postindustrialnego społeczeństwa. Branża IT, zarówno na Białorusi, jak i na świecie, stworzyła nowy model biznesowy. W przeciwieństwie do innych sektorów gospodarki ta branża nie jest związana z ziemią czy kapitałem. Podstawowym wykorzystywanym przez nią zasobem jest praca ludzi. W artykule zidentyfikowano aktualne problemy rachunkowości i odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej branży IT kapitału własnego, przeanalizowano możliwość wykorzystania modeli wyceny opartych na WACC lub współczynnika beta w branży IT, co stanowiło cel artykułu. Dzięki przeprowadzonym badaniom zaproponowano warianty rozwoju sprawozdawczości w zakresie kapitału własnego. Jako metody badawcze wykorzystano analizę i dedukcję.

Słowa kluczowe: kapitał własny, MSSF, WACC, współczynnik beta, Białoruś.

Summary: Nowadays there is a gradual reform of accounting in the Republic of Belarus, that will lead to the approximation of it with the International Financial Reporting Standards. Accounting and reflection of equity in the reporting of Belarusian organizations is different from IFRS. It requires the introduction of a number of changes in the accounting legislation of the Republic of Belarus. The article is devoted to the current issues of accounting and reflection of equity in the accounting statements. The possibility of excluding the item "Targeted financing" from the third section of the balance sheet, the use of evaluation models that reveal

* Tłumaczenie dr Joanna Koczar, adiunkt w Katedrze Teorii Rachunkowości i Analizy Finansowej, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu.

the WACC or the beta indicator for the analyzed enterprise, the use of an evaluation tool that includes a risk-based current discount rate assessment for IT-sphere have been studied. As the result of the research the directions for further convergence of the Belarusian reporting and IFRS in terms of equity have been proposed.

Keywords: equity, IFRS, WACC, beta indicator, Belarus.

1. Wstęp

Kapitał organizacji jest jednym z najważniejszych elementów prezentowanych w sprawozdaniu finansowym. Kapitał własny składa się z inwestycji właścicieli przedsiębiorstwa i wielkości zysku uzyskanego w wyniku działalności gospodarczej oraz pozostawionego (reinvestowanego) przez przedsiębiorstwo [Савчук 2008]. Czasem kapitał własny nazywany jest czystymi (tzn. wolnymi od zadłużenia) aktywami. Pojawienie się i rozwój nowych modeli biznesowych, zmiany w formach organizacyjnych prowadzenia przedsiębiorstw uaktualniają konieczność podjęcia prac związanych z uściśleniem podejścia do sporządzania sprawozdań finansowych przez współczesne przedsiębiorstwa.

Rzeczony Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) jest reakcją na postępujące zmiany w otoczeniu gospodarczym. Zmieniają się zarówno wymogi stawiane sprawozdaniom finansowym, jak i zasady sporządzania sprawozdań oraz zasadnicze podejście, związane z opisem tła i jakościowej charakterystyki sprawozdawczości. We wrześniu 2010 r. Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości przygotowała i opublikowała „Konceptualne ramy sprawozdawczości finansowej” (dalej: Ramy konceptualne), które zastąpiły dokument „Podstawy sporządzania i prezentowania sprawozdawczości finansowej”, noszący datę 1989 r. [Framework for the Preparation 1989], który w tym czasie zawierał już nieco przestarzałe poglądy dotyczące zasad sporządzenia MSSF.

W roku 2010 zostały wydane dwa nowe rozdziały wspomnianego dokumentu: „Cel sprawozdawczości finansowej ogólnego przeznaczenia” i „Cechy jakościowe użytecznych informacji finansowych”. Część dokumentu dotycząca określenia podstawowych założeń w przygotowywaniu sprawozdań finansowych (ciągłości działania), jak również elementów sprawozdawczości, kryteriów ich uznawania i zasad wyceny, koncepcji zachowania kapitału, włączając w to określenie zysku, pozostała niezmienną.

Pewne wyjaśnienia dotknęły tej części, w której określono podejścia do prezentowania informacji o kapitale własnym. Jednocześnie podstawowe podejścia, jak również koncepcja kapitału i koncepcja zachowania jego wielkości pozostały niezmienną. Zatem, zgodnie z założeniami zawartymi w Ramach koncepcyjnych, przy podejmowaniu decyzji w sprawie sporządzania sprawozdań finansowych mają zastosowanie dwie koncepcje zachowania kapitału: finansowa i rzeczowa. Przy tym finansowa koncepcja zachowania kapitału pozostaje podstawowa

dla większości organizacji przy podejmowaniu decyzji o modelu przygotowania sprawozdania finansowego.

Jak pokazuje praktyka, białoruskie prawo bilansowe w części dotyczącej kapitału własnego nie jest całkowicie zgodne z MSSF. Konieczność zachęcenia zagranicznych inwestorów do inwestowania na Białorusi sprawia, że problem pełnego ujawniania informacji staje się bardzo aktualny. Szczególne zainteresowanie budzi problem prezentowania informacji o kapitale własnym podmiotów gospodarczych prowadzących działalność w branży IT, która stanowi jeden z najbardziej atrakcyjnych kierunków dla inwestowania w Republice Białorusi.

W związku z tym celem niniejszego artykułu była analiza aktualnych problemów rachunkowości i odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej kapitału własnego prowadząca do wskazania kierunku dalszego rozwoju rachunkowości i sprawozdawczości, umożliwiającego zastosowanie nowych rozwiązań w tym sektorze. Hipotezę badawczą stanowiło stwierdzenie, że nowe modele biznesowe wymagają rozwoju MSSF. Należy podkreślić, że zastosowanie nowych instrumentów oceny w sektorze IT może stać się czynnikiem pozwalającym podnieść przejrzystość sprawozdania finansowego, co korzystnie wpłynie na atrakcyjność inwestycyjną branży IT na Białorusi.

Aby osiągnąć założony cel, przeanalizowano możliwość wykluczenia z trzeciej części bilansu pozycji celowego finansowania, możliwość wykorzystania modeli wyceny wymagających ustalenia wartości WACC lub współczynnika beta dla analizowanych przedsiębiorstw oraz użycia instrumentów wyceny, które zawierają opartą na ocenie ryzyka aktualną stopę dyskontową dla branży IT. Podczas badania zastosowano następujące teoretyczne metody poznawcze: analizę i syntezę, dedukcję, formalizację oraz modelowanie. Badania przeprowadzono w oparciu o literaturę przedmiotu oraz akty prawne.

2. Odzwierciedlenie kapitału własnego w sprawozdawczości organizacji – doświadczenia Białorusi i MSSF

Zgodnie z finansową koncepcją zachowania kapitału, w której pod pojęciem kapitału rozumie się zainwestowane środki pieniężne lub zainwestowaną siłę nabywczą, kapitał jest identyfikowany z czystymi aktywami (aktywami netto) lub kapitałem własnym organizacji. Według rzeczowej koncepcji zachowania kapitału przez kapitał rozumie się zdolność operacyjną, czyli zdolność produkcyjną organizacji, wyrażoną np. liczbą świadczonych w danym okresie usług lub wytwarzanych dziennie jednostek produktów gotowych. Przy tym finansowa koncepcja zachowania kapitału zakłada, że zysk wypracowuje się wyłącznie w przypadku, gdy finansowa (lub pieniężna) wartość aktywów netto na koniec okresu przewyższa finansową (lub pieniężną) wartość aktywów netto na początek okresu, po wyłączeniu wszelkich wypłat na rzecz właścicieli i wkładów wniesionych z ich strony w ciągu danego okresu. Wartość zachowania kapitału może być mierzona:

a) w jednostkach pieniężnych w wartości nominalnej (bez uwzględnienia inflacji),
b) w jednostkach o stałej sile nabywczej (odliczając ogólny wzrost/spadek poziomu cen).

Zachowanie kapitału rzeczowego oznacza, że zysk uzyskuje się wyłącznie w takim przypadku, gdy zdolności produkcyjne (lub możliwości operacyjne) organizacji (lub zasoby i fundusze potrzebne do osiągnięcia takiej zdolności) na koniec okresu sprawozdawczego przewyższają fizyczne zdolności produkcyjne na początek tego okresu, po wyłączeniu wszelkich wypłat na rzecz właścicieli i wniesionych przez nich wkładów w trakcie danego okresu.

W pkt 4.4 Ram konceptualnych [The Conceptual Framework for Financial Reporting 2010] kapitał własny jest zdefiniowany jako pozostały udział w aktywach organizacji, po potrąceniu wszelkich jej zobowiązań, i może być w bilansie księgowym podzielony na określone podkategorie. W przypadku spółek akcyjnych środki wnoszone przez akcjonariuszy, niepodzielone zyski, rezerwy reprezentujące realokację niepodzielonych zysków i rezerwy stanowiące korekty zapewniające zachowanie kapitału mogą być ujmowane oddzielnie. Podobna klasyfikacja może być istotna przy podejmowaniu decyzji przez użytkowników sprawozdań finansowych, jeśli wskazuje ona na prawne lub inne ograniczenia zdolności organizacji do udziału lub innego sposobu wykorzystania swojego kapitału własnego. Może ona również dowodzić istnienia u stron, będących udziałowcami danej organizacji, różnych praw do otrzymania dywidendy lub zwrotu wniesionego kapitału własnego.

Kapitał obejmuje wkłady akcjonariuszy do kapitału zakładowego, skumulowane zyski, kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny (np. środków trwałych wykazywanych w wartościach przeszacowanych lub aktywów finansowych przeznaczonych do sprzedaży), a także udziały niekontrolujące. Kapitał może zawierać udziały o charakterze obligacji zamiennych oraz płatności z wykorzystaniem akcji, dodatnie i ujemne różnice związane ze zmianami w niekontrolujących udziałach, a także różnice kursowe wynikające z konsolidacji na poziomie grupy.

Kapitał własny z matematycznego punktu widzenia stanowi rezydualny (ostateczny) udział w aktywach organizacji po odjęciu wszystkich jej zobowiązań. W ten sposób jest on pochodną zidentyfikowanych, wycenionych oraz uznanych aktywów i zobowiązań organizacji. Jest zatem oczywiste, że wartość, w jakiej kapitał własny jest ujmowany w bilansie, zależy od wyceny aktywów i zobowiązań. Przy tym zgodnie z tą koncepcją łączna wartość kapitału własnego wyłącznie przez przypadkowy zbieg okoliczności odpowiada łącznej wartości rynkowej akcji lub kwocie, która może zostać uzyskana w wyniku stopniowego zbycia wszystkich aktywów netto danej organizacji lub zbycia organizacji jako całości, przy założeniu kontynuacji działalności.

Wybór przez organizację adekwatnej koncepcji zachowania kapitału powinien być dokonywany w oparciu o potrzeby użytkowników sprawozdawczości finansowej. Zasadą jest, że większość zagranicznych przedsiębiorstw przyjmuje koncepcję finansową, zgodnie z którą kapitał reprezentuje zainwestowane środki pieniężne lub

zainwestowaną siłę nabywczą. Przy tym kapitał finansowy jest synonimem czystych aktywów (lub kapitału własnego) spółki [Основы составления и представления отчетности 2008, s. 16].

Tabela 1. Charakterystyka porównawcza ewidencji i odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej kapitału własnego

Kryterium	Republika Białorusi	MSSF
Określenie pojęcia kapitału	Ustawa o rachunkowości i sprawozdawczości, art. 2; kapitał to aktywa organizacji po odjęciu wszystkich zobowiązań	Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych: kapitał to pozostałość aktywów po odjęciu od nich zobowiązań
Struktura kapitału własnego w bilansie	Fundusz zakładowy: własne akcje (udziały) odkupione od akcjonariuszy (udziałowców); zysk (strata) netto roku obrotowego; niepodzielony (niewykorzystany) zysk; fundusz rezerwowy; fundusz dodatkowy; celowe finansowanie	Wkłady akcjonariuszy; niepodzielony zysk, kapitał rezerwowy powstały z odpisów z niepodzielonego zysku, kapitał rezerwowy powstały z korekty wartości (przeszacowania) aktywów w związku z zachowaniem kapitału
Koncepcja kapitału	Instrukcja o procedurze obliczania wartości czystych aktywów, zatwierdzona Rozporządzeniem Ministra Finansów Republiki Białorusi z 11.06.2012, nr 35: suma kapitału własnego	Zgodnie z przyjętym podejściem (finansowa koncepcja zachowania kapitału) kapitał jest definiowany jako zainwestowane środki pieniężne lub zainwestowana siła nabywczą. Kapitał jest synonimem aktywów netto lub środków własnych podmiotu. Finansowe zachowanie kapitału. Zgodnie z tym pojęciem zysk powstaje tylko wtedy, gdy finansowa (pieniężna) wartość czystych aktywów na koniec okresu sprawozdawczego przekracza finansową (pieniężną) wartość czystych aktywów na początek okresu sprawozdawczego, po odjęciu wszelkich wypłat z zysku na rzecz właścicieli lub wniesionych przez nich wkładów w okresie sprawozdawczym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie aktów prawnych i literatury przedmiotu.

W ustawodawstwie Republiki Białorusi pojęcie kapitału zostało zdefiniowane w art. 2 ustawy o rachunkowości i sprawozdawczości jako aktywa organizacji po odjęciu wszystkich jej zobowiązań [О бухгалтерском учёте и отчетности № 3321-XII], co odpowiada podejściu międzynarodowemu. Pojęcie czystych aktywów zostało ujęte w artykułach 71, 89, 99, 114 Kodeksu cywilnego Republiki Białorusi oraz w Dekrecie Prezydenta Republiki Białorusi „O uregulowaniu państwowej rejestracji i likwidacji (zakończenia działalności) podmiotów gospodarczych”. Określenie wartości czystych aktywów organizacji jest również uregulowane w Rozporządzeniu Rady Ministrów Republiki Białorusi z 27 czerwca 2008, nr 950, a procedura obli-

czania wartości aktywów netto została ustalona w Rozporządzeniu Ministra Finansów Republiki Białorusi z 27 czerwca 2008, nr 107 [Инструкция от 11 июня 2012].

Organizacje komercyjne (z wyłączeniem banków) oraz osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą (indywidualni przedsiębiorcy) i prowadzące księgi rachunkowe ustalają na dzień 1 stycznia wartość aktywów netto, która jest obliczana jako różnica pomiędzy wartością aktywów i pasywów, uwzględnianych w tych obliczeniach. Pasywa uwzględniane w obliczeniach to zobowiązania, do których zalicza się: pożyczki, kredyty, rezerwy na zobowiązania, przychody przyszłych okresów oraz inne pasywa, w tym rezerwy i fundusze ubezpieczeniowe, koszty przyszłych okresów [Инструкция от 11 июня 2012]. W konsekwencji wartość aktywów netto jest sumą funduszu zakładowego, funduszu rezerwowego, funduszu dodatkowego, niepodzielonego zysku netto (niepokrytej straty), skorygowaną o wartość akcji własnych wykupionych od akcjonariuszy (właścicieli) oraz o zadłużenia udziałowców (właścicieli) z tytułu ich niewniesionych wkładów do funduszu zakładowego organizacji. Ponadto do aktywów netto włącza się środki pochodzące z celowego finansowania, co nie jest zgodne z podejściem stosowanym w innych krajach, takich jak np. Wielka Brytania, Australia, Estonia, Polska czy Czechy [Бутынец 2007, s. 551-554].

Zgodnie z białoruskim ustawodawstwem wszystkie operacje związane z kapitałem zakładowym ujmuje się, przyjmując za punkt wyjścia wartość nominalną akcji. Przekształcenie kapitału akcyjnego może np. nastąpić w wyniku wykupienia akcji własnych organizacji. Taka operacja jest traktowana jako zmniejszenie wniesionego (wpłaconego) kapitału. W bilansie wykupione akcje własne wykazywane są jako oddzielna pozycja, ze znakiem ujemnym, a ich wartość jest odejmowana przy obliczaniu wartości pozycji „kapitał i rezerwy” [Инструкция от 14 февраля 2008]. Akcje te nie są ujmowane w aktywach bilansu. Taki sposób odzwierciedlenia tych operacji jest generalnie zgodny z międzynarodową praktyką.

Dyskusyjne jest natomiast ujęcie w sprawozdawczości, jako jednej z podkategorii kapitału własnego, pozycji „celowe finansowanie” (tab. 2).

Na Białorusi, zgodnie z krajowym standardem, w kategorii bilansowej „kapitał i rezerwy” są ujmowane niewykorzystane na dzień bilansowy środki z tzw. celowego finansowania. Naszym zdaniem włączenie pozycji „celowe finansowanie” do danej pozycji bilansowej w bezpodstawny sposób zawyża wartość kapitału własnego, ponieważ wykorzystanie środków celowego finansowania nie zawsze wiąże się ze zwiększeniem kapitału własnego. Jednocześnie należy podkreślić, że celowe finansowanie powinno być traktowane jako zobowiązanie. Byłoby to zgodne z wymogami MSSF (MSR 20 „Dotacje rządowe oraz ujawnianie informacji na temat pomocy rządowej” [Учёт государственных субсидий и раскрытие информации 2008]).

W bilansie w pozycji „fundusz dodatkowy” są ujmowane: zmiany w wartości środków trwałych, wartości niematerialnych i prawnych oraz innych aktywów długoterminowych w wyniku ich przeszacowania przeprowadzonego zgodnie z ustawodawstwem Republiki Białorusi, nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich war-

Tabela 2. Odzwierciedlenie informacji o kapitale własnym w bilansie w różnych krajach

Kraj (system rachunkowości)	Ujawnienie w bilansie
Republika Białorusi	Kapitał i rezerwy: fundusz zakładowy; akcje własne (udziały) odkupione od akcjonariuszy; zysk (strata) netto roku obrotowego; niepodzielone, niewykorzystane zyski; fundusz rezerwowy; fundusz dodatkowy; celowe finansowanie – Krajowy standard rachunkowości i sprawozdawczości „Indywidualna sprawozdawczość finansowa”, zatwierdzony przez Ministerstwo Finansów Republiki Białorusi 12.12.2016, nr 104 (wszedł w życie 1.01.2017; dalej: Standard nr 104)
Rosja	Kapitał i rezerwy: kapitał zakładowy; akcje własne nabyte od akcjonariuszy; kapitał dodatkowy; kapitał rezerwowy; niepodzielone zyski – PBU 4/99. Rozporządzenie Ministra Finansów FR z 6.07.1999, N 43 n (w brzmieniu z 8.11.2010)
Ukraina	Kapitał własny: kapitał zakładowy; kapitał udziałowy, dodatkowo wniesiony kapitał, pozostały kapitał dodatkowy, kapitał rezerwowy; niepodzielony zysk (niepokryta strata), kapitał wniesiony, ale nieopłacony, kapitał wycofany – P (S) BU, nr 2
Kazachstan	Kapitał: kapitał zakładowy, rezerwy, niepodzielony zysk (niepokryta strata) – NSFO, nr 2
Mołdawia	Kapitał własny: kapitał zakładowy i dodatkowy, rezerwy, niepodzielony zysk (niepokryta strata), kapitał niepodstawowy (pozostały) – NSBU, nr 5
Polska	Kapitał własny: kapitał (fundusz) właścicieli, wniesione, a nie wpłacone wkłady na kapitał zakładowy, kapitał (fundusz) rezerwowy, rezultaty przeszacowania, niepodzielony wynik finansowy lat ubiegłych, wynik finansowy netto bieżącego roku
Czechy	Własne środki: fundusz zakładowy; fundusze kapitałowe (agio, inne fundusze, różnice z wyceny majątku, różnice z wkładów kapitałowych), fundusze z zysku (obowiązkowy fundusz rezerwowy, niepodzielny fundusz, inne fundusze); wynik finansowy z lat ubiegłych; wynik finansowy roku bieżącego
Niemcy	Kapitał własny: kapitał zakładowy, kapitał rezerwowy, rezerwy z zysku (przewidziane prawem, rezerwa dla własnego udziału, rezerwy statutowe, inne rezerwy z zysku), przeniesienie zysków/strat na przyszły rok, zysk (strata) bieżącego roku
Francja	Kapitał: kapitał akcyjny, dochód z emisji, różnice przeliczeniowe; różnice z wyceny papierów wartościowych; zysk netto; odroczony podatek dochodowy; rezerwy emerytalne
Wielka Brytania	Kapitał i rezerwy: ujawniony kapitał akcyjny; agio; rezerwa z przeszacowania; pozostałe rezerwy (rezerwa na wykupienie kapitału, rezerwa na akcje własne, rezerwy statutowe), zyski i straty
USA	Kapitał własny: wyłożony (zainwestowany) kapitał, reinwestowane zyski
MSSF	Kapitał: kapitał wyemitowany, dochód z emisji, wykupione własne instrumenty udziałowe, rezerwy, niepodzielony zysk (niepokryta strata), udziały mniejszości

Źródło: opracowanie własne na podstawie aktów prawnych i literatury przedmiotu.

tości nominalnej, powstająca przy tworzeniu i późniejszym podwyższaniu kapitału zakładowego spółki akcyjnej [Об установлении типового плана счетов бухгалтерского учета 2011]. Występowanie dodatkowego funduszu świadczy o istnieniu wartości niepodzielonej pomiędzy udziałowców [План счетов 2008, s. 196].

Procedura tworzenia rezerw i prezentowania informacji o nich w sprawozdawczości, według zasad przyjętych w Republice Białorusi, jest całkowicie zgodna z MSSF. Oznacza to, że w Republice Białorusi stosuje się instrukcję w sprawie rachunkowości „Rezerwy, zobowiązania warunkowe i aktywa warunkowe” [Инструкция от 28 декабря 2005], która jest zgodna z MSSF. Zgodnie ze wskazanymi dokumentami rezerwa to zobowiązanie, obciążone niepewnością co do czasu realizacji lub niepewnością co do kwoty.

Można stwierdzić, że przeprowadzone badanie procedury formowania i ujawniania w sprawozdaniu finansowym elementów kapitału własnego wskazuje na konieczność wyeliminowania pewnych niedokładności z treści trzeciej pozycji bilansu, w której przedstawiana jest informacja o źródłach kapitału własnego. Uważamy, że z pozycji kapitału własnego powinno być wyłączone „celowe finansowanie”. Szczególnie dlatego, że w załączniku nr 3 do Krajowego Standardu o indywidualnej sprawozdawczości, zgodnie z którym prezentowane są zmiany kapitału własnego, informacja o celowym finansowaniu nie występuje.

3. Perspektywy ujawniania informacji o kapitale własnym w branży IT

W naszej opinii, poza formalnymi i łatwymi do wyeliminowania niedokładnościami w zakresie prezentowania informacji, istnieje potrzeba przeprowadzania głębszej analizy informacji prezentowanych w sprawozdaniach finansowych, dotyczących jakościowej finansowej charakterystyki kapitału własnego. Na przykład przy przyjęciu nowej wersji założeń koncepcyjnych zmienione zostały wymagania w zakresie ujawniania informacji: istnieje wymóg przedstawienia szczegółowego sprawozdania ze zmian w kapitale, które umożliwi uzyskanie dodatkowych informacji na temat różnych pozycji kapitału i transferów między nimi.

Naszym zdaniem istnieje potrzeba włączenia do sprawozdania specyficznych wskaźników związanych z charakterystycznymi cechami danej branży, w której działa podmiot, przy czym rzecz dotyczy zarówno wartości poszczególnych elementów, jak i rzeczowego składu kapitału własnego. Na przykład analiza sprawozdań podmiotów prowadzących działalność we współczesnej branży IT bez uzyskania dodatkowych informacji czasami nie pozwala ocenić perspektyw związanych z inwestycją w dane przedsiębiorstwo. Należy przy tym podkreślić, że w Republice Białorusi branża IT jest postrzegana jako priorytetowa. Na Białorusi istnieje specjalny system podatkowy dla rezydentów Parku Wysokich Technologii, a państwo dąży do tego, aby zostało ono uznane za jedno z najbardziej atrakcyjnych dla rozwoju branży IT miejsc. Do cech charakterystycznych tej branży należą m.in.: brak istotnych

dla przedsiębiorstw produkcyjnych specyficznych środków trwałych oraz występowanie trudnych do zidentyfikowania aktywów, takich jak zespoły doświadczonych projektantów (programistów), ich twórczy potencjał (kreatywność) i inne.

Zmiany w modelach biznesowych, powstanie klastra podmiotów, które nie posiadając tradycyjnych aktywów, generują znaczące przepływy pieniężne, sprawia, że istotnego znaczenia nabiera konieczność rozpatrzenia w nowej płaszczyźnie zarówno rzeczowej, jak i finansowej struktury kapitału. Potencjalny inwestor powinien mieć możliwość uzyskania właściwego obrazu wewnętrznej struktury biznesu, w który zamierza zainwestować, informacji o ryzyku inwestycyjnym, z uwzględnieniem oceny perspektywy rozwoju. Dla prezentowania informacji o kapitale własnym podmiotów sektora IT nie można zastosować podejścia identycznego z podejściem charakterystycznym dla prezentowania sprawozdawczości przedsiębiorstw, które wymagają materialnych nakładów. Uważamy za celowe ujęcie w notach objaśniających (jako jednego z elementów sprawozdania) przeprowadzonej oceny rentowności i ryzyka, przy zastosowaniu modeli umożliwiających ocenę. Ze wszystkich możliwych podejść do oceny branży IT ze względu na specyfikę aktywów i pasywów najbardziej wiarygodne oceny pozwala uzyskać podejście oparte na modelu przepływów pieniężnych.

W tabeli 3 przedstawiono procedurę obliczania (model) przepływu środków pieniężnych dla kapitału własnego. Wykorzystanie tego modelu pozwala na ustalenie wartości rynkowej kapitału własnego (akcyjnego) przedsiębiorstwa.

Tabela 3. Model przepływu środków pieniężnych dla kapitału własnego przedsiębiorstwa

Działanie	Wskaźnik
	Zysk netto po opłaceniu podatków
+	Odpisy amortyzacyjne
+ (-)	Zmniejszenie (zwiększenie) czystego kapitału obrotowego
+ (-)	Sprzedaż aktywów (inwestycje kapitałowe)
+ (-)	Zwiększenie (zmniejszenie) długoterminowego zadłużenia
	Przepływy pieniężne dla kapitału własnego

Źródło: [Сивенкова 2015, s. 7].

Należy podkreślić, że w praktyce zagranicznej zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych opiera się na wolnych przepływach pieniężnych, liczonych przed uwzględnieniem zadłużenia, ponieważ również za granicą funkcjonowanie średniego i dużego biznesu jest niemożliwe bez długoterminowych pożyczek. Na Białorusi biznes jest co do zasady oceniany pod względem kapitału własnego, posiadanego przez właścicieli przedsiębiorstwa.

Określenie przepływów pieniężnych jest tylko pierwszym krokiem do przeprowadzenia oceny. Głównym problemem jest określenie stopy dyskonta. Ponadto każdemu rodzajowi przepływów pieniężnych (korzyści) odpowiada określony poziom (sposób liczenia) stopy dyskonta:

- wolne przepływy pieniężne dla firmy (FCFF; nadwyżki środków pieniężnych do dyspozycji dla wszystkich dawców kapitału) – średni ważony koszt kapitału (WACC);
- przepływy pieniężne dla kapitału własnego (FCFE) – koszt kapitału własnego (K_e).

Dla oceny kosztu kapitału własnego K_e wykorzystywane są następujące modele:

Model wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)

Ten najbardziej znany w świecie finansów model wyceny kosztu kapitału został niezależnie opracowany w latach 60. XX w. przez W. Sharpe'a, J. Lintnera i J. Mossina. Model ten pozwala wycenić wymagany poziom rentowności aktywów na podstawie danych o rentowności zdywersyfikowanego portfela rynkowego. Oczekiwana stopa zwrotu z akcji utożsamiana z kosztem kapitału własnego (R_e) jest obliczana zgodnie z formułą:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

gdzie: R_f – stopa wolna od ryzyka, β – współczynnik określający zależność między stopami zwrotu z akcji spółki a stopami zwrotu z portfela rynkowego, $(R_m - R_f)$ – premia za ryzyko rynkowe, R_m – średnia stopa zwrotu z portfela rynkowego [Ямалетдинова 2015, s. 8].

Aby określić stopę zwrotu z inwestycji w aktywa wolne od ryzyka (R_f), jako aktywa wolne od ryzyka (czyli aktywa, inwestycje w które charakteryzują się zerowym ryzykiem), przyjmuje się zwykle państwowe papiery wartościowe. Współczynnik β odzwierciedla wrażliwość stóp zwrotu papierów wartościowych na zmiany stóp zwrotu z portfela rynkowego, określając przy tym tzw. ryzyko systematyczne. Premia za ryzyko rynkowe ($R_m - R_f$) to wartość, o którą średnie rynkowe stopy zwrotu przewyższyły stopę zwrotu z papierów wartościowych wolnych od ryzyka w długim okresie. Jest ona obliczana na podstawie danych statystycznych o premiach rynkowych w długim okresie.

Jednak przedstawione wyżej podejście, stosowane w celu obliczania stopy dyskonta, nie może zostać wykorzystane przez wszystkie przedsiębiorstwa. Po pierwsze, podejście to nie ma zastosowania w odniesieniu do podmiotów, które nie są spółkami akcyjnymi i których akcje nie są przedmiotem publicznego obrotu na giełdach (nie są notowane). Po drugie, metoda ta nie może być stosowana przez podmioty, które nie posiadają wystarczających danych statystycznych do obliczania swojego współczynnika β i nie są w stanie znaleźć analogicznego podmiotu, którego współczynnika β mogłyby użyć do własnych obliczeń. Takie podmioty w celu określenia stopy dyskontowej powinny posłużyć się innymi metodami obliczeń lub dostosować metodologię do swoich potrzeb.

Model składania (*Build-Up Model*)

Koszt kapitału, co do zasady, jest sumą stopy zwrotu wolnej od ryzyka i premii za ryzyko. W modelu składania według Shannona Pratta [Ипатт 2006] premię za ryzyko należy podzielić się na trzy części:

- 1) premia za ryzyko rynkowe (*equity risk premium/market risk*),
- 2) premia za wielkość (*size premium*),
- 3) premia za specyficzne ryzyko podmiotu (*company-specific risk premium*):

$$K_e = R_f + R_{pm} + R_{ps} + R_{pu},$$

gdzie: R_{pm} – premia za ryzyko rynkowe, R_{ps} – premia za wielkość firmy, R_{pu} – premia za niesystematyczne ryzyko [Ямалетдинова 2015, s. 8].

Model składania stopy dyskontowej jest stosowany do oceny przedsiębiorstw, których akcje nie są notowane na giełdach, dla których trudno jest znaleźć porównywalne spółki publiczne, a tym samym niemożliwe jest użycie modelu CAPM. Wykorzystanie tego modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka, do której dodawana jest premia za ryzyko inwestowania w niepubliczne spółki. Model składania najlepiej uwzględnia wszystkie rodzaje ryzyka związanego z czynnikami o charakterze ogólnym (czynniki makroekonomiczne oraz czynniki działalności gospodarczej przedsiębiorstwa), jak również specyfikę ocenianego przedsiębiorstwa.

Model składania ma praktycznie nieograniczony zakres zastosowania. Jego główną wadą jest dominacja wykorzystania subiektywnych podejść do racjonalnego uzasadnienia wartości premii za ryzyko. Jednocześnie obecnie w wybranych publikacjach, w tym w sprawozdaniach finansowych dużych podmiotów, proponuje się metodyczne podejście do określania wartości premii za ryzyko w modelu składania. Zastosowanie takiego podejścia, a tym samym zwiększenie stopnia obiektywizmu i racjonalnego określenia wartości stopy dyskontowej, wymaga posiadania istotnych informacji, zarówno dotyczących ocenianego przedsiębiorstwa, jak i podobnych podmiotów funkcjonujących na całym rynku.

Na przykład tradycyjnie w procesie wyceny premii za ryzyko związane z wielkością przedsiębiorstwa należy wziąć pod uwagę, że duże przedsiębiorstwo często ma przewagę nad małymi ze względu na większą stabilność prowadzonej działalności oraz stosunkowo łatwiejszy dostęp do rynków finansowych w przypadku potrzeby pozyskania dodatkowych źródeł finansowania. Jednocześnie istnieją branże (takie jak: handel, gastronomia, usługi dla ludności, produkcja niewymagająca stosowania skomplikowanych procesów technologicznych), w których bardziej efektywnie prowadzą działalność małe przedsiębiorstwa. W związku z tym wartość premii za ryzyko należy wyceniać, uwzględniając warunki panujące w podobnych przedsiębiorstwach, które się zajmują się takimi samymi rodzajami działalności gospodarczej jak oceniany podmiot.

Oprócz wymienionych wyżej do grupy możliwych do przeanalizowania czynników można zaliczyć kwalifikacje kadry kierowniczej wyższego szczebla, uzależnienie

nie od głównych dostawców i odbiorców, stan podstawowych środków produkcji, kondycję finansową przedsiębiorstwa, cykl życia wytwarzanych produktów (wytrobów i usług) oraz inne.

Model wieloczynnikowy (multi-beta model)

W tym modelu przeprowadza się ocenę wpływu wielu czynników ekonomicznych, określających wartość kapitału:

$$K_e = R_f + \gamma_1 \beta_1 \dots \gamma_k \beta_k$$

β_k mierzy wrażliwość pożądanego normy rentowności kapitału własnego na zmiany k -tego czynnika ekonomicznego, γ_k odzwierciedla premię za ryzyko dla β_k . Do podstawowych wad podobnych wieloczynnikowych modeli zalicza się to, że w teorii ekonomicznej nie uwzględnia się bezpośredniego wpływu tych czynników, które są w nich uwzględniane, jak również statyczności otrzymanych wyników.

Do wyceny kosztu zainwestowanego kapitału najczęściej wykorzystywane są modele średniego ważonego kosztu kapitału (WACC, *weighted average cost of capital*). Ten model jest metodą, w której stopa dyskontowa jest obliczana jako suma ważonych stóp zwrotu z kapitału własnego i pożyczonego (koszt kapitału obcego jest stopą odsetek od kredytów), gdzie jako wagę stosuje się udział kapitału pożyczonego i własnego w ogólnej strukturze kapitału. Metoda ta jest stosowana w przypadku prognozowania przepływów pieniężnych wolnych od długu.

Stopa dyskonta metodą średnioważonego kosztu kapitału jest określona według wzoru:

$$WACC = k_d * (1 - t_c) * W_d + k_e * W_e$$

gdzie: $WACC$ – stawka dyskontowa (średnioważony koszt kapitału); k_d – koszt długu, obliczany jako średnioważona stawka procentowa kredytowania; $(1 - t_c)$ – *taxshield* (korekta o efekt tarczy podatkowej) – zakłada, że im wyższa jest stopa oprocentowania kredytu, tym mniej podatków płaci przedsiębiorstwo. Również im wyższa jest stawka podatkowa, tym niższy jest koszt kapitału pożyczonego. Idea ta opiera się na tym, że płatności wynikające z oprocentowania zmniejszają podstawę opodatkowania przedsiębiorstwa (zmniejszają zysk brutto przed obciążeniem go podatkiem); W_d – udział kapitału pożyczonego w kapitale ogółem przedsiębiorstwa. Co do zasady wykorzystuje się wartość bilansową długu, ponieważ większość kredytów nie jest notowana na giełdzie (w obliczeniach uwzględnia się tylko kredyty finansowe niezwiązane z działalnością operacyjną podmiotu); k_e – koszt kapitału własnego; W_e – udział kapitału akcyjnego w kapitale ogółem przedsiębiorstwa, przy czym w obliczaniu udziału wykorzystuje się wartość rynkową kapitału akcyjnego, jeżeli akcje spółki są notowane na giełdzie. W przypadku gdy akcje nie są notowane na giełdzie, przyjmuje się wartość bilansową kapitału akcyjnego [Ямалетдинова 2015, s. 12].

Jeżeli w aktach normatywnych organów regulujących ustanowiono ograniczenie poziomu stawki procentowej dotyczące uznawalności płatności wynikających z oprocentowania do celów podatkowych, to użycie uogólnionej formuły *WACC* automatycznie zabezpiecza włączenie do analizy specyfiki konstruowania tarczy podatkowej związanej z oprocentowaniem, ponieważ wartości tarczy podatkowej danego okresu są obliczane przy sporządzaniu prognozowanej sprawozdawczości finansowej i projektowaniu przepływów pieniężnych. Jeżeli są spełnione odpowiednie warunki i chcemy w danej sytuacji wykorzystać formułę *WACC*, to niezbędne jest wprowadzenie korekt:

$$WACC = k_d * (1 - t_c * \frac{R_p}{r}) * W_d + k_e * W_e,$$

gdzie: R_p – wysokość oprocentowania uznawanego przez prawo podatkowe, r – stopa kredytowa [Ямалетдинова 2010, s. 168].

Większość przedsiębiorstw w celu finansowania swojej działalności wykorzystuje różne rodzaje źródeł kapitału, które można podzielić na trzy grupy: zwykłe akcje, akcje uprzywilejowane oraz zadłużenie. Każde z tych źródeł posiada własną, wymaganą stawkę rentowności, a wszystkie one razem, przy uwzględnieniu ich wagi w strukturze kapitału, składają się na średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa. Jeżeli przyjrzeć się temu wskaźnikowi pod innym kątem, to stanowi on minimalną oczekiwaną stopę zwrotu z aktywów przedsiębiorstwa, która pozwala kompensować koszty związane z pozyskaniem kapitału.

W takim przypadku stopa dyskonta staje się wprost funkcją ryzyka. Im większe ryzyko będzie ponosił inwestor, tym większej rentowności będzie on oczekiwał od danej inwestycji. Ponieważ przy obliczaniu oczekiwanych przepływów pieniężnych stawka dyskontowa będzie się znajdowała w mianowniku wzoru, będzie można zaobserwować odwrotną zależność: im wyższa stopa dyskonta (im większe ryzyko), tym mniejszą wartość będzie miało oceniane przedsiębiorstwo. Im więcej przedsiębiorstwo przyciąga tanich pożyczonych środków (efekt tarczy podatkowej) zamiast drogiego kapitału własnego, tym mniejsza jest wielkość *WACC*.

Określenie struktury i prawidłowe obliczenie kosztu kapitału przedsiębiorstwa jest jednym z ważniejszych teoretycznych i praktycznych problemów finansów korporacyjnych. Przy zastosowaniu techniki oceny przedsiębiorstwa na podstawie *WACC* w celu oceny przedsiębiorstwa wolne przepływy pieniężne (*FCF*) dyskontuje się na moment wyceny, wykorzystując *WACC* jako stawkę dyskontową:

$$V = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}.$$

Jest oczywiste, że od wagi W_e i W_d , które charakteryzują strukturę kapitału, zależy wartość *WACC* i wartość przedsiębiorstwa V oraz wycena jego kapitału własnego k_e . Pomimo wpływu na *WACC* jako na całość, struktura kapitału wpływa również na

koszt kapitału własnego. Koszt kapitału własnego ke , to znaczy stopa zwrotu, którą kierują się inwestorzy wnoszący udziały, zależy od ponoszonego przez nich ryzyka. A ryzyko finansowe, swoją drogą, stanowi wypadkową stosunku kapitału kredytodawców i właścicieli.

W praktyce przy uproszczonych obliczeniach do określenia struktury i wartości kapitału wykorzystywane są wagi każdego rodzaju kapitału, wyrażone w wartości bilansowej, jako udziały wniesione w kapitał przedsiębiorstwa lub w wartości rynkowej. Jednak wszystkie te metody z teoretycznego punktu widzenia nie są w pełni prawidłowe, a w praktyce mogą prowadzić do błędów i zniekształceń w obliczeniach będących podstawą oceny.

Założenie obliczenia stawki dyskontowej metodą składania sprowadza się do dodania do warunkowo wolnej od ryzyka stawki rentowności różnych dodatkowych elementów związanych z czynnikami ryzyka, charakterystycznych dla inwestowania środków w oceniane przedsięwzięcie. W naszym przykładzie była ona określana na podstawie następującego wzoru:

$$R = R_f + (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + PI + C,$$

gdzie: R – koszt kapitału własnego; R_f – stopa wolna od ryzyka; R_m – ogólna rentowność rynku; S_1 – premia za wielkość przedsiębiorstwa; S_2 – premia za ryzyko oddzielnego przedsiębiorstwa; PI – premia za ryzyko w branży; C – ryzyko krajowe [Оценка стоимости объектов 2017].

W naszym przekonaniu celowe jest wykorzystanie danego modelu, aby w sprawozdaniu finansowym przedstawić informację dla potencjalnych inwestorów. Wykorzystanie takiego modelu dla przedsiębiorstw z branży IT przedstawiono niżej.

W białoruskiej praktyce jako punkt orientacyjny dla stopy zwrotu wolnej od ryzyka stosuje się rentowność długoterminowych państwowych euroobligacji, stawkę refinansową Narodowego Banku Republiki Białorusi lub średnie oprocentowanie depozytów osób prawnych w bankach zajmujących pierwsze miejsca w rankingach. Jednak dla branży IT, która jest w znaczny sposób zglobalizowana i charakteryzuje się na Białorusi niskim poziomem wewnętrznego zapotrzebowania, logiczne jest przyjęcie, jako poziomu wolnej od ryzyka stawki R_f średniej rentowności 20-letnich obligacji skarbowych USA (tab. 4).

Tabela 4. Wybór benchmarku – stopy zwrotu bazowej wolnej od ryzyka w celu obliczenia stopy dyskontowej

Oznaczenie	Nazwa	01.01.2017
R_f	stopa zwrotu wolna od ryzyka	2,84%

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Damodaran 2016, s. 114].

Wolna od ryzyka stopa rentowności (stopa bez ryzyka), charakteryzowana jako bezpieczna inwestycja, pasuje do inwestycji, które warunkowo są rozpatrywane jako niepodlegające ryzyku niemożności obsługi długu.

Premia za ryzyko długoterminowej inwestycji w akcje ($R_m - R_f$) reprezentuje dodatkowy przychód, który należy obowiązkowo dodać do stopy wolnej od ryzyka, aby skompensować inwestorowi ryzyko związane z inwestycją w akcje. Zasadniczo premia jest określana jako różnica w rentowności akcji dużych korporacji i państwowych dłużnych papierów wartościowych USA. W związku z tym, że istnieją różne koncepcje określenia premii za ryzyko, jak również premia ta jest wyliczana za różne okresy, poglądy dotyczące znaczenia tego wskaźnika mocno się różnią. Premia za ryzyko długoterminowych inwestycji w akcje może być wykorzystana na podstawie analizy danych z amerykańskiej giełdy (tab. 5).

Tabela 5. Premia za ryzyko długoterminowych inwestycji w akcje

Oznaczenie	Nazwa	01.01.2017
$(R_m - R_f)$	Premia za ryzyko długoterminowych inwestycji w akcje	5,69%

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Damodaran 2016, s. 114].

Premia za wielkość przedsiębiorstwa (kapitalizacja rynkowa) S_1

Duże przedsiębiorstwa są co do zasady bardziej stabilne, co oznacza, że inwestując środki w niewielki projekt, inwestor ma prawo żądać kompensaty za dodatkowe ryzyko. Premia za ryzyko inwestowania w przedsiębiorstwa z niewielką kapitalizacją (jako wskaźnik) jest obliczana jako różnica między średnią historyczną rentownością inwestowania w nieduże przedsiębiorstwa a średnią historyczną rentownością inwestowania na amerykańskim rynku akcji. Wartość przyjętej premii z tytułu wielkości przedsiębiorstwa przedstawiono w tabeli 6.

Tabela 6. Premia za wielkość przedsiębiorstwa

Oznaczenie	Nazwa	01.01.2017
	9-10-Smallest 1,139 – 253,761 (w milionach)	
S_1	Premia za wielkość przedsiębiorstwa	3,58 %

Źródło: [Ibbotson SBBI 2016].

Należy podkreślić, że *Ibbotson Associates* jest najbardziej popularnym źródłem informacji służących analizie historycznych danych o rynku akcji ze względu na to, że śledzi dynamikę transakcji od 1926 r. Na rynku są również dostępne bazy danych zawierające informacje od 1871, a nawet od 1802 r. Dzięki temu niektórzy analitycy w swoich analizach wykorzystują długie szeregi historycznych danych, inni natomiast preferują dane z krótszych okresów. Wykorzystanie bardziej aktualnych danych umożliwia otrzymanie wyników mocniej związanych ze współczesnymi realiami rynkowymi. Jednak krótsze szeregi niosą z sobą ryzyko dużych błędów statystycznych. I tak np. analizując dynamikę danych z *Ibbotson Associates*, można zauważyć, że największy szereg czasowy w ciągu 80 lat ma minimalne odchylenie standardowe 2,23%. Jeżeli skrócić okres obliczeń do 5 lat, to odchylenie standar-

dowe zwiększy się do 8,94%. Dla branży IT należy wykorzystać dane z krótkiego okresu, co będzie logiczną konsekwencją tego, że branża ta jest nowa i aktywnie wpływa na inne rynki.

W ostatnim czasie agencja *Ibbotson Associates* wylicza średniorynkową premię za ryzyko inwestowania w akcje zarówno w oparciu o dane o rynkowej rentowności zaczynające się od 1926 r., jak i w oparciu o dane z ostatnich 50 lat.

Ryzyko oddzielnego przedsiębiorstwa S_2

Premia za to specyficzne ryzyko odzwierciedla dodatkowe ryzyko związane z inwestowaniem w konkretne przedsiębiorstwo, które nie było uwzględnione w premii za ryzyko branży i w premii za ryzyko kraju.

Czynnikami, które mają wpływ na to specyficzne ryzyko, mogą być:

- zależność od państwowych regulacji,
- ryzyko kluczowej osoby w zarządzie,
- kompetencje zarządzających,
- perspektywy rozwoju branży,
- fluktuacja i kwalifikacje kadr itp.

Rekomendowany przedział premii za specyficzne ryzyko mieści się w granicach od 0 do 10%. Wybór konkretnej wielkości specyficznego ryzyka oddzielnego przedsiębiorstwa opiera się na subiektywnej opinii oceniających. W ramach danego przykładu ryzyko oddzielnego przedsiębiorstwa zostało przyjęte na poziomie 6,5%.

Premia za ryzyko branży *PI* została przyjęta na podstawie danych rocznika 2015 *Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital dla SICcode 73* na poziomie – 3,03%. Ta składowa stopy dyskontowej nosi ponadnarodowy charakter (tzn. nie zależy od kraju, w którym prowadzona jest dana działalność) i jest określana wyłącznie na podstawie ich wewnętrznej cechy, jaką stanowi zmienność przepływów pieniężnych.

Najpełniej widoczne jest nastawienie inwestorów do porównywalnych wartości ryzyka branży na rozwiniętych rynkach inwestycyjnych. Właśnie one stanowią źródła do wyliczenia branżowych premii. Dla każdej interesującej branży określa się wartość badanych przedsiębiorstw, dla których wylicza się średnią branżową stopę dyskontową. Obiektywne podstawy dla wystąpienia dodatkowej premii za ryzyko branżowe pojawiają się wówczas, gdy średnia stopa dyskonta dla branży (wymóg inwestora dotyczący minimalnej rentowności) przewyższa w USA rentowność państwowych obligacji – najpewniejszych aktywów dla inwestora.

Premia za ryzyko kraju (poziom ryzyka związanego z tym, że działania suwerennego rządu wpłyną na dłużnika związanego z danym krajem, by wypełnił swoje zobowiązania) przyjęta została według danych na stronie internetowej www.damodaran.com (tab. 7).

Obliczenia związane z ustaleniem stopy dyskontowej dla kapitału własnego przedstawiono w tabeli 8.

Przeprowadzone obliczenia pozwalają przedstawić potencjalnemu inwestorowi informację o obliczonej wartości *WACC* (tab. 9).

Tabela 7. Ryzyko kraju

Oznaczenie	Nazwa	01.01.2017
C	Ryzyko kraju	10,66%

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Damodaran 2016, s. 114].

Tabela 8. Obliczenie stopy dyskontowej dla kapitału własnego

Oznaczenie	Elementy składowe stopy dyskontowej	Wartość
R_f	Stopa wolna od ryzyka	2,84%
$(R_m - R_f)$	Premia za ryzyko długoterminowych inwestycji w akcje	5,69%
S_1	Premia za wielkość przedsiębiorstwa	3,58%
S_2	Ryzyko oddzielnego przedsiębiorstwa	6,50%
PI	Premia za ryzyko w branży	-3,03%
C	Premia a ryzyko kraju	10,66%
R	Stopa dyskonta dla kapitału własnego	26,24%

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 9. Elementy do obliczenia WACC

Nazwa	Wielkość
Koszt pożyczonego kapitału (w %)	8,86
Stawka podatku dochodowego (w %)	0,00
Udział kapitału pożyczonego w strukturze kapitału (w %)	y
Koszt kapitału własnego (w %, zob. tab. 7)	26,24
Udział kapitału własnego w strukturze kapitału (w %)	x

Źródło: opracowanie własne.

W przedstawionych obliczeniach koszt pożyczonego kapitału jest określony jako średnia stawka (okres od stycznia do grudnia 2016 r.) dla nowo udzielonych przez banki kredytów dla osób prawnych, w swobodnie wymiennej walucie, na okres powyżej jednego roku. Udział kapitału obcego i udział kapitału własnego przedstawiają faktyczną strukturę kapitału przedsiębiorstwa na koniec prognozowanego okresu (okres prognozy: 10 lat), obliczoną metodą wyceny bilansowej. W ten sposób średni ważony koszt kapitału (*WACC*) to:

$$WACC = (8,86 \% * y \%) * (1 - 0,00 \%) + (26,24 \% * x \%).$$

W naszym przekonaniu przedstawienie tego rodzaju informacji w sprawozdawczości finansowej pozwoli podwyższyć jakość sprawozdań oraz pozwoli potencjalnym inwestorom uzyskać dodatkowe oceny perspektyw uczestnictwa w konkretnym przedsięwzięciu. W przypadku posiadania dostatecznej liczby danych statystycz-

nych można zastosować metodę CAPM, szczególnie dla tych przedsiębiorstw, których akcje są notowane na światowych giełdach (np. dla przedsiębiorstwa EPAM).

Do obliczenia współczynnika β wykorzystuje się wrażliwość stóp zwrotu z cen akcji spółek notowanych na giełdzie w stosunku do stóp zwrotu liczonych dla indeksu rynkowego (portfela rynkowego). Im większa jest amplituda wartości akcji spółki, tym wyższy ma ona współczynnik β , a tym samym bardziej ryzykowne będą inwestycje w takie przedsiębiorstwo. Wzór służący wyliczeniu współczynnika beta ma następującą postać:

$$\beta_i = \sigma_{iI} / \sigma_I^2,$$

gdzie: β_i – współczynnik beta, σ_{iI} – kowariancja liczona ze stóp zwrotu z akcji i portfela rynkowego, σ_I^2 – wariancja stóp zwrotu z portfela rynkowego [Дамодаран 2004].

W praktyce przeprowadzania ocen w taki sposób zwykle uwzględnia się ryzyko na poziomie branży, tzn. w celu wyliczenia stawki dyskontowej zwykle wykorzystuje się albo średnią wartość współczynnika β , albo wartość współczynnika β dla najbardziej podobnych, analogicznych notowanych przedsiębiorstw.

W celu najbardziej prawidłowego porównania branż i przedsiębiorstw między sobą analitycy wyliczają tzw. zdelewarowany współczynnik β (*unlevered beta*), a przy obliczaniu stopy dyskontowej dla konkretnego przedsiębiorstwa uwzględniają już posiadane przez to przedsiębiorstwo obciążenia dłużne, wyliczając zlewarowany współczynnik β (*levered or total beta*), z uwzględnieniem długu, według następującego wzoru:

$$\beta = \beta_L = \beta_U * \left(1 + \frac{D * (1-t)}{E}\right),$$

gdzie: β (β_L) – zlewarowany współczynnik beta (z uwzględnieniem zadłużenia); β_U – zdelewarowany współczynnik beta (bez uwzględnienia wpływu zadłużenia); D/E – wskaźnik dźwigni finansowej przedsiębiorstwa; T – stawka podatku dochodowego dla przedsiębiorstwa (w %) [Фишмен i in. 2010].

Powszechnie przyjęte podejście do oceny parametru „ β akcji” opiera się na modelu regresji stóp zwrotu dla cen akcji i stóp zwrotu z portfela rynkowego (metoda giełdowa). Daną metodę w swoich obliczeniach wykorzystują wiodące firmy inwestycyjne i agencje informacyjne, szczególnie MerrillLynch, Barra, ValueLine i Bloomberg.

4. Zakończenie

Przeprowadzone badania pozwalają stwierdzić, że białoruskie standardy dotyczące prezentacji sprawozdań finansowych nie w pełni odpowiadają podejściu przedstawionemu w MSSF. W celu przedstawienia w bilansie informacji o wielkości kapita-

łu własnego, odpowiadającej wartości aktywów netto organizacji, należy z trzeciej pozycji bilansu wyłączyć pozycję „celowego finansowania”. Jednocześnie w zestawieniu o zmianach kapitału własnego (załącznik nr 3 do Krajowego standardu rachunkowości i sprawozdawczości „Indywidualna sprawozdawczość finansowa”) pozycja „celowe finansowanie” nie jest prezentowana. Do przedstawienia informacji o celowym finansowaniu przewidziano oddzielny formularz.

Rozwój biznesu w praktyce, w naszej opinii, wymaga rozszerzenia spektrum informacji dotyczącej kapitału własnego, tak aby możliwe było przedstawienie pełniejszej informacji o inwestycjach w konkretne przedsiębiorstwo. W celu głębszej analizy współczesnej sprawozdawczości proponujemy wykorzystanie modeli oceny przedstawiających *WACC* lub współczynnik beta dla analizowanego podmiotu.

Specyfika białoruskiego rynku IT sprawia, że powszechnie stosuje się do wskaźników oceny podejście przychodowe i metodę składania. Uważamy za celowe wykorzystanie instrumentów oceny, które posługują się opartą na ocenie ryzyka aktualną stopą dyskontową, reprezentującą wskaźnik generowany przez takie składowe, jak: wolna od ryzyka stopa R_f , premia za ryzyko długoterminowych inwestycji w akcje ($R_m - R_f$), premia za wielkość przedsiębiorstwa (kapitalizacja rynkowa) S_1 , ryzyko oddzielnego przedsiębiorstwa S_2 , premia za ryzyko w branży PI , premia za ryzyko kraju, wskaźnik beta ryzyka systematycznego (beta zdelewarowana i beta zlewarowana), wartość kapitału obcego, stawka podatku dochodowego.

Literatura

- Бутынец Ф.Ф., 2007, *Бухгалтерский учёт в зарубежных странах*, ТК Велби, изд-во проспект.
- Damodaran A., 2016, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, s. 114, <http://ssrn.com/abstract=2238064> (29.03.2017).
- Дамодаран А., 2004, *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов*, Альпина Бизнес.
- Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К., 2010, *Руководство по оценке стоимости бизнеса*, ЗАО «Квинто-Консалтинг».
- Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements approved by the IASC Board in April 1989 for publication in July 1989, and adopted by the IASB in April 2001, Ibbotson SBBI, 2016, *Valuation Yearbook*, Morningstar Inc., Chicago.
- Инструкция о порядке расчета стоимости чистых активов: утв. Министерством финансов Респ. Беларусь 11.06.2012 // Эталон – Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь, Минск, 2012, № 8/26095.
- Инструкция о порядке составления и представления бухгалтерской отчетности: утв. Министерством финансов Респ. Беларусь 14.02.08 // Эталон – Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь, Минск 2008.
- Инструкция по бухгалтерскому учёту «Резервы, условные обязательства и условные активы»: утв. Министерством финансов Респ. Беларусь 28.12.05 // Эталон – Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь 2006.
- Ямалетдинова Г.Х., 2015, Обзор методов оценки ставки дисконтирования в инвестиционном анализе / Г.Х. Ямалетдинова // *Современные проблемы науки и образования*, № 4.

- Ямалетдинова Г.Х., 2010, *Влияние эффекта «налогового щита» на стоимость капитала и бизнеса*, Аудит и финансовый анализ, Москва, №6. s. 167-171.
- Концептуальные основы финансовой отчетности // КонсультантПлюс [Электронный ресурс], <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=160581 &fld=134&dst=100134,0&rnd=0.2170571351289463#0> (11.05.2017).
- О бухгалтерском учёте и отчетности: Закон Респ. Беларусь, 18 октября 1994 г. № 3321-ХП : в ред. Закона Респ. Беларусь от 26.12.2007 № 302-З // Эталон – Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь, Минск 2008.
- Об установлении типового плана счетов бухгалтерского учета, утверждении Инструкции о порядке применения типового плана счетов бухгалтерского учета и признании утратившими силу некоторых постановлений Министерства финансов Республики Беларусь и их отдельных структурных элементов : Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 29.06.2011 № 50 (ред. от 02.12.2013) // Министерство финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс], <http://www.minfin.gov.by> (20.05.2017).
- Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса): Государственный стандарт Республики Беларусь СТБ 52.1.01-2017 от 04 марта 2017 года // Научно-производственное республиканское унитарное предприятие «Белорусский государственный институт стандартизации и сертификации» (БелГИСС), 2017.
- Основы составления и представления отчётности: учеб. пособие по МСФО / «ПрайсвотерхаусКуперс Аудит» и ООО «Росэкспертиза» [Электронный ресурс], 2008, Режим доступа: <http://www.accountingreform.ru> (10.05.2017).
- План счетов бухгалтерского учёта в сельскохозяйственных организациях. Инструкция по применению Плана счетов бухгалтерского учёта в сельскохозяйственных организациях, 2-е изд, Минск: ООО «Информпресс», 2008, 244 с.
- Прагт Ш., *Стоимость капитала*, Квинто-Консалтинг, 2006, 454 с.
- Савчук В.П., *Финансовый анализ деятельности предприятия (международные подходы)*, Финансовый анализ, 2008, <http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/savchuk.shtml> (10.05.2017).
- Сивенкова О.В., *Метод дисконтирования денежных потоков*, Контрольная работа, 2015, № 3.
- The Conceptual Framework for Financial Reporting issued by the International Accounting Standards Board in September 2010.
- Учёт государственных субсидий и раскрытие информации о государственной помощи, ПрайсвотерхаусКуперс Аудит и ООО «Росэкспертиза», 2008, <http://www.accountingreform.ru> (10.05.2017).