

**Заворотній Роман Ігоревич,**  
кандидат економічних наук, старший викладач  
кафедри фінансів підприємств  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»,  
Інститут фінансово-інноваційних досліджень

## **РОЗВИТОК ОЦІНКИ ЗРОСТАННЯ ВІТЧИЗНЯНОГО БІЗНЕСУ**

*У статті охарактеризовано зміст процесу оцінки зростання бізнесу та основні способи її проведення. Автором визначено основні проблеми апроксимації історичних даних й оцінки фундаментальних фінансових показників зростання, наведено пропозиції з їх вирішення.*

*In article the maintenance of a valuation of growth of business and the basic ways of its definition are considered. The author defines the basic problems of approximation of the historical data and a valuation of fundamental financial indicators of growth; the author offers the most possible ways of their decision.*

**Ключові слова:** оцінка зростання бізнесу, екстраполяція, апроксимація, середньозважена вартість капіталу, фундаментальні фінансові показники, «життєвий цикл» бізнесу

Серед цілей бізнесу чільне місце посідає максимізація вартості наявного майна, адже завдяки саме цьому забезпечується кінцева прибутковість будь-якого бізнес-проекту. Оцінка поточних або перспективних тенденцій щодо нарощення вартості конкретного підприємства в умовах інформаційної невизначеності, при одночасній наявності декількох альтернативних способів і показників оцінки є дуже проблематичною і загрожує суттєвою аналітичною похибкою. Оцінювання також ускладнюють індивідуальні особливості досліджуваного бізнесу. Необхідність вирішення перелічених проблем оцінки зростання бізнесу характеризує **актуальність** даного дослідження.

Майно будь-якого підприємства складають два види активів: 1) *активи, що генерують грошові потоки*, або кошти, вже вкладені в певні активи підприємства (з англ., assets in place), 2) *потенційні вкладення у виробничі активи*, або активи зростання (з англ., growth assets)<sup>1</sup>.

Зазвичай активи зростання (чисті активи) формуються з таких джерел, як статутний капітал і чистий прибуток. Оцінка динаміки приведеної вартості статутного капіталу підприємства практичного інтересу не представляє, адже статутний капітал від початку розподілений у виробничих й інших активах (крім того, динаміка його балансової вартості залежить виключно від рішень зборів інвесторів бізнесу). Проте, проблеми оцінки динаміки генерованого цими активами прибутку та оцінки на її основі сукупної приведеної вартості бізнесу складають **загальну мету** даної статті.

---

<sup>1</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов; Пер. с англ. – 2-е изд., испр. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с. - С. 357.

Теоретичні засади зростання бізнесу закладені в дослідженнях М. Міллера і Ф. Модільяні<sup>2</sup>. Поточні світові надбання з оцінки зростання бізнесу зведено в дослідженні Дамодарана А.<sup>3</sup> Крім того, аналізу ефективності окремих оціночних коефіцієнтів зростання присвячені праці Найта Дж.<sup>4</sup>, Морина Р. і Джарелла Ш.<sup>5</sup>, Фрідла Г. і Кеттенрінга Т.<sup>6</sup>, Щербакової О.М.<sup>7</sup>, Волкова Л.Д.<sup>8</sup> та ін.

Окремі аспекти оцінки зростання, зокрема еволюцію парадигми вартості і стратегічних показників ефективності діяльності корпоративних структур, а також методичні проблеми аналізу й прогнозування інвестицій, розкрито в монографії Момот Т.В.<sup>9</sup>

Сутність оцінки зростання бізнесу переліченими науковцями окремо не сформульовано, тому наведемо власне визначення: *оцінка зростання бізнесу характеризує комплекс дій з визначення динаміки вартості окремих складових чистих джерел та обчислення на їх основі нарощеної вартості бізнесу в аналізованому періоді.*

Дамодаран А. виділяє три способи фінансової оцінки зростання бізнесу: екстраполяція регулярних емпіричних даних, оцінка зростання на основі фундаментальних фінансових показників, експертна оцінка інвестиційних аналітиків (лише для корпоративних структур)<sup>10</sup>.

Оскільки експертна оцінка належить до неформалізованих способів фінансового аналізу, а її результати значною мірою обумовлені суб'єктивною позицією учасників, тому в подальшому розглянемо аналітичні проблеми, притаманні реалізації інших двох способів.

Спосіб 1. Екстраполяція – вид апроксимації (математичного наближення), за яким визначається наближене значення функції  $f(x)$  в точках  $x$  поза відрізком  $[x_0; x_n]$ ; наближене (прогнозне) значення обчислюється на основі проміжних значень функції на відрізку  $[x_0; x_n]$ . Іншими словами, екстраполяція передбачає згладжування проміжних тенденцій динаміки оцінюваного фінансового показника та їх подовження до дати прогнозу.

<sup>2</sup> Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares/ M.H. Miller, F. Modigliani // Journ. Business. - 1961. Oct. – P. 414-433.

<sup>3</sup> А. Дамодаран. Зазначена праця. – С. 356-400.

<sup>4</sup> Knight, James A. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value / James A. Knight // McGraw-Hill: N.Y., 1998. – 307 p. – P. 202.

<sup>5</sup> Morin R., Jarell S. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R.Morin, S. Jarell // McGraw-Hill: N.Y., 2001. – 399 p. – P. 340.

<sup>6</sup> Friedl Gunther, Kettenring Tim. A Note on the War of Metrics / Gunther Friedl, Tim Kettenring // Control TUM Business School. – 2009, March. – 14 p. – P. 13. – Режим доступу: [http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note\\_on\\_War\\_of\\_metrics.pdf](http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note_on_War_of_metrics.pdf)

<sup>7</sup> Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости / О.Н. Щербакова // Финансовый менеджмент. – 2003, №3. – С.46-54. – Режим доступу: <http://www.finman.ru/articles/2003/3/695.html>

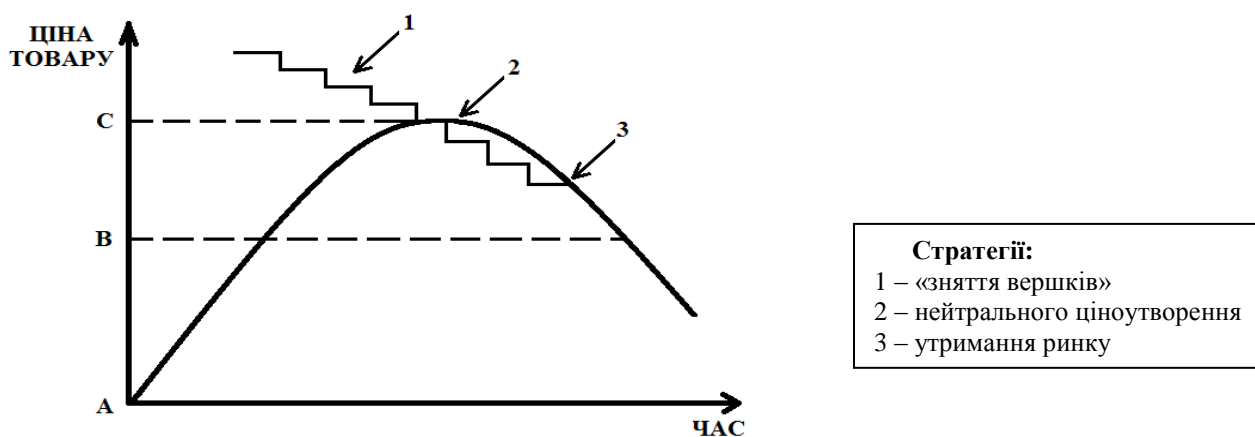
<sup>8</sup> Волков Л.Д. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Л.Д. Волков // Российский журнал менеджмента. Т. 3 – 2005, №2. – С. 3-42. – [Електронне джерело] Режим доступу: [http://www.rjm.ru/archive/list/t\\_3\\_2\\_2005\\_g/novye\\_issledovaniya/d\\_1\\_volkov\\_pokazateli\\_rezultatov\\_deyatelnosti\\_ispolzovanie\\_v\\_upravlenii\\_stoimostyu\\_kompanii/](http://www.rjm.ru/archive/list/t_3_2_2005_g/novye_issledovaniya/d_1_volkov_pokazateli_rezultatov_deyatelnosti_ispolzovanie_v_upravlenii_stoimostyu_kompanii/)

<sup>9</sup> Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с. – С. 158-183, 205-216.

<sup>10</sup> А. Дамодаран. Зазначена праця. – С. 356.

Виділяють наступні методи апроксимації емпіричних даних: пошуку середньоарифметичної, середньгеометричної або середньозваженої величин, лінійної регресії, логарифмічно-лінійної регресії, ARIMA й SARIMA<sup>11</sup>, та ін. Перші три методи є найпростішими, проте, дають значні результативні розбіжності при оцінці середньої й прогнозу динаміки одного й того ж масиву даних (особливо за умови значних проміжних коливань оцінюваних величин), тому на практиці майже не застосовуються. Використання моделей ARIMA й SARIMA доречне за наявності у підприємства проміжних збитків в аналізованому періоді.

Водночас, точність результатів екстраполяції залежить не тільки від коректного вибору методу апроксимації, але й від урахування стадій «життєвого циклу бізнесу» в межах аналізованого періоду. Іншими словами, динаміка емпіричних і прогнозних коливань показників зростання (у нашому випадку – прибутку) визначається поточною стадією розвитку підприємства. Це унаочнює рис. 1, де відображено зміну стратегій ціноутворення продукції підприємства (а отже, й обсягів прибутку) на різних етапах його розвитку.



**Рис. 1. Стратегії ціноутворення на різних етапах життєвого циклу бізнесу**

Джерело: складено за даними<sup>12</sup>

Етап А-В з рис. 1 характеризує становлення бізнесу. Необхідною умовою його подальшого розвитку є слабка конкуренція на локальному ринку (або її відсутність). В такому разі підприємство має змогу реалізовувати власну продукцію за відносно високими відпускними цінами (позиція 1 на рис. 1). По мірі нарощення виручки і накопичення прибутку підприємство отримує можливість реінвестувати його у розширення виробничої бази. Прискорений розвиток бізнесу продовжується до моменту насичення ринку.

Стадії зрілості, С, відповідає встановлення ціни на рівні конкурентів (позиція 2 на рис. 1). В цей час для підприємства пріоритетом виступає утримання поточного ринкового

<sup>11</sup> ARIMA, з англ. Autoregressive Integrated Moving Average – «авторегресійна інтегрована модель»; SARIMA, з англ. Seasonality Autoregressive Integrated Moving Average – «сезонна авторегресійна інтегрована модель».

<sup>12</sup> Білик М.Д., Заворотній Р.І., Данілова Л.І. та ін. Основи бюджетування: навч. посіб. / М.Д. Білик, Р.І. Заворотній, Л.І. Данілова та ін.; кер. кол. авт. і наук. ред. д.е.н., проф. М.Д. Білик. – К.: КНЕУ, 2009. – 454 с. – С.34.

сегменту і збереження систематичного збалансованого зростання. Таким чином, стадія зрілості характеризує гальмування темпів нарощення виручки і накопичення прибутку.

На етапі С-В, при жорсткій конкуренції і ціновому демпінгу, основною умовою «виживання» підприємства стає активізація резервів зі зниження відпускних товарних цін (позиція 3 на рис. 1). Цьому етапу розвитку відповідає скорочення прибутку підприємства.

Оскільки на сьогодні однорідна аналітична база щодо повного «життєвого циклу» вітчизняного підприємства практично відсутня (певною мірою це пояснюється відносно короткою історією української держави та гривні як національної платіжної одиниці), тоді вищезазначений характер темпів зростання бізнесу на різних стадіях його «життєвого циклу» унаочнить 20-річна динаміка розвитку корпорації «Cisco Systems Inc.» (див. табл. 1 і рис. 1).

**Таблиця 1**  
**Динаміка фінансових показників «Cisco Systems Inc.» (США), млн. дол. США**

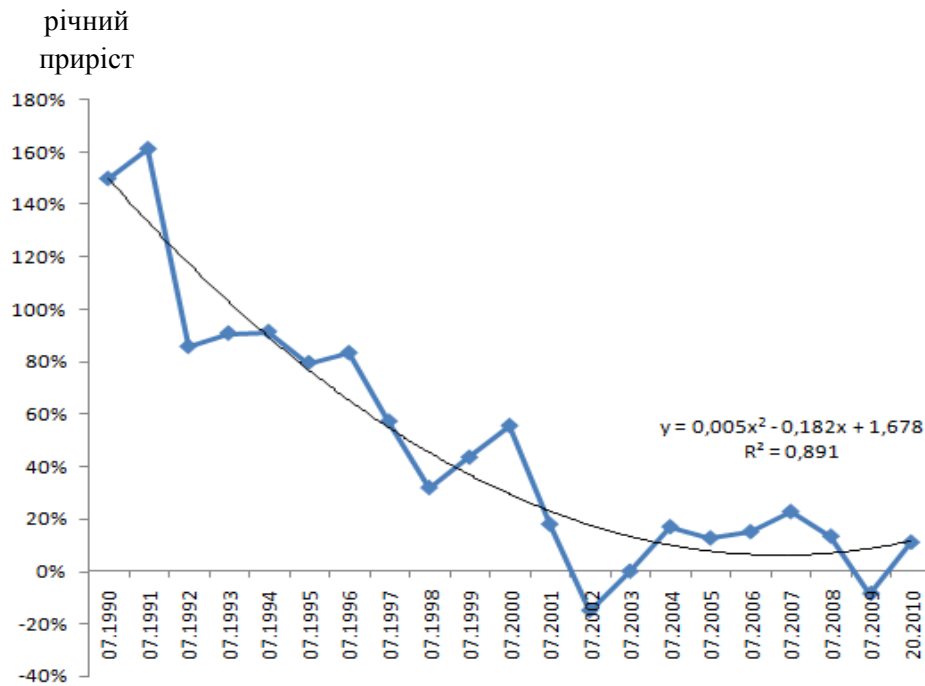
Дата	Чиста виручка	Річний приріст, %	ЕВІТ <sup>13</sup>	Річний приріст, %	Чистий прибуток	Річний приріст, %	EPS <sup>14</sup> , дол./акц.	Річний приріст, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9
07.1989	28	-	7	-	4	-	Н/Д	-
07.1990	70	150,0%	21	200,0%	14	250,0%	Н/Д	-
07.1991	183	161,4%	66	214,3%	43	207,1%	Н/Д	-
07.1992	340	85,8%	129	95,5%	84	95,3%	Н/Д	-
07.1993	649	90,9%	264	104,7%	172	104,8%	0,67	-
07.1994	1 243	91,5%	488	84,8%	315	83,1%	1,19	77,6%
07.1995	2 233	79,6%	794	62,7%	457	45,1%	1,52	27,7%
07.1996	4 096	83,4%	1 416	78,3%	913	99,8%	0,64	-57,9%
07.1997	6 440	57,2%	2 135	50,8%	1 049	14,9%	0,71	10,9%
07.1998	8 489	31,8%	2 704	26,7%	1 331	26,9%	0,21	-70,4%
07.1999	12 173	43,4%	3 455	27,8%	2 023	52,0%	0,3	42,9%
07.2000	18 928	55,5%	4 343	25,7%	2 668	31,9%	0,39	30,0%
07.2001	22 293	17,8%	-874	-120,1%	-1 014	-138,0%	-0,14	-135,9%
07.2002	18 915	-15,2%	2 710	-410,1%	1 893	-286,7%	0,25	-278,6%
07.2003	18 878	-0,2%	5 013	85,0%	3 578	89,0%	0,5	100,0%
07.2004	22 045	16,8%	6 992	39,5%	4 401	23,0%	0,7	40,0%
07.2005	24 801	12,5%	8 036	14,9%	5 741	30,4%	0,87	24,3%
07.2006	28 484	14,9%	7 633	-5,0%	5 580	-2,8%	0,89	2,3%
07.2007	34 922	22,6%	9 461	23,9%	7 333	31,4%	1,17	31,5%
07.2008	39 540	13,2%	10 255	8,4%	8 052	9,8%	1,31	12,0%
07.2009	36 117	-8,7%	7 693	-25,0%	6 134	-23,8%	1,05	-19,8%
07.2010	40 040	10,9%	9 415	22,4%	7 767	26,6%	1,33	26,7%
<b>Середньоарифметичний приріст</b>		<b>48,3%</b>	-	<b>28,8%</b>	-	<b>36,7%</b>	-	<b>-8,0%</b>

Джерело: розраховано автором за даними <sup>15</sup>

<sup>13</sup> ЕВІТ, з англ. Earnings Before Interest and Taxes – «прибуток до оподаткування і сплати відсотків».

<sup>14</sup> EPS, з англ. Earnings per Share – «чистий прибуток на одну просту акцію».

<sup>15</sup> Investor Relations // Cisco Systems Inc. – Електронне джерело: <http://investor.cisco.com/sec.cfm?NavSection=&DocType=Annual&Year=>



**Рис. 1. Щорічна динаміка приросту чистої виручки «Cisco Systems Inc.» і поліноміального тренду**

Джерело: побудовано за даними табл. 1

Як свідчать наведені дані, коливання темпів зростання «Cisco Systems Inc.» залежали не тільки від перманентно виникаючих світових фінансових криз, але й від зміни етапів «життєвого циклу» бізнесу. Зокрема, стабільно високі темпи зростання прибутковості відповідали періоду 1990-1996 рр., коли оцінюваний бізнес знаходився в стадії прискорення. І навпаки, найбільш повільна динаміка відповідає періоду з 2001 р. і дотепер, адже бізнес досяг своєї зрілості. Найвірогідніше, якщо прогноз показників прибутковості на 2011-2012 рр. побудувати на середньозваженій динаміці за весь історичний період «Cisco Systems Inc.», тоді фактичні показники 2011-2012 рр. будуть набагато нижчими за очікувані.

Отже, проведений аналіз довів необхідність урахування відповідного етапу життєвого циклу бізнесу при екстраполяції темпів його зростання. Крім того, на основі проведеного аналізу та з досвіду вітчизняних інвестиційних компаній виокремимо такі правила оцінки зростання:

- 1) амплітуда коливань емпіричних показників зростання і поточна стадія життєвого циклу бізнесу визначають найбільш прийнятний метод апроксимації й прогнозування (лінійної регресії, логарифмічно-лінійної регресії, ARIMA та ін.),
- 2) вид аналізу та оцінки (технічний або фундаментальний) визначає межі хронологічного інтервалу:
  - в процесі апроксимації рекомендується включити в розрахунок не всі історичні фінансові результати, а лише динаміку останніх 1-5 років. Це пов'язане з динамічною зміною зовнішнього середовища (перманентно виникаючими кризами

фінансових ринків), а також змінами внутрішньої (зокрема, інвестиційної і маркетингової) політики самого підприємства,

- в фундаментальному аналізі зазвичай застосовується середньо- і довгостроковий горизонт прогнозування (див. табл. 2).

Друге правило унаочнене в табл. 2, що містить прогнозну динаміку розвитку ВАТ «Алчевський металургійний комбінат» і ВАТ «Сумське НВО ім. Фрунзе», складену аналітиками ПрАТ «Інвестиційна фінансова компанія «Арт-Капітал». Однак, у середньо- і довгостроковому прогнозі важко охопити максимальний обсяг найбільш впливових економічних факторів мікро-, мезо- і макрорівня, що в результаті спричиняє значну похибку. Напр., унаслідок світової фінансової кризи фактична чиста виручка ВАТ «Алчевський металургійний комбінат» у 2008 і 2009 рр. становила відповідно 15322,1 млн. грн. і 10074,5 млн. грн., а ВАТ «Сумське НВО ім. Фрунзе» - відповідно 2460 млн. грн. і 3308,3 млн. грн. Також суттєво різняться прогнозні й фактичні мультиплікатори зростання оцінюваних підприємств (див. табл. 2).

**Таблиця 2**

**Зіставлення прогнозів ПрАТ «ІФК «Арт-Капітал» щодо зростання вітчизняних підприємств з фактичними показниками**

Рік	Чиста виручка, млн. грн.	ЕВІТ, млн. грн.	Чистий прибуток, млн. грн.	Рентабельність (чиста маржа), % (с.4 / с.2)	EV/Sales <sup>16</sup>	P/Sales <sup>17</sup>	P/E <sup>18</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>ВАТ "Алчевський металургійний комбінат" (код ЄДРПОУ 05441447)</b>							
2006	6854,4	565,6	274,4	4,0%	-	-	-
2007	9940	750,4	358,4	3,6%	0,6	0,3	8,4
2008 (прогноз)	17147,2	1915,2	1052,8	6,1%	0,4	0,2	2,9
2008 (факт) *	15322,1	-40,4	-350,4	-2,3%	0,1	0,05	-2,5
2009 (прогноз)	20529,6	3040,8	1825,6	8,9%	0,3	0,1	1,7
2009 (факт) *	10074,5	-415,5	-890,1	-8,8%	0,5	0,25	-3,2
<b>ВАТ "Сумське НВО ім. Фрунзе" (код ЄДРПОУ 05747991)</b>							
2006	1359,12	111,44	43,12	3,2%	-	-	-
2007	1513,68	173,04	94,08	6,2%	1,4	-	4,6
2008 (прогноз)	2800,56	420	271,6	9,7%	0,6	-	3,2

<sup>16</sup> Коефіцієнт EV/S (EV, з англ., Enterprise Value to Sales – «вартість підприємства на виручку») являє собою співвідношення, в чисельнику якого - капіталізована вартість компанії за відніманням грошових коштів, а в знаменнику – сумарна виручка.

<sup>17</sup> Коефіцієнт P/S (з англ., Price to Sales – «вартість на виручку») характеризує співвідношення поточної ринкової капіталізації підприємства і обсягу виручки, або ділення поточної ринкової вартості однієї акції підприємства на виручку в розрахунку на акцію.

<sup>18</sup> Коефіцієнт P/E (з англ., Price on Earnings – «вартість на прибуток») характеризує співвідношення поточної ринкової капіталізації підприємства і обсягу чистого прибутку, або ділення поточної ринкової вартості однієї акції на прибуток в розрахунку на одну акцію, тобто EPS.

## Продовження табл. 2

1	2	3	4	5	6	7	8
2008 (факт) *	2460	130,1	-162,3	-6,6%	4,2	0,2	-3,3
2009 (прогноз)	3360,56	436,8	286,16	8,5%	0,5	-	3,1
2009 (факт) *	3308,3	811,9	403,3	12,2%	1,2	0,6	5

Джерело: складено за даними<sup>19</sup>; \* на основі офіційної звітності підприємств та розрахунків автора

Вважаємо, що для мінімізації похибок при оцінці потенційного зростання бізнесу в середньо- та довгостроковому горизонті необхідно орієнтуватися на:

- зміну щорічних темпів розвитку бізнесу внаслідок переходу на нову стадію життєвого циклу (тобто зміну динаміки зростання по мірі поступового нарощення/падіння масштабів діяльності оцінюваного бізнесу),
- поточну і перспективну ємність цільового ринку оцінюваного бізнесу, історичну динаміку росту відповідної сфери господарської діяльності<sup>20</sup>, інші фактори в межах SWOT-аналізу<sup>21</sup>,
- показники чистої виручки бізнесу, а не його прибутку. Динаміка виручки є менш змінною порівняно з обсягами генерованого прибутку (так, щорічна динаміка чистого прибутку, відображена в стовбці 7 табл. 1, демонструє більші коливання порівняно з щорічними темпами чистої виручки в стовбці 3). Це пояснюється тим, що на розмір прибутку разом з обсягами реалізації товарів впливає зміна їх виробничої собівартості, зміна накладних (у т.ч. амортизаційних) витрат, перманентні бухгалтерські виправлення в обліку фінансових операцій та інші фактори внутрішнього й зовнішнього середовища, які важко спрогнозувати,
- мінімізацію валютних ризиків прогнозних показників. Довгострокова оцінка зростання бізнесу має відображатися у міжнародній валюті з низьким суверенним спредом дефолту (напр., у швейцарських франках або доларах США), яка одночасно є найбільш прийнятною міжнародним інвесторам як потенційним користувачам звіту з оцінки зростання бізнесу.

Спосіб 2. Основним фундаментальним показником зростання бізнесу, на думку Дамодарана А.<sup>22</sup>, є динаміка прибутку на акцію ( $\Delta$ EPS). Проте, на наш погляд, порівняно з

<sup>19</sup> Аналітика // ПрАТ «Інвестиційна фінансова компанія «Арт-Капітал». - [Електронне джерело] Режим доступу: <http://www.research.art-capital.com.ua/ru/category/6>

<sup>20</sup> Історичні темпи динаміки сфер економічної діяльності регулярно оновлюються на Інтернет-сайті Державного комітету статистики України. Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

<sup>21</sup> SWOT-аналіз (з англ. Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats – «сильні й слабкі сторони, можливості, загрози») - це особлива форма вивчення ринкової ситуації, що полягає в оцінці сильних та слабких сторін бізнесу (внутрішні показники), потенційних можливостей і загроз з боку ринку та держави (у т.ч. контролюючих організацій). За результатами SWOT-аналізу робиться висновок про те, в якому напрямку має розвиватися оцінюваний бізнес.

ΔEPS більшу аналітичну вагу становить показник TSR<sup>23</sup>, що враховує не тільки нарощення суми реінвестованих дивідендів на просту акцію, але й зміну її ринкового курсу. Іншими словами, показник TSR характеризує темпи нарощення доходу інвесторів в аналізованому періоді.

У «Записах про війну метрик» Фрідл Г. і Кеттенрінг Т.<sup>24</sup> розбивають фінансові показники зростання бізнесу на дві групи: *традиційні коефіцієнтні* (ROE, ROA, ROS, EPS<sup>25</sup> та ін.), а також *вартісно-орієнтовані показники* (RE, EVA, NEI, SVA, TSR, CVA, CFROI<sup>26</sup> та ін.). Їх позицію поділяє й переважна більшість інших дослідників.

На нашу думку, оцінка зростання бізнесу на основі фундаментальних показників часто вимагає початкової реалізації першого способу, апроксимації емпіричних даних. Це пов'язане з тим, що традиційні коефіцієнтні показники виступають аналітичною базою для більш складних, вартісно-орієнтованих показників. Це підтверджує формула визначення остаточного чистого прибутку, основою якого є традиційний коефіцієнт ROE:

$$RE = BK * (ROE - r_{BK}) = BK * \left( \frac{ЧП}{BK} - r_{BK} \right),$$

де ЧП – чистий прибуток (ст. 220, ф. 2),  $r_{BK}$  – прийнятна ставка доходності (вартості) власного капіталу, BK – обсяг власного капіталу на початок періоду (ст. 380, ф. 1).

Отже, точна оцінка вартісно-орієнтованих показників, що можуть охоплювати минулий або перспективний інвестиційний період, вимагає коректної апроксимації традиційних коефіцієнтів (приклад оцінки динаміки EPS наведено в табл. 1). Водночас, максимальна кількість фундаментальних показників зростання, що можуть бути визначені по конкретному підприємству, і достовірність результатів оцінки залежать від повноти вихідної фінансової інформації.

У фаховій літературі поширено декілька підходів до ранжирування аналітичної ефективності окремих фінансових показників (в цьому полягає т. зв. «measure for measure problem»<sup>27</sup>). Основними критеріями такого зіставлення показників зазвичай виступають мінімально необхідна фінансова інформація, складність їх обчислення і точність оцінки, урахування оціночним показником вартості капіталу з різних джерел залучення, урахування показником майбутніх очікувань, можливість розкладання показника на систему драйверів вартості (більш дрібних елементів результативного показника) та ін.

---

<sup>22</sup> Дамодаран А. Зазначена праця. – С. 375.

<sup>23</sup> TSR, з англ. Total Shareholders Return – «загальний прибуток акціонерів».

<sup>24</sup> Friedl Gunther, Kettenring Tim. Зазначена праця. – С.13.

<sup>25</sup> ROE, з англ. Return On Equity – «рентабельність власного капіталу»; ROA, з англ. Return On Assets – «рентабельність активів»; ROS, з англ. Return On Sales – «рентабельність продаж».

<sup>26</sup> RE, з англ. Residual Earnings – «остаточний чистий прибуток»; EVA, з англ. Economic Value Added – «економічна додана вартість»; NEI, з англ. Net Economic Income – «чистий економічний дохід»; SVA, з англ. Shareholder Value Added – «додана акціонерна вартість»; CVA, з англ. Cash Value Added – «грошова додана вартість»; CFROI, з англ. Cash Flow Return On Investment – «грошовий потік на інвестований капітал».

<sup>27</sup> Проблема оцінки системи вимірювання.



Окремі градації складності обчислення фінансових показників зростання бізнесу і відповідної точності оцінки, та за іншими критеріями проведено Найтом Дж.<sup>4</sup>, Морином Р. і Джареллом Ш.<sup>5</sup>, Щербаковою О.М.<sup>28</sup>, Волковим Д.Л.<sup>29</sup>, а також Фрідлом Г. і Кеттенрінгом Т.<sup>30</sup>.

Водночас, Волковим Д.Л. з-поміж усіх класифікацій відмічено загальну негативну закономірність: зазвичай показник, який пропагується певним автором і, відповідно, поміщається ним серед найбільш точних індикаторів оцінки, має лише логічне обґрунтування авторського вибору (напр., показники у верхньому правому куті діаграм Найта Дж.<sup>28</sup> і Морина Р.<sup>29</sup> – відповідно CFROI і SVA). Якщо для зважування складності розрахунку фінансових показників достатньо лише логічних аргументів, то ранжирування точності оцінки зростання вимагає проведення економетричних досліджень (останні, на відміну від логічного аналізу, виключають фактор суб'єктивності позиції автора).

Зі свого боку, узагальнено проведені вищеозначеними авторами порівняння фінансових показників зростання бізнесу, доповнивши їх критеріями урахування підприємницьких ризиків та майбутніх очікувань (див. табл. 3). В таблицю не включено критерій можливості створення системи драйверів, адже він представляє інтерес лише з позиції вартісно-орієнтованого управління бізнесом, а не самої оцінки.

Табл. 3 свідчить, що найбільш ефективними показниками зростання бізнесу за сукупністю аналітичних характеристик є NPV, SVA і CVA. Основна складність розрахунку кожного з цих показників полягає в процесі визначення максимально точного прогнозу дисконтної ставки, причому обчислення SVA і CVA потребує оцінки середньозваженої вартості корпоративного капіталу, тобто двох ставок дисконтування – для власного і позикового капіталу. Крім того, оцінку показників NEI та CVA суттєво ускладнює необхідність коректного розуміння сутності економічної амортизації як зміни ринкової (фундаментальної) вартості чистих активів в аналізованому періоді<sup>29</sup>.

**Таблиця 3**

**Порівняння характеристик фундаментальних показників зростання бізнесу**

Градація показників за рівнем складності розрахунку	Вираження	Урахування вартості капіталу		Аналітична база	Враховання ризику	Точність загальної оцінки зростання	Урахування майбутніх очікувань
		власного	позикового				
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Показники низької складності обчислення:</b>							
<i>традиційні (у т.ч. коефіцієнтні) показники оцінки:</i>							
ЕВТ *	грош. од.	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ЕВІТ	грош. од.	-	-	Бухгалтерська база	-	низька	-
ЕВІТДА	грош. од.	-	-	Бухгалтерська база	-	низька	-
NI	грош. од.	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ROI	%	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ROC	%	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-

<sup>28</sup> Щербакова О.Н. Зазначена праця. – С. 47-48.

<sup>29</sup> Волков Д.Л. Зазначена праця. – С. 31.

<sup>30</sup> Friedl Gunther, Kettenring Tim. Зазначена праця. – С. 14.

Продовження табл. 3

1	2	3	4	5	6	7	8
ROE	%	-	+	Бухгалтерська база	-	середня	-
ROA	%	-	+	Бухгалтерська база	+	низька	-
<i>показники вартісної оцінки:</i>							
NPV	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
RE	грош. од.	+	-	Бухгалтерська база	+	середня	+
TSR	%	+	+	Ринкова база <sup>31</sup>	-	низька	+
<b>Показники вартісної оцінки середньої складності обчислення:</b>							
RONA	%	-	-	Бухгалтерська база	-	середня	+
CFROI	%	-	-	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
<b>Показники вартісної оцінки високої складності обчислення:</b>							
NEI <sup>26</sup>	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
EVA	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	середня	+
SVA	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
CVA	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+

Джерело: розроблено автором на основі <sup>4, 5, 29, 30</sup>

\* EBT, з англ. Earnings before Taxes – «валовий прибуток»; EBITDA, з англ. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization - прибуток до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань; NI, з англ. Net Income – «чистий прибуток»; ROC, з англ. Return On Capital – «чистий операційний прибуток на інвестований капітал»; NPV, з англ. Net Present Value – «чиста приведена вартість»; RONA, з англ. Return On Net Assets – «прибуток на чисті активи».

Окремі показники призначені для оцінки зростання бізнесу лише на певних етапах його розвитку. Зокрема, на основі праць Щербакової О.М.<sup>28</sup>, Волкова Л.Д.<sup>8</sup> і табл. 3 оцінимо можливість визначення фінансових показників зростання, починаючи з окремих етапів «життєвого циклу» бізнесу:

етап 1: «зародження», «виживання», забезпечення беззбитковості: динаміка EBT, EBIT, EBITDA, NI, ROS,

етап 2: «пожвавлення», забезпечення стійкого зростання: динаміка ROI, ROC, ROE, ROA, NPV,

етап 3: «зрілість» бізнесу (максимізація вартості як пріоритет фінансового менеджменту): динаміка TSR, CFROI, TBR, RONA, EVA, SVA, CVA, тощо.

<sup>31</sup> Оперативні дані щодо реінвестованих дивідендів можна отримати не з періодичних офіційних бухгалтерських звітів, а з ринкових джерел

Зауважимо, що аналітичною базою переважної більшості показників з табл. 3 (окрім TSR) виступає періодична офіційна щоквартальна звітність, тому результативна похибка оцінки в будь-якому моменті фінансового року зазвичай обумовлена відсутністю поточних (актуальних) вихідних даних.

Отже, в табл. 3 зіставлено характеристики фундаментальних показників зростання бізнесу. Відповідність цих характеристик наявним вихідним даним й цілям проведення оцінки зростання в кожному конкретному випадку дозволяє зробити вибір на користь використання того чи іншого показника.

Таким чином, проведене дослідження дало наступні **результати**:

1. Узагальнено сутність оцінки зростання бізнесу як комплексу дій з визначення динаміки джерел формування чистих активів та обчислення на їх основі нарощеної вартості бізнесу у встановлених часових межах.

2. Охарактеризовано основні проблеми, пов'язані з оцінкою зростання бізнесу через екстраполяцію історичних даних та з аналізом фундаментальних фінансових показників. Зокрема, на основі теоретичної бази та аналітичних даних щодо 20-тирічної динаміки розвитку «Cisco Systems Inc.» обґрунтовано залежність періодичних темпів зростання від поточної стадії «життєвого циклу» бізнесу та необхідність внесення відповідних оціночних коригувань. На основі зазначеного та враховуючи досвід вітчизняних інвестиційних компаній виведено основні правила вибору часових меж вихідних даних оцінки та відповідного методу їх апроксимації (лінійної регресії, логарифмічно-лінійної регресії, ARIMA та ін.).

Узагальнено пропозиції з мінімізації похибок результатів екстраполяції фінансових даних, зокрема при оцінці потенційного зростання бізнесу потрібно враховувати:

- динаміку чистої виручки, а не прибутку,
- необхідність мінімізації валютних ризиків прогнозних показників.

3. Узагальнено світові класифікації традиційних фінансових і вартісно-орієнтованих показників зростання бізнесу. Окремими авторами в аналогічних умовах оцінювання обґрунтовується найбільша ефективність застосування різних фундаментальних показників зростання бізнесу. Отже, в даній статті зіставлено проведені різними науковцями оцінки основних характеристик окремих показників зростання, додано критерії урахування підприємницьких ризиків і майбутніх очікувань. На основі сформованої порівняльної таблиці доведено ефективність застосування окремих оціночних показників лише на певних етапах «життєвого циклу» бізнесу, систематизовано показники зростання, які можуть визначатися на окремих етапах розвитку бізнесу.