

Заворотній Р.І.,

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

Охарактеризовано зміст процесу оцінки зростання бізнесу та основні способи її проведення. Визначено головні проблеми апроксимації історичних даних і оцінки фундаментальних фінансових показників зростання, наведено пропозиції з їх розв'язання.

In the article the maintenance of valuation of business growth and the basic ways of its definition are considered. The author defines the basic problems of approximation of the historical data and 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 саме завдяки цьому забезпечується кінцева прибутковість будь-якого бізнес-проекту. Оцінка поточних або перспективних тенденцій щодо нарощення вартості конкретного підприємства в умовах інформаційної невизначеності за одночасної наявності декількох альтернативних способів і показників оцінки є дуже проблематичною та загрожує суттєвою аналітичною похибкою. Оцінювання ускладнюють також особливості досліджуваного бізнесу. Необхідність розв'язання перелічених проблем оцінки зростання бізнесу характеризує актуальність даного дослідження.

Майно будь-якого підприємства складається з двох видів активів: 1) активи, що генерують грошові потоки, або кошти, вже вкладені в певні активи підприємства (*assets in place*), 2) потенційні вкладення у виробничі активи, або активи зростання (*growth assets*)¹.

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 становить, адже він від початку розподілений у виробничих та інших активах (окрім того, динаміка його балансової вартості залежить виключно від рішень зборів інвесторів бізнесу). Зате дослідження проблем оцінки динаміки генерованого цими активами прибутку та на її основі сукупної приведеної вартості бізнесу є загальною метою даної статті.

Теоретичні засади зростання бізнесу закладені в дослідженнях М. Міллера і Ф. Модільяні². Поточні світові надбання з оцінки зростання бізнесу зведено в

¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. — 2-е изд., испр. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 357.

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

дослідженні А. Дамодарана³. Аналізу ефективності окремих оціночних коефіцієнтів зростання присвячені праці Дж. Найта, Р. Моріна і Ш. Джарелла, Г. Фрідла й Т. Кеттенрінга, О.М. Щербакової, Д.Л. Волкова та ін.⁴. 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 Т.В. Момот⁵.

З огляду на те, що переліченими науковцями сутність оцінки зростання бізнесу окремо не сформульована, наведемо власне визначення: *оцінка зростання бізнесу характеризує комплекс дій із визначення динаміки вартості окремих складових чистих джерел та обчислення на їх основі нарощеної вартості бізнесу в аналізованому періоді*.

А. Дамодаран 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)⁶. Оскільки експертна оцінка належить до неформалізованих способів фінансового аналізу, а її результати значною мірою зумовлені суб'єктивною позицією учасників, далі розглянемо аналітичні проблеми, пов'язані із застосуванням перших двох способів.

Спосіб 1. Екстраполяція — вид апроксимації (математичного наближення), за яким визначається наближене значення функції $f(x)$ у 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.

Виділяють такі методи апроксимації емпіричних даних: пошуку середньоарифметичної, середньгеометричної або середньозваженої величин, лінійної регресії, логарифмічно-лінійної регресії, ARIMA й SARIMA⁷ та ін. Перших три методи є найпростішими, проте дають значні результативні розбіжності при оцінці середньої й прогнозованої динаміки одного й того ж масиву даних (особливо за умови значних проміжних коливань оцінюваних величин) і тому на практиці

³ Дамодаран А. Значч. праця. — С. 356—400.

⁴ Knight J.A. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value. — McGraw-Hill: N.Y., 1998. — P. 202; Morin R., Jarell Sh. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth. — McGraw-Hill: N.Y., 2001. — P. 340; Friedl G., Kettenring T. A Note on the War of Metrics: [Електр. ресурс] / Control TUM Business School. — 2009, March. — P. 13. — <http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/>; Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. — 2003. — № 3. — С. 46—54; Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании // Российский журнал менеджмента. Т. 3. — 2005. — № 2. — С. 3—42.

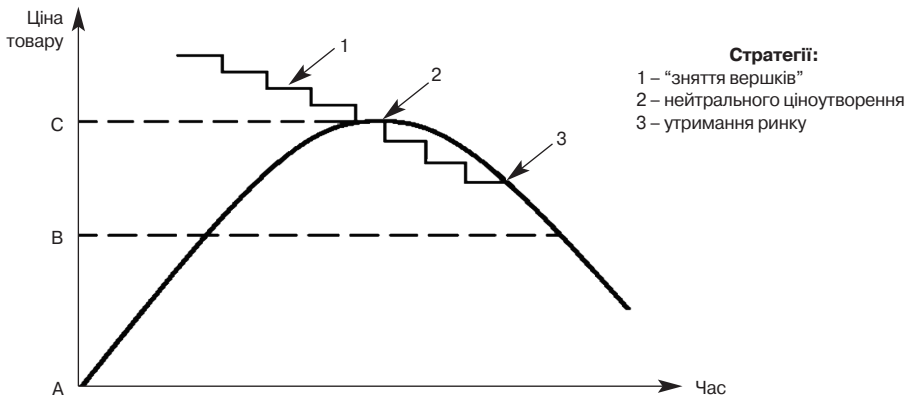
⁵ Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Моногр. — Х.: ХНАМГ, 2006. — С. 158—183, 205—216.

⁶ Дамодаран А. Значч. праця. — С. 356.

⁷ ARIMA (Autoregressive Integrated Moving Average) — авторегресійна інтегрована модель; SARIMA (Seasonality Autoregressive Integrated Moving Average) — сезонна авторегресійна інтегрована модель.

майже не застосовуються. Використання моделей ARIMA й SARIMA доречне за наявності в підприємства проміжних збитків у аналізованому періоді.

Слід зазначити, що точність результатів екстраполяції залежить не тільки від коректного вибору методу апроксимації, а й від урахування етапу життєвого циклу бізнесу в межах аналізованого періоду. Тобто динаміка емпіричних і прогнозних коливань показників зростання (в нашому випадку — прибутку) визначається етапом розвитку підприємства. Це унаочнює рис. 1, де зображено зміну стратегій ціноутворення продукції підприємства (а отже й обсягів прибутку) на різних етапах його розвитку.



Джерело: побудовано автором за даними: Основи бюджетування: Навч. посіб. / М.Д. Білик, Р.І. Заворотній, Л.І. Данілова та ін.; кер. кол. авт. і наук. ред. М.Д. Білик. — К.: КНЕУ, 2009. — С. 34.

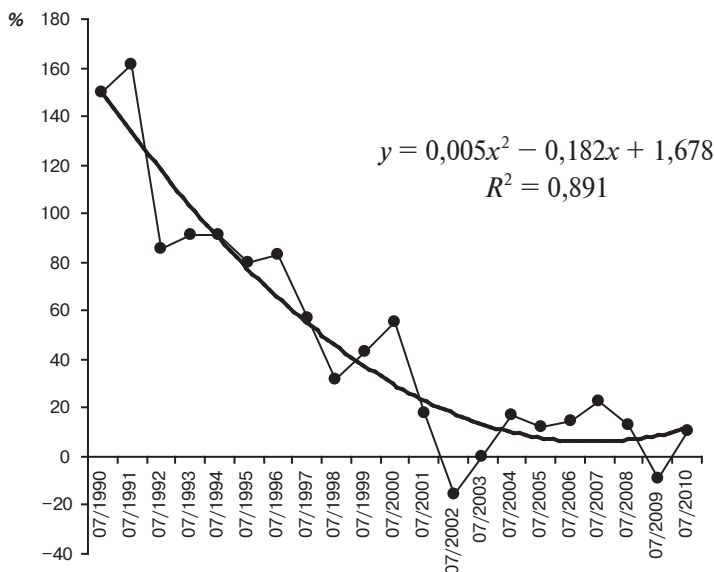
Рис. 1. Стратегії ціноутворення на різних етапах життєвого циклу бізнесу

Етап А—В характеризує становлення бізнесу. Необхідною умовою його подальшого розвитку є слабка конкуренція на локальному ринку або її відсутність. У такому разі підприємство має змогу реалізовувати власну продукцію за доволі високими відпускними цінами (позиція 1 на рис. 1). У міру нарощення виручки й накопичення прибутку підприємство отримує можливість реінвестувати його в розширення виробничої бази. Прискорений розвиток бізнесу триває до моменту насичення ринку.

Етапу зрілості (С) відповідає встановлення ціни на рівні конкурентів (позиція 2 на рис. 1). У цей час пріоритетом для підприємства виступає утримання поточного ринкового сегмента та збереження систематичного збалансованого зростання. Таким чином, даний етап характеризує гальмування темпів нарощення виручки й накопичення прибутку.

На етапі С—В, за жорсткої конкуренції й цінового демпінгу, головною умовою виживання підприємства стає активізація резервів зі зниження відпускних товарних цін (позиція 3 на рис. 1). Цьому етапові розвитку відповідає скорочення прибутку підприємства.

Зважаючи на те, що наразі однорідна аналітична база щодо повного життєвого циклу вітчизняного підприємства практично відсутня (певною мірою це пояснюється порівняно короткою історією Української держави та гривні як національної платіжної одиниці), зазначений вище характер темпів зростання бізнесу на різних стадіях його життєвого циклу унаочнить 20-річна динаміка розвитку корпорації “Cisco Systems Inc.” (США) (табл. 1 і рис. 2).



Джерело: побудовано за даними табл. 1.

Рис. 2. Щорічна динаміка приросту чистої виручки “Cisco Systems Inc.” і поліноміального тренду

Як свідчать наведені дані, темпи зростання “Cisco Systems Inc.” коливалися не тільки через світові фінансові кризи, а й унаслідок зміни етапів життєвого циклу бізнесу. Зокрема, стабільно високі темпи зростання прибутковості спостерігалися в період 1990—1996 рр., коли оцінюваний бізнес перебував на етапі прискорення. І навпаки, найповільніша динаміка характерна для періоду з 2001 р. і дотепер, адже бізнес досяг своєї зрілості. Якщо прогноз показників прибутковості на 2011—2012 рр. побудувати на середньозваженій динаміці за весь історичний період “Cisco Systems Inc.”, фактичні показники цього періоду, найімовірніше, будуть набагато нижчими за очікувані.

Отже, при екстраполяції темпів зростання бізнесу необхідно враховувати етап його життєвого циклу. На основі результатів проведеного аналізу та досвіду вітчизняних інвестиційних компаній виокремимо такі правила оцінки зростання:

1) амплітуда коливань емпіричних показників зростання та етап життєвого циклу бізнесу визначають найбільш прийнятний метод апроксимації й прогнозування (лінійної регресії, логарифмічно-лінійної регресії, ARIMA та ін.);

Таблиця 1. Динаміка фінансових показників "Cisco Systems Inc."

Станом на	Чиста виручка, млн дол.	Річний приріст, %	ЕВІТ*, млн дол.	Річний приріст, %	Чистий прибуток, млн дол.	Річний приріст, %	EPS**, дол./акц.	Річний приріст, %
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	0,30	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	0,50	100,0
07/2004	22 045	16,8	6 992	39,5	4 401	23,0	0,70	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
Середньоарифметичний приріст		48,3	—	28,8	—	36,7	—	-8,0

* ЕВІТ (*Earnings Before Interest and Taxes*) — прибуток до оподаткування і сплати процентів.

** EPS (*Earnings per Share*) — чистий прибуток на одну просту акцію.

Джерело: розраховано автором за даними: Investor Relations / Cisco Systems Inc.: [Електр. ресурс]. — <http://investor.cisco.com>.

2) вид аналізу й оцінки (технічний або фундаментальний) визначає межі хронологічного інтервалу:

— у процесі апроксимації рекомендується включати в розрахунок не всі історичні фінансові результати, а лише динаміку останніх 1—5 років. Це пов'язано з динамічною зміною зовнішнього середовища (кризами фінансових ринків, що перманентно виникають), а також внутрішньої, зокрема інвестиційної й маркетингової, політики самого підприємства;

— у фундаментальному аналізі зазвичай застосовуються середньо- й довгострокове прогнозування (табл. 2).

Друге правило унаочнене в табл. 2, у якій відображено прогнозу динаміку розвитку ВАТ “Алчевський металургійний комбінат” і “Сумське НВО імені Фрунзе”, складену аналітиками ПрАТ “Інвестиційна фінансова компанія “Арт-Капітал”. Утім, у середньо- й довгостроковому прогнозах важко охопити максимально можливий вплив основних економічних факторів мікро-, мезо- й макrorівня, через що результати мають значну похибку. Так, унаслідок світової фінансової кризи фактична чиста виручка ВАТ “Алчевський металургійний комбінат” у 2008 й 2009 рр. становила 15 322,1 і 10 074,5 млн грн відповідно, а ВАТ “Сумське НВО імені Фрунзе” — 2460,0 і 3308,3 млн грн. Також істотно різняться прогнозні й фактичні мультиплікатори зростання оцінюваних підприємств (див. табл. 2).

На нашу думку, для мінімізації похибок при оцінці потенційного зростання бізнесу в середньо- й довгостроковій перспективі треба орієнтуватися на:

— зміну щорічних темпів розвитку бізнесу внаслідок переходу на новий етап життєвого циклу (тобто динаміку зростання в міру поступового збільшення/зменшення масштабів діяльності оцінюваного бізнесу);

— поточну й перспективну місткість цільового ринку оцінюваного бізнесу, історичну динаміку зростання відповідної сфери господарської діяльності⁸, інші фактори в межах SWOT-аналізу⁹;

— 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 стовпці 7 табл. 1, демонструє більші коливання порівняно із щорічними темпами чистої виручки в стовпці 3). Це пояснюється тим, що на розмір прибутку разом із обсягами реалізації товарів впливає зміна їх виробничої собівартості, накладних (у т. ч. амортизаційних) витрат, перманентні бухгалтерські виправлення в обліку фінансових операцій та інші фактори внутрішнього й зовнішнього середовища, які важко спрогнозувати;

⁸ Історичні темпи динаміки сфер економічної діяльності регулярно оновлюються на офіційному сайті Державного комітету статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

⁹ SWOT-аналіз (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats* — сильні й слабкі сторони, можливості, загрози) — це особлива форма вивчення ринкової ситуації, що полягає в оцінці сильних і слабких сторін бізнесу (внутрішні показники), потенційних можливостей та загроз із боку ринку й держави, в т. ч. контролюючих організацій. За результатами SWOT-аналізу робиться висновок про те, в якому напрямі має розвиватися оцінюваний бізнес.

Таблиця 2. Порівняння прогнозів ПрАТ “ІФК “Арт-Капітал” щодо зростання вітчизняних підприємств із фактичними показниками

Рік	Чиста виручка, млн грн	ЕВІТ, млн грн	Чистий прибуток, млн грн	Рентабельність (чиста маржа), % (ст. 4 / ст. 2)	EV/Sales**	P/Sales***	P/E****
ВАТ “Длчевський металургійний комбінат” (код ЄДРПОУ 05441447)							
2006	6 854,4	565,6	274,4	4,0	—	—	—
2007	9 940,0	750,4	358,4	3,6	0,6	0,3	8,4
2008 (прогноз)	17 147,2	1 915,2	1 052,8	6,1	0,4	0,2	2,9
2008 (факт)*	15 322,1	—40,4	—350,4	—2,3	0,1	0,05	—2,5
2009 (прогноз)	20 529,6	3 040,8	1 825,6	8,9	0,3	0,1	1,7
2009 (факт)*	10 074,5	—415,5	—890,1	—8,8	0,5	0,25	—3,2
ВАТ “Сумське НВО імені Фрунзе” (код ЄДРПОУ 05747991)							
2006	1 359,12	111,44	43,12	3,2	—	—	—
2007	1 513,68	173,04	94,08	6,2	1,4	—	4,6
2008 (прогноз)	2 800,56	420,0	271,60	9,7	0,6	—	3,2
2008 (факт)*	2 460,0	130,1	—162,30	—6,6	4,2	0,2	—3,3
2009 (прогноз)	3 360,56	436,8	286,16	8,5	0,5	—	3,1
2009 (факт)*	3 308,30	811,9	403,30	12,2	1,2	0,6	5,0

* На основі офіційної звітності підприємств і розрахунків автора.

** Коефіцієнт EV/S (*Enterprise Value to Sales* — вартість підприємства на виручку) являє собою співвідношення, в чисельнику якого — капіталізована вартість компанії за мінусом грошових коштів, а в знаменнику — сумарна виручка.

*** Коефіцієнт P/S (*Price to Sales* — вартість на виручку) характеризує співвідношення поточної ринкової капіталізації підприємства та обсягу виручки, або ділення поточної ринкової вартості однієї акції підприємства на виручку в розрахунку на акцію.

**** Коефіцієнт P/E (*Price on Earnings* — вартість на прибуток) характеризує співвідношення поточної ринкової капіталізації підприємства та обсягу чистого прибутку, або ділення поточної ринкової вартості однієї акції на прибуток у розрахунку на одну акцію, тобто EPS.

Джерело: складено за даними: Аналітика / ПрАТ “Інвестиційна фінансова компанія “Арт-Капітал”: [Електр. ресурс]. — <http://www.research.art-capital.com.ua/ru/category/6>.

— необхідність мінімізації валютних ризиків прогнозних показників. Довгострокова оцінка зростання бізнесу має відобразитися в міжнародній валюті з низьким суверенним спредом дефолту (наприклад, у швейцарських франках або доларах США), котра одночасно є найбільш прийнятною для міжнародних інвесторів як потенційних користувачів звіту з оцінки зростання бізнесу.

Спосіб 2. Основним фундаментальним показником зростання бізнесу, з точки зору А. Дамодарана, є динаміка прибутку на акцію (ΔEPS)¹⁰. Утім, на наш погляд, більшу аналітичну вагу має показник TSR¹¹, котрий враховує не лише

¹⁰ Дамодаран А. Значч. праця. — С. 375.

¹¹ TSR (*Total Shareholders Return*) — загальний прибуток акціонерів.

збільшення суми реінвестованих дивідендів на просту акцію, а й зміну її ринкового курсу. Іншими словами, TSR характеризує темпи зростання доходу інвесторів у аналізованому періоді.

У “Записах про війну метрик” Г. Фрідл і Т. Кеттенрінг¹² розбивають фінансові показники зростання бізнесу на дві групи: традиційні коефіцієнтні (ROE, ROA, ROS, EPS тощо¹³) та вартісно-орієнтовані (RE, EVA, NEI, SVA, TSR, CVA, CFROI тощо¹⁴). Їхню позицію поділяє переважна більшість інших дослідників.

На нашу думку, при оцінці зростання бізнесу з допомогою фундаментальних показників часто потрібно спочатку застосувати перший спосіб — апроксимації емпіричних даних, адже традиційні коефіцієнтні показники є аналітичною базою для складніших, вартісно-орієнтованих. Це підтверджує формула визначення остаточного чистого прибутку (RE), основою якого є традиційний коефіцієнт ROE:

$$RE = BK \cdot (ROE - r_{BK}) = BK \cdot (\text{ЧП}/BK - r_{BK}),$$

де ЧП — чистий прибуток;

r_{BK} — прийнятна ставка дохідності (вартості) власного капіталу;

BK — обсяг власного капіталу на початок періоду.

Отже, для точної оцінки вартісно-орієнтованих показників, що можуть охоплювати минулий чи перспективний інвестиційні періоди, потрібна коректна апроксимація традиційних коефіцієнтів (приклад оцінки динаміки EPS наведено в табл. 1). Водночас максимальна кількість фундаментальних показників зростання, що можуть бути визначені по конкретному підприємству, та достовірність результатів оцінки залежать від повноти вихідної фінансової інформації.

У фаховій літературі поширені декілька підходів до визначення аналітичної ефективності окремих фінансових показників (у цьому полягає так звана *measure for measure problem* — проблема оцінки системи вимірювання). Основними критеріями при цьому зазвичай виступають мінімально потрібна фінансова інформація, складність обчислення й точність оцінки, урахування оціночним показником вартості капіталу з різних джерел залучення, майбутніх очікувань, можливість розкладання показника на систему драйверів вартості (дрібніших елементів результативного показника) та ін.

Окремі градації складності обчислення фінансових показників зростання бізнесу й відповідної точності оцінки та за іншими критеріями проведено Дж. Найтом, Р. Моріном і Ш. Джареллом, О.М. Щербаковою, Д.Л. Волковим, а також Г. Фрідлом і Т. Кеттенрінгом¹⁵.

¹² Friedl G., Kettenring T. Зазнач. праця. — С. 13.

¹³ ROE (*Return On Equity*) — рентабельність власного капіталу; ROA (*Return On Assets*) — рентабельність активів; ROS (*Return On Sales*) — рентабельність продажів.

¹⁴ RE (*Residual Earnings*) — остаточний чистий прибуток; EVA (*Economic Value Added*) — економічна додана вартість; NEI (*Net Economic Income*) — чистий економічний дохід; SVA (*Shareholder Value Added*) — додана акціонерна вартість; CVA (*Cash Value Added*) — грошова додана вартість; CFROI (*Cash Flow Return On Investment*) — грошовий потік на інвестований капітал.

¹⁵ Щербакова О.Н. Зазнач. праця. — С. 47, 48; Волков Д.Л. Зазнач. праця. — С. 31; Friedl G., Kettenring T. Зазнач. праця. — С. 14.

Водночас Д.Л. Волков з-поміж усіх класифікацій відзначає загальну негативну закономірність: показник, що пропагується певним автором і, відповідно, зараховується ним до найточніших індикаторів оцінки, як правило, має тільки логічне обґрунтування авторського вибору (приміром, показники у верхньому правому куті діаграм Дж. Найта і Р. Моріна — CFROI та SVA)¹⁶. Якщо для зважування складності розрахунку фінансових показників достатньо лише логічних аргументів, то визначення точності оцінки зростання потребує проведення економетричних досліджень, котрі, на відміну від логічного аналізу, виключають фактор суб'єктивності позиції автора.

Зі свого боку, узагальнимо проведені названими авторами порівняння фінансових показників зростання бізнесу, доповнивши їх критеріями врахування підприємницьких ризиків і майбутніх очікувань (табл. 3). До таблиці не включено критерій можливості створення системи драйверів, оскільки він становить інтерес тільки з позиції вартісно-орієнтованого управління бізнесом, а не самої оцінки.

Як видно з табл. 3, найефективнішими показниками зростання бізнесу за сукупністю аналітичних характеристик є NPV, SVA і CVA. Основна складність розрахунку кожного з цих показників полягає в наданні максимально точного прогнозу дисконтної ставки, причому обчислення SVA і CVA потребує оцінки середньозваженої вартості корпоративного капіталу, тобто двох ставок дисконтування — для власного й позикового капіталів. Окрім того, оцінку показників NEI та CVA істотно ускладнює необхідність коректного розуміння сутності економічної амортизації як зміни ринкової (фундаментальної) вартості чистих активів у аналізованому періоді¹⁷.

Окремі показники призначені для оцінки зростання бізнесу лише на певних етапах його розвитку. Зокрема, на основі праць О.М. Щербакової, Д.Л. Волкова 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, RONA, EVA, SVA, CVA тощо.

Зауважимо, що аналітичною базою переважної більшості показників табл. 3 (крім TSR) є періодична офіційна щоквартальна звітність, тому результативна похибка оцінки в будь-який момент фінансового року зазвичай зумовлена відсутністю поточних (актуальних) вихідних даних.

¹⁶ Волков Д.Л. Зазнач. праця.

¹⁷ Там само.

Таблиця 3. Порівняння характеристик фундаментальних показників зростання бізнесу

Градация показників за рівнем складності розрахунку	Вираження	Враховування вартості капіталу		Аналітична база	Враховування ризику	Точність загальної оцінки зростання	Враховування майбутніх очікувань
		власного	позикового				
Показники низької складності обчислення							
<i>Традиційні, в т. ч. коефіцієнтні показники оцінки</i>							
EBT	Грош. од.	—	+	Бухгалтерська база	—	Низька	—
EBIT	Грош. од.	—	—	Бухгалтерська база	—	Низька	—
EBITDA	Грош. од.	—	—	Бухгалтерська база	—	Низька	—
NI	Грош. од.	—	+	Бухгалтерська база	—	Низька	—
ROI	%	—	+	Бухгалтерська база	—	Низька	—
ROC	%	—	+	Бухгалтерська база	—	Низька	—
ROE	%	—	+	Бухгалтерська база	—	Середня	—
ROA	%	—	+	Бухгалтерська база	+	Низька	—
Показники вартісної оцінки							
NPV	Грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	Висока	+
RE	Грош. од.	+	—	Бухгалтерська база	+	Середня	+
TSR	%	+	+	Ринкова база*	—	Низька	+
Показники вартісної оцінки середньої складності обчислення							
RONA	%	—	—	Бухгалтерська база	—	Середня	+
CFROI	%	—	—	Змішана база	+	Висока	+
Показники вартісної оцінки високої складності обчислення							
NEI	Грош. од.	+	+	Змішана база	+	Висока	+
EVA	Грош. од.	+	+	Змішана база	+	Середня	+
SVA	Грош. од.	+	+	Змішана база	+	Висока	+
CVA	Грош. од.	+	+	Змішана база	+	Висока	+

* Оперативні дані щодо реінвестованих дивідендів можна отримати не з періодичних офіційних бухгалтерських звітів, а з ринкових джерел. Умовні позначення: EBT (*Earnings before Taxes*) — валовий прибуток; EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization*) — прибуток до враховування витрат за процентами, сплати податків та амортизаційних відрахувань; NI (*Net Income*) — чистий прибуток; ROI (*Return On Investment*) — інвестований капітал; ROC (*Return On Capital*) — чистий операційний прибуток на інвестований капітал; NPV (*Net Present Value*) — чиста приведена вартість; RONA (*Return On Net Assets*) — прибуток на чисті активи.

Джерело: складено автором на основі: Knight J. Зазнач. праця; Mopin R., Jarell Sh. Зазнач. праця; Волков Д.Л. Зазнач. праця; Friedl G., Kettinging T. Зазнач. праця.

Відповідність характеристик фундаментальних показників зростання бізнесу, наведених у табл. 3, наявним вихідним даним і цілям проведення оцінки зростання в кожному конкретному випадку визначає вибір того чи іншого показника.

Проведене дослідження дало такі результати:

1. Узагальнено сутність оцінки зростання бізнесу як комплексу дій із визначення динаміки вартості окремих складових чистих джерел та обчислення на їх основі нарощеної вартості бізнесу в аналізованому періоді.

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 й аналітичних даних щодо 20-річної динаміки розвитку "Cisco Systems Inc." обґрунтовано залежність періодичних темпів зростання від етапу життєвого циклу бізнесу та необхідність внесення відповідних оціночних коригувань. На основі зазначеного та досвіду 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 запропоновано враховувати динаміку чистої виручки, а не прибутку, а також необхідність мінімізації валютних ризиків прогнозних показників.

3. Узагальнено світові класифікації традиційних фінансових і вартісно-орієнтованих показників зростання бізнесу. Оскільки окремими авторами в аналогічних умовах оцінювання обґрунтовується найбільша ефективність застосування різних фундаментальних показників зростання бізнесу, в даній статті проведено узагальнення розрізнених наукових оцінок основних показників зростання (порівняно оцінки за версіями окремих науковців, від автора додано оцінку показників зростання за критеріями врахування 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 певних етапах розвитку бізнесу.