

Т. П. Бойко,  
аспірант кафедри фінансів,  
ДВНЗ "Київський Національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

DOI: 10.32702/2306-6806.2018.10.91

## ОЦІНКА АКЦІЙ АГРАРНИХ КОМПАНІЙ НА ОСНОВІ КОНЦЕПЦІЇ ПОВНОЇ ВАРТОСТІ

Т. Boiko,  
post-graduate student of Financial markets dep., Vadym Hetman Kyiv National Economic University

ESTIMATION OF SHARES OF AGRARIAN COMPANIES ON THE BASIS OF THE TOTAL VALUE  
CONCEPT

*У статті запропоновано підхід до оцінки вартості аграрних компаній на фондовому ринку за концепцією повної вартості.*

*Такий підхід корисний, з одного боку, для потенційних інвесторів компанії при прийнятті рішення про інвестування в акції компанії, так і для компанії при визначенні справедливої ціни розміщення/викупу акцій на фондовому ринку.*

*Запропоновано, як саме слід пов'язати фінансові результати, соціальні і економічні показники для оцінки ціни акції компанії на фондовому ринку.*

*В основну підходу покладено концепцію повної вартості, яка базується на розрахунку ефективності інвестицій (приведеної чистої вартості NPV, EBIDTA, ринкової капіталізації), але із суттєвими змінами та доповненнями — додано нефінансові фактори (екологічні, соціальні фактори та фактори сталого розвитку), які згідно з останніми дослідженнями, формують до 85% ринкової ціни акцій компанії на фондовому ринку.*

*The article proposes an approach to estimating the value of agrarian companies in the stock market on the total economic value concept.*

*In this paper, it is shown that the market valuation of shares of Ukrainian agrarian companies with integrated reporting which is based on the total economic value concept is significantly closer to the average market, which allows such companies to avoid underestimating the stock market and to have greater capitalization. The total economic value concept connects information about individual types of capital and determines the company's impact on the economy and society and generates an integral indicator of the company's financial, economic, and social value that is beneficial to the company and its (potential) investors.*

*The fact that the assessment of the full business contribution allows investors to understand the role that the company plays in the country's economy, and the results of such an assessment can become an excellent communication tool, through which the company will be able to convey the necessary information to different stakeholder groups.*

*It is proposed how to link the financial results, social and economic indicators to estimate the stock price of the company in the stock market.*

*The main approach is based on the concept of full cost based on the calculation of the efficiency of investments (the reported net value of NPV, EBIDTA, market capitalization), with significant changes and additions — added non-financial factors (environmental, social and sustainable development factors), which according to the latest research, form up to 85% of the market share price of the company in the stock market.*

*This approach makes it possible to compare the full impact of the implementation of all investment projects on the country's economy, as well as to optimize the portfolio of company projects based on their economic outcomes. This approach is useful on the one hand for potential investors of the company when making a decision on investing in shares of the company and for the company in determining the fair price of placement or buyback of the shares in the stock market.*

*Ключові слова: повна економічна вартість, фондовий ринок, мультиплікатор "P/E", інтегрована звітність, акція.*

*Key words: total economic value, stock market, P/E ratio, integrated reports, share.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Українські аграрні компанії для розміщення акцій не завжди розуміють сучасні принципи формування цін,

та орієнтуються переважно на свій фінансовий стан, що викликає проблеми пов'язані із недооцінкою їх акцій на фондовому ринку.

По-перше, інформації про фінансовий стан компанії, особливо тієї, що міститься у фінансових звітах

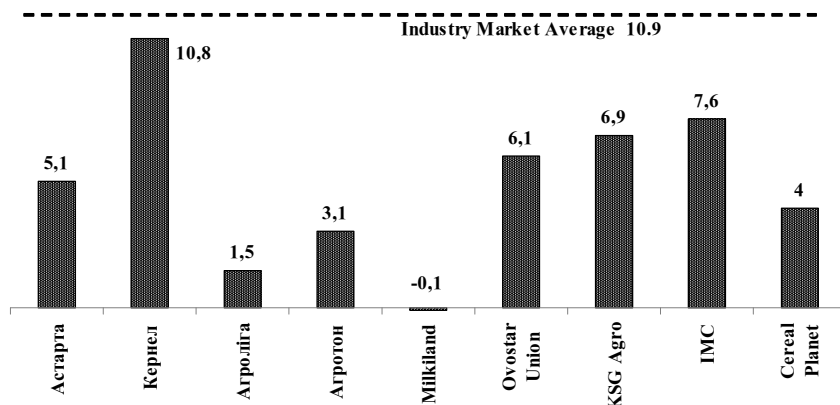


Рис. 1. Мультиплікатор Р/Е українських аграрних компаній та середній показник аграрних компаній на Варшавській фондовій біржі, 2018

Джерело: офіційний сайт Варшавської фондової біржі.

недостатньо для потенційних інвесторів на фондовому ринку, що обмежує оцінку та збільшує ризики інвестування в акції компанії, як наслідок, зменшується ринкова ціна акцій та інші ключові ринкові показники. Це викликано тим, що сучасний стан світового економічного середовища і її зміна під впливом безлічі різноманітних факторів призвело до зміни інформаційних потреб основних користувачів звітності.

По-друге, навіть за наявності, не фінансова інформація повинна бути пов'язана в одне ціле — нині інвесторів цікавить не стільки інформація про фінансові, соціальні і економічні показники компанії окремо, скільки наскільки успішним є увесь процес створення компанією повної економічної вартості.

Тому проблемою дослідження є те, що показники фінансової та не фінансової звітності українських аграрних компаній майже не взаємопов'язані, та відображають лише окремі аспекти діяльності, в результаті чого інвестори і менеджмент компанії стикаються з необхідністю застосування серйозних зусиль до пошуку необхідних даних, що робить актуальним розробку інтегрованого показника для розрахунку повної вартості компанії.

## МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою дослідження є формування підходу до оцінки акцій, який враховує як фінансові показники, так і соціальні, екологічні, та внутрішньо-корпоративні показники компанії. Такий підхід має враховувати специфіку сільського господарства в цілому. Результатом дослідження має бути інтегральний показник, який дозволить полегшити прийняття управлінських рішень про ефективність виходу на фондовий ринок, або інвестування в компанію. Визначення справедливої ціни розміщення акцій на основі концепції повної економічної вартості дозволить компаніям та інвесторам отримати максимальну дохідність.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

В науковій літературі ринкова ціна акцій визначається переважно на основі співвідношення "ризик-дохідність" та моделі асиметричності інформації на фондовому ринку [1]. Але не визначена роль, а тим більше вартісна оцінка економічних, екологічних та соціальних факторів у формуванні ринкової ціни.

Проблема визначення повної вартості компанії із урахуванням соціальних, економічних та екологічних чинників розглядалась у сучасних дослідженнях компанії "великої п'ятірки": компанія Ernst&Young, розглядає вартість компанії як можливість створювати певну цінність протягом тривалого часу, що полягає в зборі, консолідації та аналізі якісних і кількісних показників її діяльності в звітному періоді при підготовці інтегрованого звіту [2]; компанія "Deloitte" — розглядає

вартість компанії як здатність організації до створення і підтримання своєї вартості протягом часу [3]. Вітчизняні науковці — Когденко, М. Мельник [4], Хачатурова [5], О. Соловійова [6], Н. Малиновська [7], В. Гетьман [8] досліджують не фінансові показники без визначення впливу на ринкові показники компанії. Дослідженню теорії й практики формування інтегрованої звітності за кордоном присвячені публікації П. Друкмана і Р. Мартіна, які беруть безпосередню участь в роботі Міжнародного ради з інтегрованою звітністю [9].

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Мультиплікатори в фундаментальному аналізі фондового ринку є індикаторами очікування інвесторів [4]. Вони обчислюються як відношення ринкових цін та фактичних показників бухгалтерського балансу [2]. За даними Morgan Stanly, серед мультиплікаторів перші місця традиційно займає мультиплікатор "Price to Earnings" (далі — "Р/Е"), який використовується значно частіше ніж усі інші (у 50% випадків).

Акції українських компаній, розміщені на Варшавській біржі, мають суттєво нижчий мультиплікатор "Р/Е" ніж акції компній-аналогів (рис. 1).

Мультиплікатор "Р/Е" показує скільки грошей платять інвестори за кожну гривню чистого прибутку за минулий рік компанії, купуючи її акцію. Але трактувати його можна по-різному. [3].

Як відомо, мультиплікатор ціна/прибуток або Р/Е розраховується діленням загальної вартості власного (акціонерного) капіталу компанії на її прибуток:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Поточна ціна акцій}}{\text{Прибуток на акцію}} \quad (1).$$

Джерело: Financial Modelling Blog

Для фінансового аналізу обчислюється обґрунтований "Р/Е" з використанням методу дивідендів дисконтування. Дана формула виведена із концепції фундаментального аналізу.

$$\frac{\text{Очікувані дивіденди в наступному році} / \text{Чистий прибуток}}{\text{Вартість залучення власного капіталу} - \text{Очікуваний темп росту дивідендів}} \quad (2).$$

Джерело: Financial Modelling Blog

Відношення очікуваних дивідендів у майбутньому році до чистого прибутку — коефіцієнт виплати дивідендів — показує, яка частина прибутку компанія виплачує у вигляді дивідендів. Виходячи з цієї формули, слід зазначити, що Р/Е фундаментально залежить від 3-х змінних: норми виплати дивідендів, темпів їх зростання та вартості залучення власного капіталу. Вартість залучення капіталу (як відомо в рамках моделі CAPM) однозначно пов'язана з ризиком. Фактори, що впливають на величину очікуваного прибутку та, в кінцевому рахунку, дивідендів, у науковій літературі аналізують-

ся на трьох рівнях: макроекономічному (макроекономічний ризик), галузевому (ризик сектору економіки) та для компанії (ризик компанії). Однак такий підхід не дає відповіді на те, що українські аграрні компанії мають низький мультиплікатор "P/E", хоча їх рентабельність знаходиться на медіанному рівні у порівнянні із акціями компаній-аналогів, що розміщені на тих же фондових ринках (табл. 1).

Як видно із таблиці 1 на фондовому ринку залежність між рентабельністю та мультиплікатором "P/E" відсутня (коefficient кореляції близький до нуля -0.06). Поширене у науковій літературі твердження про низький мультиплікатор "P/E" як показник недооцінки, означає, що на фондових ринках українські компанії торгуються із дисконтом (або недооцінені) у 70% від вартості зарубіжних аналогів, однак компанії із країн із кращим від українського інвестиційним кліматом (Люксембург, Індонезія, Великобританія) також мають низькі оцінки ринку за мультиплікатором "P/E". Відсутня залежність і серед українських аграрних компаній (тобто із однаковим ризиком країни та сектору економіки), наприклад, компанія "Кернел" із нижчим рівнем рентабельності має вищий "P/E" за "Миронівський Хлібопродукт" із вищим рівнем рентабельності. На думку Дамодарана А., у світі існує велика кількість компаній з низькими мультиплікаторами, які їх заслуговують — існують інші фактори, що об'єктивно визначають значення ринкового мультиплікатора.

Відсутність обґрунтування низьких значень мультиплікатора "P/E" у рамках підходу, що склався у науковій літературі, пояснюється зміною світового економічного середовища під впливом безлічі різноманітних факторів, що призвели до зміни інформаційних потреб інвесторів. Це вимагає від компаній безперервних змін, які відповідали б високим очікуванням інвесторів, держави і суспільства. А ефект від запровадження таких змін в компаніях, акції яких розміщені на фондовому ринку, відображається в динаміці цін акцій на фондовому ринку та мультиплікаторах типу "P/E".

Ринкова ціна акцій компанії стала все більше залежати від не фінансових факторів — вартість бренду, інноваційні розробки, природний, інтелектуальний і соціальний капітал — чинять основний вплив на ринкову ціну акцій, про що свідчать показники на рисунку 2. Як бачимо, зростає частка ринкової вартості нематеріальних активів, що формує ринкову капіталізацію п'ятиста провідних компаній, включених до Індексу Standard&Poors 500.

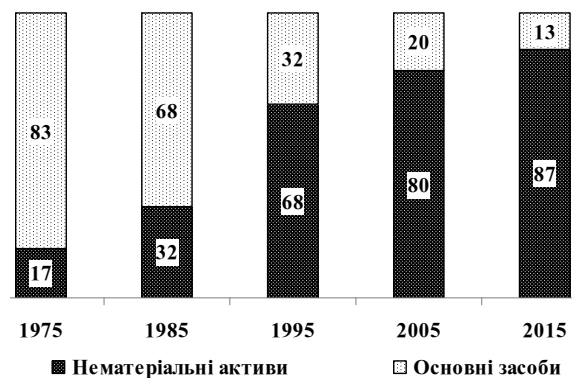
За останні 40 років формування ціни акцій компанії на ринку суттєво змінилася, якщо раніше основу ціни складали матеріальні активи, то на тепер — все навпаки — близько 85% формують нематеріальні активи (в т.ч. інформація).

Хоча організації і стали розкривати більше інформації в публічних фінансових і нефінансових звітах, однак даних, що містяться в цих звітах, недостатньо для інвесторів. Історія звітності переживає період зміни парадигм, тому компаніям слід пристосовуватись до потреб ринку [10]. Одним із можливих інструментів для адаптації звітності компанії під потреби ринку є інтегрований звіт — форма звітності, що дає стейкхолдерам уявлення про взаємозв'язок фінансових і нефінансових результатів компанії, про її бізнес-модель, стратегію та плани розвитку, хоча ще 20 років тому запорукою успішного довгострокового функціонування компанії були

**Таблиця 1. Українські аграрні компанії та компанії-аналоги на фондовому ринку: фінансові результати, 2017 рік**

Компанія	Країна	Рентабельність	P/E	Коефіцієнт кореляції
MHP S.A.-GDR REGS	Україна	21%	5.03	-
KERNEL	Україна	9%	8.89	-
CRESUD S.A.C.I.F.Y.A.	Аргентина	4%	21.02	-
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа-Нова Гвінея	10%	16.13	-
PP LONDON SUMATRA INDONESIA	Індонезія	36%	12.21	-
SOCFINAF	Люксембург	34%	3.01	-
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Індонезія	14%	3.82	-
SIPEF NV	Бельгія	26%	8.29	-
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Індонезія	12%	16.24	-
BUKIT DARAH PLC	Шрі-Ланка	7%	13.52	-
ANGLO-EASTERN PLANTATIONS	Великобританія	25%	4.56	-
CASA GRANDE SAA	Перу	46%	4.32	-
KENCANA AGRI LTD	Індонезія	6%	18.87	-
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобританія	31%	4.14	-
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Індія	1%	8.83	-
Всього Компанії-аналоги		16%	7.98	-0,06

Джерело: Bloomberg, дані компаній, розрахунки UFC Capital.



**Рис. 2. Підвищення цінності нематеріальних активів, як компонентів, складових ринкової вартості компанії, S&P 500**

Джерело: Ocean Tomo, LLC (2015), "Ocean Tomo's Annual Study of Intangible Asset Market Value".

захоплення основної частки ринку і максимізація грошового потоку (табл. 2).

За кілька останніх десятиліть відбулися істотні зміни, і сучасний бізнес стикається з великою кількістю проблем, які часто знаходяться за межами економічної сфери, підконтрольної компанії. Успіх у бізнесі залежить від безлічі неекономічних чинників, а також від впливу всіх елементів ланцюжка життєвого циклу продукції, що виробляється [11].

Для оцінки повного впливу бізнесу на економіку країни, її соціальну сферу та екологію все частіше використовується концепція Total Value. Ця концепція є найбільш перспективною з точки зору теорії вартості, екосистемних послуг та комплексної оцінки природно-ресурсного потенціалу. Ця концепція з'явилася наприкінці XX ст. у роботі Д. Пірса, Р. Тернера. У сучасній літературі є дещо різні варіанти структури загальної економічної цінності. Одна з найпопулярніших моделей, представлених у роботах [12—13] є традиційний економічний підхід для оцінки для екосистем у грошовому вираженні та основна стратегія для аналізу монетизованих вигод, одержуваних від екосистем: всі вигоди, одержувані людьми від природи, і навіть цінність природи як такої (дійсна вартість) можуть бути оцінені та порівняні в грошовому вираженні.

Total Value або повний внесок бізнесу — це інтегрований показник впливу бізнесу, який враховує всі істотні результати діяльності — прямі, непрямі, та опосередковані ефекти (рис. 3).

Окремо Total Value дозволяє оцінити повний майбутній внесок компанії (її окремого проекту, нового

**Таблиця 2. Еволюція корпоративної звітності компаній, 1960–2020 рр.**

Складова звітності	1960	1980	2000	2020
Фінансова звітність	+	+	+	+
Коментарі керівництва	-	+	+	-
Управління і оплата праці	-	-	+	-
Екологічна звітність	-	-	+	-
Звіт в області сталого розвитку	-	-	-	-
Інтегрований звіт*	-	-	-	+

Джерело: адаптовано з IIRC (2011). Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century.

Примітка: \*Включає: фінансову інформацію, управління і оплата праці; звіт про охорону навколишнього середовища, звіт про КСО.

заводу і т. д.) у соціально-економічний розвиток країни (регіону). Застосовуючи підходи цієї концепції, капіталізація компанії на фондовому ринку приблизно дорівнює сумі чистих приведених вартостей усіх проектів компанії (рис. 4).

Такий підхід дає можливість порівняти повний вплив реалізації усіх інвестиційних проектів на економіку країни, а також оптимізувати портфель проектів компанії з урахуванням їх економічних результатів,

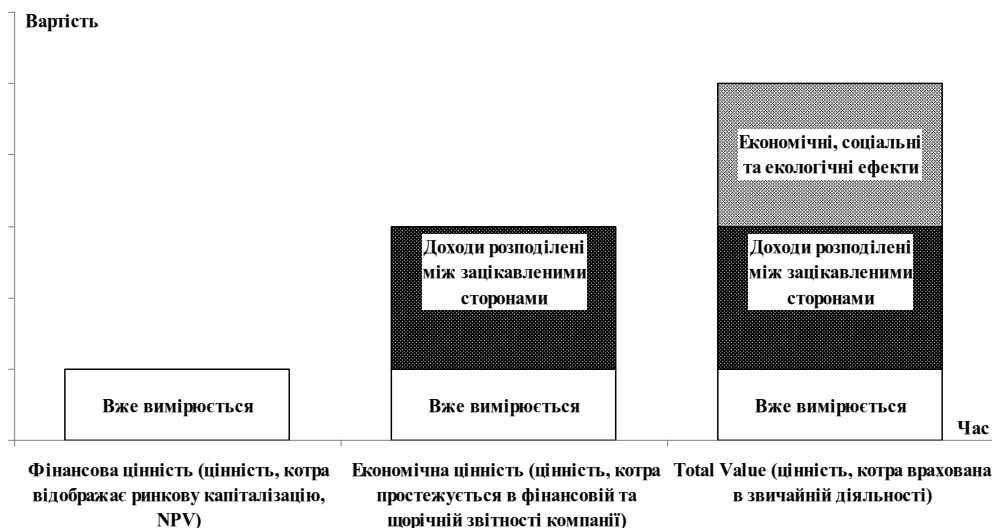
впливу на суміжні галузі, соціальну сферу та екологію.

Тому не дивно, що компанія яка отримала найбільш високі результати по повноті розкриття інформації для інвестора — "Кернел" — (єдина аграрна компанія України, яка має інтегровану звітність G4 від GRI [16]) має найбільш наближений до ринкового показник оцінки своїх активів на фондовому ринку (рис. 1), а інші компанії суттєво недооцінені — це не говорить про перспективи, це говорить про недостатність інформації та як наслідок ризику для інвестора при прийнятті рішення про інвестування в дану компанію.

## ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

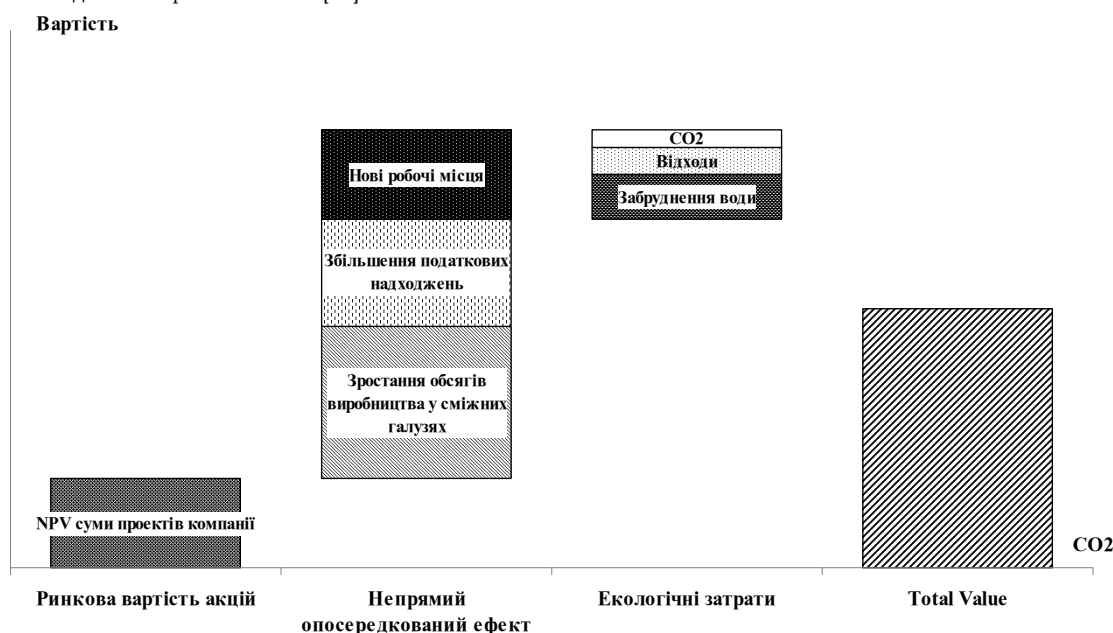
У процесі дослідження було встановлено, що у найпоширенішій формі звітності українських компаній — фінансових результатах відображена тільки частина створеної повної цінності. Решта форм капіталу (інтелектуальний, соціальний, людський, природний) розкривається тільки частково або взагалі залишається непоміченими. Оцінка повного вкладу дозволяє виправити таку ситуацію і продемонструвати зацікавленим сторонам, суспільству і державі весь ланцюжок створення і розподілу цінності, отриманої в результаті діяльності компанії [13].

Пропонується застосовувати інтегральний підхід до оцінки вартості компанії на основі оцінки повної економічної вартості як самою компанією під час прийняття рішення про розміщення, так і інвесторами під час прийняття рішення про інвестування в компанію. Концепція повної вартості, на відміну від фінансової, пов'язує інформацію про окремі види капіталу і визначає вплив компанії на економіку та суспільство та формує інтегральний показник фінансової, економічної, соціальної вартості компанії, який є корисним для компанії та її (потенційних) інвесторів.



**Рис. 3. Еволюція підходів до оцінки вартості компанії**

Джерело: складено автором на основі [14].



**Рис. 4. Оцінка ціни акцій компанії на основі концепції Total Value**

Джерело: змінено та доповнено автором на основі [15].

У цій роботі показано, що ринкова оцінка акцій українських аграрних компаній, у яких наявна інтегрована звітність, суттєво наближені до середньоринкової, що дозволяє таким компаніям уникати недооцінки на фондовому ринку та мати більшу капіталізацію. Це пов'язано з тим, що оцінка повного внеску бізнесу дозволяє інвесторам усвідомити роль, яку компанія грає в економіці країни, а результати такої оцінки можуть стати відмінним комунікаційним інструментом, за допомогою якого компанія зможе донести необхідну інформацію до різних груп зацікавлених сторін.

Перспективою подальших досліджень є дослідження та оцінка елементів нефінансової звітності аграрних компаній на основі внутрішньої звітності компаній.

## Література:

1. Акерлоф Дж. Рынок "лимонов": Неопределенность качества и рыночный механизм // THESIS. — 1994. — № 5. — С. 91—104.
2. Офіційний сайт компанії "E&Y". Інтегрована звітність: а ви готові? [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-integrated-reporting-rus/\\$FILE/EY-integrated-reporting-rus.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-integrated-reporting-rus/$FILE/EY-integrated-reporting-rus.pdf)
3. Офіційний сайт компанії "Делойтт". Integrated reporting: The new big picture [Електронний ресурс]. — Режим доступу :: [http://www.deloitte.com/assets/Doc-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/Deloitte%20Review/Deloitte%20Review%2010%20-%20Summer%202012/US\\_deloitterevue\\_Integrated\\_Reporting\\_The\\_New\\_Big\\_Picture\\_Jan12.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Doc-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/Deloitte%20Review/Deloitte%20Review%2010%20-%20Summer%202012/US_deloitterevue_Integrated_Reporting_The_New_Big_Picture_Jan12.pdf)
4. Когденко В.Г., Мельник М.В. Інтегрована звітність: питання формування та аналізу // Міжнародний бухгалтерський облік. — 2014. — № 10. — С. 2—15.
5. Хачатурова Т.О., Маркелова Т.В. Інтегрована звітність як напрямок розвитку бухгалтерського обліку // Омський науковий вісник. — 2015. — № 3 (139). — С. 254—257.
6. Соловійова О.В. Тенденції розвитку корпоративної звітності: інтегрована звітність // Міжнародний бухгалтерський облік. — № 35 (281). — С. 2—16.
7. Малиновська Н.В. Інтегрована звітність — інноваційна модель корпоративної звітності // Міжнародний бухгалтерський облік. — 2013. — № 38. — С. 12—18.
8. Гетьман В.Г. Про концептуальні засади та структуру міжнародного стандарту по інтегрованої звітності // Міжнародний бухгалтерський облік. — 2014. — № 44 (338). — С. 2—15.
9. ACCA IIRC-круглий стіл з інтегрованою звітності. 27 вересня 2011 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://gaap.ru/articles/122410>, С. 1
10. Сайт компанії Ocean Tomo, LLC (2015), "Ocean Tomo's Annual Study of Intangible Asset Market Value" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-ocean-tomo-2015-intangible-asset-market-value> (Accessed 4 October 2018).
11. Сайт компанії IIRC (2011). Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://gaap.ru/articles/122410>, С. 1
12. Душин А.В. Деякі аспекти розвитку теорії цінності // Журнал економічної теорії. — 2009. — № 3. — С. 218—221.
13. Serageldin I., Steer A. 1994, Making Development Sustainable: from concept to action. Environmentally Sustainable Development Occasional Paper Series, no. 2.
14. Офіційний сайт компанії "EY" (2014), "Connected reporting. Responding to complexity and rising stakeholders demands", available at: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-assurance-faas-connected-reporting/\\$FILE/ey-assurance-faas-connected-reporting.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-assurance-faas-connected-reporting/$FILE/ey-assurance-faas-connected-reporting.pdf) (Accessed 5 October 2018).

15. Офіційний сайт компанії "The Global Impact Investing Network" (2016), "Annual Impact Investor Survey", available at: <https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2016> (Accessed 5 October 2018).

16. Індекс прозорості ста найбільших компаній України. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://csr-ua.info/csr-ukraine/wp-content/uploads/2016/02/11.02-Transparency-Index-ppt.pdf>

## References:

1. Akerlof, G. (1994), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, vol. 5, pp. 91—104.
2. The official site of Ernst&Young (2017), "Integrated reporting: are you ready", available at: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-integrated-reporting-rus/\\$FILE/EY-integrated-reporting-rus.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-integrated-reporting-rus/$FILE/EY-integrated-reporting-rus.pdf) (Accessed 4 October 2018).
3. The official site of Deloitte (2012), "Integrated reporting: The new big picture", available at: <https://www2.deloitte.com/insights/us/en/deloitte-review/issue-10/integrated-reporting-the-new-big-picture.html> (Accessed 4 October 2018).
4. Kogdenko, V. G. Miller, M. V. (2014), "Integrated reporting: issues of formation and analysis", International Accounting, vol. 10, pp. 2—15.
5. Khachaturova, T. O., Markelova, T. B. (2015), "Integrated reporting as a direction of development of accounting", Omsk scientific herald, vol. 3, no. 139, pp. 254—257.
6. Soloveva, O. V. (2013), "Trends in the development of corporate reporting: integrated reporting", International Accounting, vol. 35, no. 281, pp. 2—16.
7. Malinovskaya, N. V. (2013), "Integrated reporting — innovative model of corporate reporting", International Accounting, vol. 38, pp. 12—18.
8. Getman, V. G. (2014), "On the conceptual basis and structure of the international standard on integrated reporting", International Accounting, vol. 44, no. 338, pp. 2—15.
9. Official site of GAPP (2011), "ACCA IIRC-kruglyj stol s integrirovannoj otchetnosti", available at: <http://gaap.ru/articles/122410> (Accessed 4 October 2018).
10. The official site of Ocean Tomo LLC (2015), "Ocean Tomo's Annual Study of Intangible Asset Market Value", available at: <http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-ocean-tomo-2015-intangible-asset-market-value> (Accessed 4 October 2018).
11. The official site of IIRC (2011), "Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century", available at: [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011\\_spreads.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf) (Accessed 4 October 2018).
12. Dushin, A.V. (2009), "Some aspects of the theory of value", Zhurnal ekonomicheskoy teorii, vol. 3, pp. 218—222.
13. Serageldin, I. Steer, A. (1994), "Making Development Sustainable: from concept to action", Environmentally Sustainable Development Occasional Paper Series, vol. 2.
14. The official site of Ernst&Young (2014), "Connected reporting. Responding to complexity and rising stakeholders demands", available at: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-assurance-faas-connected-reporting/\\$FILE/ey-assurance-faas-connected-reporting.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-assurance-faas-connected-reporting/$FILE/ey-assurance-faas-connected-reporting.pdf) (Accessed 5 October 2018).
15. The official site of The Global Impact Investing Network (2016), "Annual Impact Investor Survey", available at: <https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2016> (Accessed 5 October 2018).
16. The official site of Center for CSR Development (CSR Ukraine) (2015), " Indeks prozorosti sta najbil'shykh kompanij Ukrainy", available at: <http://csr-ua.info/csr-ukraine/wp-content/uploads/2016/02/11.02-Transparency-Index-ppt.pdf> (Accessed 5 October 2018).

Стаття надійшла до редакції 16.10.2018 р.