

УДК 338.45:004.378.5
JEL A10, B21, D24
DOI 10.33111/sedu.2024.54.145.160

*Смирнов Євген Валерійович**
*Смирнов Євген Євгенович***

ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ ПІДПРИЄМСТВА: СУЧАСНІ МОДЕЛІ ТА ДОСВІД ОЦІНЮВАННЯ

Анотація. У статті представлено результати критичного аналізу наукових підходів до оцінювання економічного зростання та визначено особливості концепцій та моделей організаційного зростання механістичного та органічного напрямів дослідження. Удосконалено типологію теоретичних підходів до дослідження організаційного зростання в частині актуалізації та виділення ціннісно-орієнтованого підходу як самостійного напрямку дослідження, який розкриває зміст організаційного зростання на основі органічного поєднання аксіологічних (управлінський напрям) і праксеологічних (капітальний напрям) аспектів цінності, що дозволило розширити змістовні межі вивчення економіки організаційного зростання на перетині різних дисциплінарних напрямів соціально-економічного дискурсу. На підставі узагальнення підходів і моделей до оцінювання економічного зростання підприємства: мікроекономічного, стохастичного, еволюційного та стратегічно-орієнтованого, а також дослідження економетричних, фінансових моделей і вартісних концепцій автори дійшли висновку, що найбільш релевантним на сьогодні є фундаментально-вартісний напрямок оцінювання економічного зростання в розрізі концепції ключових факторів вартості KVDM.

Ключові слова: розвиток; цифрова економіка; ефективність; вартість; активи; інвестиції; моделювання; інформаційне та фінансове забезпечення.

Вступ. Питання економічного зростання суб'єктів економічної діяльності дискутуються вченими на сторінках академічних, наукових видань та у професійних колах управлінців різних сфер діяльності. І науковці, і практики одностайні у тому, що економічне зростання слугує основою подальшого успішного розвитку економічних суб'єктів усіх рівнів господарювання. Проте консенсусу з однозначності розуміння змісту даного терміну, формальних ознак для ідентифікації економічного зростання, критеріїв і показників його оцінювання, способів забезпечення науковці та практики наразі так і не дійшли.

Значна кількість наукових публікацій присвячена дослідженню сутності економічного зростання на макроекономічному рівні. Це наукові праці зарубіжних

* Смирнов Євген Валерійович — к.е.н., доцент, доцент кафедри бізнес-економіки та підприємництва, Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана (м. Київ, Україна), ORCID 0000-0002-4869-182X, yevhen.smyrnov.3@kneu.ua

** Смирнов Євген Євгенович — доктор філософії, доцент кафедри бізнес-економіки та підприємництва, Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана (м. Київ, Україна), ORCID 0000-0002-9871-5981, smyrnov1994@gmail.com

(Ф. Агійона та П. Хоуїтта, Д. Белла, Г. Гроссмана і Е. Хелпмана, Е. Домара і Р. Харрода, Е. Троффлера, Г. Мюрдаля, Дж. Робінсона, П. Ромера, Р. Солоу, П. Сраффа, Й. Шумпетера, ін.) та українських вчених С. Гальчинського, В. Гейця, Л. Проданової, Л. Федулової, А. Чухна ін. Питання визначення економічного зростання на мікрорівні менш досліджене, проте досить значущими у цій сфері є результати досліджень І. Адізеса, М. Багаї, Ж. Васконселлоса-і-Са, П. Вігері, Л. Грейнера, Р. Істерліна, Б. Карлофа, Е. Пенроуз, В. Ростоу, Д. Сулла, С. Сміта та ін. Серед вітчизняних дослідників, що зробили вагомий внесок у розвиток теорії економічного зростання, варто виділити наукові здобутки К. Бойченко, В. Верби, В. Гмирі, О. Гребешкової, О. Гудзь, О. Дерев'янка, В. Лаврененко, Н. Касьянової, С. Клименко, В. Кукоби, О. Ткаченко, Н. Чухраєвої, Г. Швиданенко, які досліджували економічні аспекти визначення та забезпечення зростання в контексті організаційного розвитку; О. Дерев'янка, Є. Куценко, О. Магдалюка, О. Мельник, О. Мендрула, К. Рябікіної, І. Смоліна, О. Терентьевої, Ю. Турчинової, Л. Фролової, Н. Шевчук та ін., які вивчали питання оцінювання економічного зростання підприємства в різних змістовних напрямках.

Проте за умов розвитку постіндустріальної економіки питання визначення, оцінювання та забезпечення економічного зростання підприємства набувають специфічних характеристик, що актуалізує дослідження таких питань, як уточнення критеріїв ідентифікації та оцінювання економічного зростання з урахуванням якісних аспектів даного явища, забезпечення стійкості економічного зростання підприємства, що передбачає розширення та/або удосконалення відповідних способів та інструментів з урахуванням викликів та тенденцій розвитку бізнес-середовища господарювання.

Постановка завдання. Метою наукового дослідження є розвиток теоретичних засад і обґрунтування методичних підходів з визначення, оцінювання та організаційного забезпечення економічного зростання підприємств.

Для досягнення поставленої мети визначено такі цілі та необхідні для розв'язання завдання:

- систематизувати наукові підходи до дослідження організаційного зростання;
- обґрунтувати концепти визначення економічного зростання підприємства; теоретичні засади оцінювання фундаментально-вартісного зростання підприємства в частині впорядкування та доповнення відповідних аналітичних передумов, що дозволяє вдосконалити систему показників оцінювання якості фінансових результатів капіталоутворення на підприємстві;
- критично проаналізувати існуючі аналітичні моделі та практики оцінювання економічного зростання підприємства;
- аргументувати доцільність оцінювання економічного зростання підприємства за критерієм якості капіталу;
- система критеріїв оцінювання економічного зростання підприємства в частині її доповнення критерієм якості капіталу, який по суті поєднує класичні кількісні вимірники економічного зростання та змістовно розширює відповідну

аналітику врахуванням якісних параметрів капіталоутворення, що представлені його ресурсними, ціннісними та результатними характеристиками.

З метою здійснення наукового впорядкування аналітичних моделей та практик оцінювання економічного зростання дослідники дотримуються логіки, відповідно до якої виділяють такі напрями визначення економічного зростання, як мікроекономічний, стохастичний, еволюційний та стратегічно-орієнтований. Отже, логіка дослідження в представленій статті вибудовується на основі ієрархії та взаємодії між відомими моделями оцінювання економічного зростання: максимізації прибутку; масштабування; а також пул фінансових моделей: в залежності від темпів зростання обсягів продажу, моделі стійкого зростання, моделі, пов'язані з інфляцією і інвестиційними стратегіями, а також моделі вартісного зростання. Одночасне дослідження переваг і недоліків вказаних моделей оцінювання економічного зростання з точки зору різних проєкцій і факторів впливу має довести найбільший рівень релевантності саме фундаментально-вартісного напрямку в екосистемі його оцінювання.

Об'єктом дослідження є процеси розвитку підприємства в умовах постіндустріальної економіки.

Предметом дослідження є теоретичні засади, методичні підходи і прикладні аспекти оцінювання економічного зростання підприємства.

Методологічний базис дослідження утворено на основі сукупності загальнонаукових і спеціальних принципів і методів наукового пізнання. Наукові результати статті отримані з використанням таких методів дослідження: *аналізу та синтезу* — для уточнення змісту взаємопов'язаних категорій економічного зростання підприємства; *порівняння, систематизації, узагальнення, формалізації* — для визначення концептів економічного зростання підприємства, розробки методичного підходу до його оцінювання за критерієм якості капіталу та відповідного організаційного забезпечення; *фінансово-економічного та VBM-аналізу* — для оцінювання якості фінансових результатів капіталоутворення на підприємствах; *економіко-математичні та статистичні методи (кореляційний та регресійний аналіз, випадковий ліс та дерево-рішень)* з використанням мови програмування *Python* — для пошуку закономірностей великої кількості змінних ресурсних факторів, а також прогнозних розрахунків щодо їх подальших змін.

Результати. Оцінювання економічного зростання підприємства є одним із ключових напрямів досліджень відповідної теорії. Критичний аналіз публікацій, що присвячені даній темі, дозволяє зробити висновок, що в залежності від предметної сфери дослідження та від особливостей визначення сутності економічного зростання, якого дотримується науковець, формуються методи, аналітична логіка, технологія, відповідна система критеріїв і показників оцінювання. Отже, процес оцінювання носить доволі суб'єктивний характер.

У межах *мікроекономічного* напрямку аналіз економічне зростання здійснюється на основі виробничої функції, на основі якої визначаються оптимальні обсяги виробництва та реалізації продукції та яка визначається ресурсними факторами і технологією. Відповідно до даного підходу економічне зростання

оцінюється за критерієм обсягів виробництва, зміна яких відбувається внаслідок змін ресурсів і технологій [1].

За *стохастичним* напрямом дослідження зростання підприємства динаміка організаційного зростання є незалежною від факторів впливу бізнес-середовища (зовнішніх і внутрішніх) [2]. Фактично йдеться про те, що зростання підприємства, як наслідок дії великої кількості факторів впливу, — випадкова величина. Результати тестування різних модифікацій закону Гібрата свідчать про те, що він виконується лише у половині спостережень, що, відповідно, не дозволяє використовувати його як базову концепцію для досліджень в області організаційного зростання. Так, закон Гібрата не виконувався для молодих підприємств, які були порівняно невеликими за розміром, проте працює на вибірці підприємств, що були порівняно великими і зрілими [3].

Дослідження залежності зростання підприємства від його віку стало початком розвитку *еволюційного* напрямку дослідження зростання, яке пов'язує з теорією відбору Б. Йовановича [4]. Висновки досліджень у цьому напрямі полягають у тому, що збільшення віку підприємства уповільнює темпи його зростання, проте підвищується ймовірність виживання. Найбільш значущими дослідженнями цього напрямку є концепція життєвих циклів організації І. Адізеса [5] і теорія зростання Л. Гринера [6]. Відповідно до концепції І. Адізеса підприємство характеризується здатністю зростати доки не сягне стадії життєвого циклу стабільності, після чого швидкість зростання зменшується. У теорії Л. Гринера визначено 5 ключових параметрів зростання, 5 стадій зростання і 4 кризові стадії, які в сукупності дозволяють зрозуміти особливості зростання підприємства на кожній стадії. В основу стратегічно-орієнтованого напрямку дослідження зростання (Corporate-strategy view) закладено ідею про те, що зростання визначається на основі певних управлінських рішень стратегічного характеру, з урахуванням як фінансових так і нефінансових аспектів, а також внутрішніх і зовнішніх факторів бізнес-середовища. Проведені дослідження дозволяють зробити висновок, що факторний аналіз зростання є домінуючим в межах стратегічно-орієнтованого напрямку досліджень. Найбільш розповсюдженими факторами впливу на зростання підприємства дослідники виділяють розмір, вік, прибутковість діяльності або окремих видів капіталу, інвестиційну, інноваційну, ділову активність, ін. У межах домінуючої в стратегічному менеджменті ресурсної теорії дослідники [7–8] емпіричним шляхом доходять висновку про наявність залежності між економічним зростанням та внутрішніми параметрами підприємства. Тобто у фокусі досліджень постають питання виявлення таких внутрішньо організаційних факторів, які є визначальними для забезпечення стійкості зростання. Такими фактором визначено динамічні здатності компанії, які забезпечують стійкість конкурентних переваг, а, відповідно, шумпетеріанські ренти, що забезпечується на основі механізмів набуття і розповсюдження знань, а також трансформації ресурсної бази відповідно до вимог бізнес-середовища або випередження такої відповідності [9–10]. Окремим пластом аналітичних моделей оцінювання економічного зростання можна вважати ті, що орієнтовані на виявлення впливових

факторів на основі застосування методів *економетричного* аналізу. Використовуючи дані моделі, науковці намагаються пояснити за рахунок яких факторів відбувається розвиток та/або економічне зростання компанії або підтвердити робочу гіпотезу авторського дослідження щодо важливості певного фактору для забезпечення економічного зростання. Такими факторами виступають розмір компанії, її вік, прибутковість діяльності, інноваційна, інвестиційна активність та ін. (табл. 1).

Таблиця 1

УЗАГАЛЬНЕНІ РЕЗУЛЬТАТИ НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ЗРОСТАННЯ ПІДПРИЄМСТВА

Дослідники	Число фірм, країна	Пояснювальні змінні	R ²
Calvo J.L. [1]	1000, Іспанія	Розмір (-), вік (-), публічна компанія (+), технології (+)	9
Coad A. [2]	840, Франція	Розмір (-), вік (-), валовий прибуток, зростання у попередній період (+), галузь	4-8
Fagiolo G., Luzzi A. [3]	14277, Італія	Розмір (-), вік (-), грошовий потік (+), філії, галузь	2-3
Geroski P., Gugler K. [4]	10000, ЄС	Розмір (-), вік (-), філії (+), диверсифікація, зростання конкурентів	5-6
Geroski P.A., Toker S. [5]	209, Велика Британія	Розмір (-), інновації (+), реклама, зростання галузі (+), концентрація промисловості (+)	32
Harhoff D., Stahl K., Woywode M. [6]	10000, Німеччина	Розмір, вік, філії, диверсифікація, публічна компанія (+), галузь	8
Kumar M.S. [7]	700	Розмір (-)	1-4

¹ J. L. Calvo. Testing Gibrat's law for small, young and innovating firms//Small Business Economics. 2006. Vol. 26. No. 2. P. 117-123.

² A. Coad. Testing the principle of 'growth of the fitter': the relationship between profits and firm growth//Structural Change and economic dynamics. 2007. Vol. 18. No. 3. P. 370-386.

³ G. Fagiolo, A. Luzzi. Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry//Industrial and Corporate Change. 2006. Vol. 15. No. 1. P. 1-39.

⁴ P. Geroski, K. Gugler. Corporate growth convergence in Europe// Oxford Economic Papers. 2004. Vol. 56. No. 4. P. 597-620.

⁵ P. A. Geroski, S. Toker. The turnover of market leaders in UK manufacturing industry, 1979-1986//International journal of industrial organization. 1996. Vol. 14. No. 2. P. 141-158.

⁶ D. Harhoff, K. Stahl, M. Woywode. Legal form, growth and exit of West German firms — empirical results for manufacturing, construction, trade and service industries//The Journal of industrial economics. 1998. Vol. 46. No. 4. P. 453-488.

⁷ M. S. Kumar. Growth, acquisition activity and firm size: evidence from the United Kingdom//The Journal of Industrial Economics. 1985. P. 327-338.

Закінчення табл. 1

Дослідники	Число фірм, країна	Пояснювальні змінні	R ²
Liu P.L., Chen W.C., Tsai C.H. [1]	90, Тайвань	Розмір (-), вік (-), галузь, R&D та експортна діяльність (+)	19–22
Macpherson A., Holt R. [2]	1671, південноафриканські країни	Розмір (-), вік (-), галузь, агломерація (+), людський капітал (+)	13–20
Robson P.J.A., Bennett R.J. [3]	100, Велика Британія	Розмір (-), вік (-), експорт (+), прибуток, галузь, інновації та технології (+), консалтингові послуги (+)	4–8
Variyan J.N. [4]	422, США	Розмір (-), вік (-), наявність філій (+), галузь	11–17

Джерело: складено й узагальнено автором на підставі вказаних посилань.

Систематизація такого роду досліджень представлена у роботі А. Коуда [11], де вчений доходить висновку, що незважаючи на привабливі показники статистичної достовірності, що отримують дослідники, висновки щодо інтерпретацій результатів є досить стриманими, так як незрозумілим залишається в якому ступені вони зумовлені реалістичністю встановлених взаємозв'язків, а в якому особливостями побудови моделей. Крім того, тестування отриманих емпіричним шляхом прогностичних моделей на аналогічних вибірках не дозволяє отримати адекватні результати.

Одним з найбільш популярних і розроблених напрямів оцінювання економічного зростання є фінансові моделі. Однією з перших моделей такого напрямку є модель максимізації прибутку, витоки якої базуються на тезі А. Сміта, що максимізація прибутків окремих економічних суб'єктів зумовлює зростання суспільного добробуту, а її засновником науковці вважають А. Курно. Основна ідея даної моделі полягає у тому, що максимізація прибутку компанії буде відбуватися за умови, що гранична виручка від продажу продукції буде дорівнювати граничним витратам. Пізніше, в межах розвитку неокласичної економічної теорії економісти дійшли висновку про недоцільність розглядати максимізацію прибутку як цільову функцію, аргументуючи це тим, що у такій змістовній постановці дана модель не враховує особливостей розрахунку прибутку за обліковим та економічним методом, не враховується ризик та той факт, що відбувається зміна

¹ P.L.Liu, W.C.Chen, C.H.Tsai. An empirical study on the correlation between the knowledge management method and new product development strategy on product performance in Taiwan's industries//Technovation. 2005. Vol. 25. No. 6. P. 637–644.

² A.Macpherson, R.Holt. Knowledge, learning and small firm growth: A systematic review of the evidence//Research Policy. 2007. Vol. 36. No. 2. P. 172–192.

³ P. J. A. Robson, R. J. Bennett. SME growth: The relationship with business advice and external collaboration//Small business economics. 2000. Vol. 15. No. 3. P. 193–208.

⁴ J. N. Variyam, D. S. Kraybill. Empirical evidence on determinants of firm growth//Economics Letters. 1992. Vol. 38. No. 1. P. 31–36.

грошей у часі, а також не є константою витрати на позиковий капітал компанії. Свого логічного розвитку модель максимізації прибутку набула у дослідженнях Р. Марріса (модель Марріса), який змістив цільовий фокус на максимізацію темпів зростання прибутку [12]. Це питання дослідник розглядає в контексті попиту на продукцію, який можна стимулювати постійним виводом на ринок нових продуктів, що буде виступати рушійною силою економічного зростання компанії. На думку вченого, компанія має перманентно забезпечувати диверсифікацію, що буде супроводжуватися прирощенням продажів продукції. Проте така логіка характеризується наявністю певних обмежень. Найбільш суттєвим вбачаються обмеження, що пов'язані з попитом. Це пояснюється тим, що витрати на розширення масштабів діяльності зменшують прибутковість продажів компанії та спричиняють зростання капіталомісткості результатів. Також проблемою є зниження ефективності управління в умовах постійного розширення діяльності компанії, а також відповідні фінансові обмеження, що пов'язані із перерозподілом власності.

У наукових публікаціях, автори яких визначають економічне зростання як розширення масштабів діяльності підприємства за умови збереження його фінансового стану, оцінювання здійснюється на основі визначення відповідності аналітичним вимогам «Золотого правила економіки», зміст якого полягає у тому, що темпи зростання чистого доходу $T_{чд}$ мають бути більшими за темпи зростання середньорічної величини активів $T_{Акт.сер}$, а темпи зростання чистого прибутку $T_{чп}$ перевищувати темпи зростання чистого доходу компанії (формула 1). Такий підхід є базовим в теорії оцінювання економічного зростання підприємства та закладається в основу формування прогностичних фінансових моделей [13].

$$T_{Акт.сер} \leq T_{чд} \leq T_{чп} \quad (1)$$

Результати аналізу фінансових моделей оцінювання та аналізу зростання підприємства у своїй переважній більшості відносяться до класу прогностичних детермінованих, тобто, такі, що базуються на встановленні причинно-наслідкових зв'язків. У дослідженні Р. Хайса і Р. Нолана [14] обґрунтовується, що формування таких моделей відбувається зверху вниз, що дозволяє сфокусуватися на основних пріоритетах і критеріях корпоративної та бізнес-стратегії підприємства.

У разі побудови фінансових моделей абсолютна більшість зарубіжних дослідників як критерій ідентифікації економічного зростання компанії використовують темпи зростання обсягів продажу продукції (послуг). Так, вчені та практики зазначають, що менеджмент підприємств є зацікавленим у зростанні розмірів компанії, її частки та репутації на ринку, а, відповідно, зростанні обсягів продажу. Якщо говорити про власників, то для них зростання компанії асоціюється із збільшенням їх добробуту, що проявляється у зростанні дивідендних виплат та, відповідно, зростанні прибутковості власного капіталу [12].

Аналізуючи фінансові моделі зростання звертає увагу термінологія, що використовується різними науковцями. У переважній більшості публікацій мова йде

про стійке зростання компанії. У вітчизняних публікаціях доволі часто використовується термін збалансоване зростання. Звернення до першоджерел виникнення даної категорії дозволяє говорити про те, що стійке та збалансоване зростання по суті є синонімічними. Саме поняття стійкого зростання введено у науковий оборот у 1960-ті роки всесвітньо відомою компанією Boston Consulting Group / BCG. Показник індекс стійкості зростання (SGR, Growth Sustainability Index) по суті являє собою максимально можливий обсяг зростання продажів компанії без змін фінансування її діяльності, тобто без залучення додаткового фінансування [13; 15]. Дж. Ван Хорн уточнює зміст SGR характеризуючи його як річний темп приросту компанії у відсотках, який прогнозується на основі фактів ділової активності, фінансового ризику та дивідендних виплат

До порівняно спрощених моделей стійкого зростання компанії відносять модель М. Кісора (формула 2) [16] і модель Лернета — Карлетона (формула 3) [17], відповідно до змісту яких стійкість зростання компанії визначається її фінансовою політикою та прибутковістю діяльності. Аналогічною за змістом є відома в українському науковому просторі модель Р. Хігінса (формула 4) [13], сутність якої полягає в тому, що максимально можливий темп зростання компанії визначається темпами зростання її власного капіталу.

$$SGR_y = (1 - d) \times ROE \quad (2)$$

$$SGR_y = b(1 - T)(r + (r - i) \times \frac{D}{E}) \quad (3)$$

$$g = ROE \times b = ROE \times \frac{NI_{reinv}}{NI} \quad (4)$$

де SGR_y — індекс стійкості зростання; d — коефіцієнт дивідендних виплат; ROE — рентабельність власного капіталу; b — коефіцієнт реінвестування прибутку; T — ставка податку на прибуток; r — рентабельність активів; i — процентна ставка за позиковим капіталом; D — позиковий капітал; E — власний капітал; g — максимальний темп зростання обсягів продажу; NI — чистий прибуток; NI_{reinv} — реінвестований чистий прибуток.

Більш розвинутою версією даних моделей є модель Ульріха — Ерлоу [18], А. Раппопорта, Дж. Ван Хорна, А. Зекона [19], модель BSG до складу моделі включаються фактори, які безпосередньо пов'язані з політикою використання активів компанії (операційною політикою) та характеризуються відповідними показниками продуктивності та прибутковості.

Окремий пул фінансових моделей стійкості зростання пов'язаний з урахуванням такого фактору, як інфляція. Це модель Левелена — Красау [20] та модель Гулати — Зантойта [21]. Дослідники переконують у тому, що постійні темпи зростання компанії безпосередньо пов'язані з інвестиційними стратегіями, які формуються залежно від наслідків інфляції та коливань облікових ставок.

Розвиток представлених базових фінансових моделей стійкості зростання компанії пов'язаний з емпіричними моделями, що передбачають вивчення різних факторів впливу, таких як збутова політика компанії та її баланс з фінансовими показниками [22] або дослідження причин відхилень фактичних темпів зростання від SGR [23], які, за висновками авторів, зумовлені змінами прибутковості діяльності компанії.

Якщо критично проаналізувати даний пул фінансових моделей, то можна визначити певні обмеження щодо їх практичного використання. Так, усі варіанти моделей SGR передбачають сталу структуру капіталу компанії, що з практичної точки зору є малоймовірною ситуацією. Також сумнівним вбачається положення, про пропорційність зростання активів. Очевидним, що така пропорційність може бути встановлена лише для окремих елементів оборотних активів (виробничих запасів). Проте якщо говорити про основні засоби, то їх зміна буде залежати лише від того, наскільки використовуються виробничі потужності компанії. Якщо характеризувати зв'язок показників ділової активності та рентабельності, то це відбувається через величину чистого доходу. Якщо запланувати певний рівень прибутковості продажу і визначити необхідний темп зростання продажів, то для забезпечення досягнення запланованих показників оборотності активів необхідно буде змінити їх структуру. Представлені фінансові моделі не враховують сучасної специфіки зростання, яка пов'язана з соціалізацією та інтелектуалізацією процесів і результатів розвитку компанії.

Окремим пластом моделей економічного зростання в межах стратегічно-орієнтованого напрямку варто виділити моделі вартісного зростання (вартісні моделі). Основна ідея вартісних моделей полягає у тому, що критерієм економічного зростання є вартість капіталу або додана вартість капіталу. Слід зазначити, що в основу вартісних моделей зростання закладено внутрішню вартість, яка на відміну від ринкової, формується під впливом дії факторів, які є підконтрольними менеджменту підприємства. Внутрішню вартість у значній кількості наукових досліджень визначають як фундаментальну вартість. З методологічної точки зору принципово виділяють два підходи до розрахунку фундаментальної вартості підприємства — на основі дисконтування грошових потоків (DCFМ / Discounted Cash Flows Models) і на основі концепції економічного прибутку (EPM / Economic Profit Model) [24–25] (рис. 1). Відповідно вартісні моделі зростання підприємства побудовані саме на цій концептуальній основі.

Базовою моделлю вартісного зростання підприємства науковці називають модель А. Рапппорта, відповідно до змісту якої виділяються фактори формування вартості (темпи зростання обсягів продажу, операційна маржа, інвестиції у робочий капітал та необоротні активи та ін.), що дозволяє проаналізувати їх вплив на реалізацію стратегію. Основою забезпечення генерування грошових потоків підприємством є операційна діяльність, а вартість компанії визначається як сума приведеної вартості операційних CF на прогнозованому та постпрогнозованому інтервалах, а також поточної вартості цінних паперів та CF від інших неопераційних інвестицій (рис. 2) [25; 26].

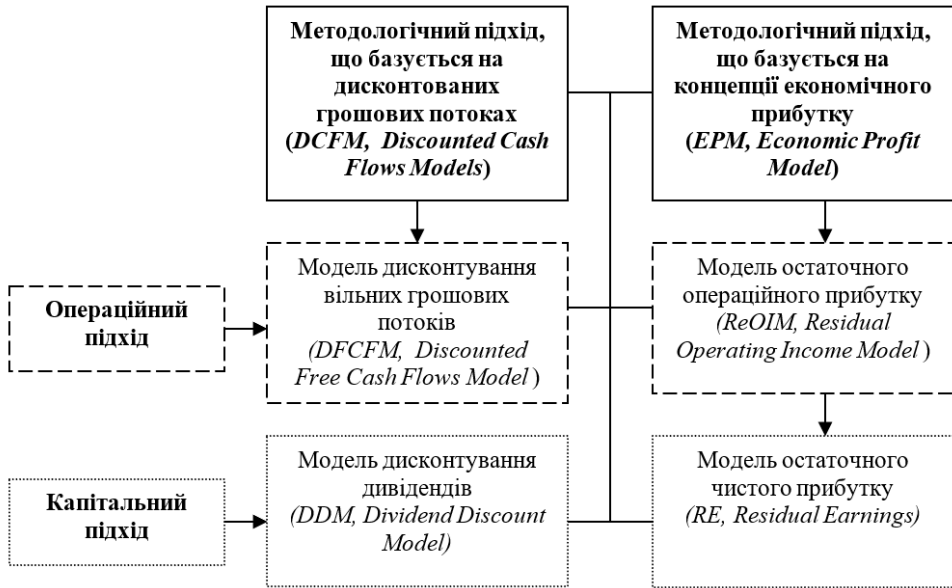


Рисунок 1 — Методологічні підходи до оцінювання фундаментальної вартості підприємства

Джерело: [24, с. 101].

Приведена вартість операційних грошових потоків у межах прогнозованого періоду	Приведена вартість операційних грошових потоків у межах постпрогнозованого періоду	Поточна ринкова вартість цінних паперів та інших неопераційних активів
Приведена вартість операційних FCF Операційний аспект		
Вартість підприємства		
Ринкова вартість боргу		Вартість акціонерного капіталу

Рисунок 2 — Вартісна модель компанії А. Раппапорта

Джерело: [27].

Критерієм зростання є вартість акціонерного капіталу яка і є об’єктом пофакторного вартісного аналізу. результати емпіричного тестування даної моделі свідчать про те, що для забезпечення вартісного зростання недостатньо забезпечити позитивну динаміку одного або декількох з факторів, так як їх зміни можуть бути взаємовиключними. Тому моделювання передбачає певну збалансованість впливів, на чому саме і фокусується стратегія, яка орієнтована на забезпечення зрос-

тання вартості. Подальшого розвитку модель А. Раппапорта набула у дослідженнях Т. Коупленда і Дж. Мурріна, моделі Г. Арнольда, концепції ключових факторів вартості (KVDM, The Key-Value-Driver Model) А. Брейлі та С. Майерса які зміщують свій фокус на методологію розрахунку вартості, з концепції DCFM на концепцію EPM [13]. Вартість компанії визначається як сума величини інвестованого капіталу та поточної вартості усіх економічних прибутків, що генерує інвестований капітал (формула 5):

$$Val = IC + \sum_{t=1}^n \frac{EP_t}{(1 + WACC)^t} \quad (5)$$

де IC — величина інвестованого капіталу, гр. од.; EP_t — економічний прибуток у році t , гр. од.; $WACC$ — середньозважені витрати на капітал; n — тривалість розрахункового періоду.

Вартісна модель Г. Арнольда передбачає перегрупування факторів вартості, де фактично об'єднуються потреби в оборотних та необоротних активах, а операційний прибуток і податковий фактор включають до норми рентабельності, критичне значення якої визначається витратами на капітал. Фактично фокус зміщується на спред продуктивності капіталу, а збалансоване зростання вартості буде відбуватися за умови, якщо фактична ставка рентабельності капіталу буде перевищувати витрати на капітал.

Різні моделі факторного аналізу вартісного зростання з акцентом на різні критерії його ідентифікації у наукових публікаціях представлені досить широко. Усі вони мають змістовну специфіку, переваги й обмеження у використанні. З позицій цілей і завдань пропонованого дослідження проведений аналіз є корисним тим, що на його основі можна визначити та сфокусуватись на тих критеріях показників, процедурах, ін., які є найбільш спроможними з точки зору визначення джерел та способів забезпечення зростання. У такому аспекті вважаємо, що фундаментально-вартісний напрямок оцінювання економічного зростання є більш корисним та дієвим з точки зору формалізації та пояснювальної спроможності управлінських фокусів і дій, менеджменту. Проте це не означає другорядності ринкових критеріїв та показників оцінювання економічного зростання. Так, у монографії [25] українського вченого О. Мендрула, беручи за критерій результату ринкову капіталізацію компанії (ринкову вартість), дослідник фокусується на факторах впливу, які є підконтрольними менеджменту. І вже в начальному посібнику, який виходить в світ майже через десять років після захисту докторської дисертації, вчений визначає результати вартісного зростання за критерієм загальної акціонерної віддачі (TSR / Total Shareholder Return) та пояснює їх на засадах концепції вартісно-орієнтованого управління, яка за змістом є альтернативною фондового напрямку досліджень вартісного зростання [28].

Висновки. За результатами критичного аналізу наукових підходів до оцінювання економічного зростання підприємства було зроблено висновок про те, що

переважна більшість аналітичних моделей сформована в змістовних межах стратегічно-орієнтованого напрямку на основі використання економетричних моделей і методів фінансового моделювання. Результати використання економетричного аналізу свідчать про те, що, незважаючи на привабливі показники статистичної достовірності, висновки до інтерпретацій результатів побудованих моделей є досить стриманими, так як незрозумілим залишається в якому ступені вони зумовлені реалістичністю встановлених взаємозв'язків, а в якому особливостями побудови моделей. Крім того, тестування отриманих емпіричним шляхом прогностичних моделей на аналогічних вибірках в багатьох випадках не підтверджує їх адекватності. Щодо фінансових моделей, то вони відносяться до класу прогностичних, в їх основу закладено метод факторного аналізу. Переважна більшість аналітичних фінансових моделей пов'язана із визначенням стійкості економічного зростання за критерієм обсягів продажу, а з початком розвитку теорії вартісно-орієнтованого управління досить високої популярності набули моделі вартісного зростання.

Дотримуючись визначення економічного зростання підприємства, яке було запропоновано в межах тримірного змістовного простору (цінність — капітал — стратегія) обґрунтована доцільність ідентифікації та оцінювання економічного зростання за критерієм якості капіталу. В основу визначення якості капіталу закладено його ресурсно-результатну та ціннісну природу, а оцінювання якості капіталу запропоновано здійснювати у двохмірній площині — в аспекті якості капіталу як економічного ресурсу та якості результатів капіталоутворення. Ресурсні аспекти якості запропоновано визначати в аспекті ноосферної та функціональної здатності капіталу на основі яких визначаються можливості та способи використання ресурсів підприємства. Результати капіталоутворення слід розглядати в аспекті економічної цінності з урахуванням інтересів як фінансових, так і нефінансових стейкхолдерів підприємства.

Імплементуючи в традиційну логіку дослідження економічного зростання концепти економічної цінності та капіталу значно розширило змістовні межі його визначення, що дозволило логічно пояснити для чого підприємство має зростати, що саме та в який спосіб має зростати. Базуючись на аксіологічно-праксеологічних аспектах економічної цінності, процесно-результатній та атрибутивній логіці дослідження капіталу і розумово-діяльних аспектах стратегії підприємства, економічне зростання визначено як довгострокова позитивна динаміка економічної цінності, що є наслідком стратегічних процесів капіталоутворення, які протікають в об'єктивованому й інкорпорованому просторі на основі взаємодії та взаємовідносин диференційованих видів капіталу та забезпечуються якістю капіталу підприємства.

Також у статті автором на підставі узагальнення і дослідження аналітичних моделей оцінювання економічного зростання підприємства була обґрунтована доцільність використання якості капіталу як критерію ідентифікації та оцінювання економічного зростання підприємства, що дозволяє врахувати ресурсно-результатну змістовну природу економічного зростання, а також його якісні

характеристики. Ресурсні аспекти якості запропоновано визначати в аспекті ноосферної та функціональної здатності капіталу на основі яких визначаються можливості і способи використання ресурсів підприємства. Результати капіталотворення запропоновано розглядати в аспекті економічної цінності з урахуванням інтересів не лише фінансових, а й нефінансових стейкхолдерів підприємства.

Література

1. Coase R. The Nature of the Firm. *Economica*. 1937. № 4. P. 386-405.
2. Gibrat R. Les Inegalite Economiques. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1931.
3. Santarelli E., Klomp L. And Thurik A.R. Gibrat's Law: an Overview of the Empirical Literature. *Entrepreneurship, Growth, and Innovation*. US: Springer. 2006. P. 41-73.
4. Jovanovic B. Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica*. 1982. Vol. 50, No. 3 (May). P. 649-670.
5. Adizes I. Managing Corporate Lifecycles. Volume I : How Organizations Grow, Age, and Die. Santa Barbara, CA: The Adizes Institute Publications, 2012
6. Greiner L. Evolution and Revolution as Organizations Grow. *Harvard Business Review*. 1972. P. 37-46.
7. Davidsson P., Kirchoff B., Hatemij A., Gustavsson H. Empirical analysis of business growth factors using Swedish data. *Journal of small business management*. 2002. №40(4). P. 332-349.
8. Garnsey E., Stam E., Hefferman P. New Firm Growth: Exploring processes and paths. *Industry and Innovation*. 2006. №13 (1). P. 1–24.
9. Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations. / Helfat C., Finkelstein S., Mitchell, W., Peteraf M.A., Singh H., Teece, D.J., Winter S.G. Blackwell: Oxford, U.K., 2007. 160 p.
10. Teece D.J., Pisano G., Shuen A. Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*. 1997. № 18 (7). P. 509-534.
11. Coad A. Testing the principle of 'growth of the fitter': the relationship between profits and firm growth. *Structural Change and economic dynamics*. 2007. Vol. 18. No. 3. P. 370-386.
12. Marris R. The Economic Theory of «Managerial» Capitalism, Macmillan. London: Palgrave Macmillan, 1966. 210 p.
13. Higgins R. C. Analysis for Financial Management. N.Y.: McGraw-Hill Education, 2011. 480 p.
14. Hayes R.H., Nolan, R.L. What kind of corporate modeling functions best. *Harvard Business Review*. 1974. №3 (52). P. 102-112.
15. Palepu K., Healy P., Bernard V. Business Analysis & Valuation. Using Financial Statements. Cincinnati: South-Western College Pub, 2007. 984 p.
16. Kisor M. The Financial Aspects of Growth, *Financial Analysts Journal*. 1964. №20 (2). P. 46-51.
17. Lerner E., Carleton, W. A Theory of Financial Analysis. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1966.
18. Ulrich T., Arlow P. The Financial Implications of Growth, *Journal of Small Business Management*. 1980. №27(2). P. 28–33.

19. Zakon A. Growth and financial strategies. A special commentary. Boston, Massachusetts: Boston Consulting Group, 1986.
20. Lewellen W., Kracaw W. Inflation, Corporate Growth, and Corporate Leverage, *Financial Management*. 1987. №16. P. 29-36.
21. Gulati D., Zantout Z. Infaltion, capital structure, and immunization of the firm's growth potential. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*. 1997. №10 (1).
22. Pickett M.C. Sustainable Growth Modeling: A longitudinal Analysis of Harley-Davidson. *ASBBS E-Journal*. 2008. Volume 4. No.1. P. 920–925.
23. Amouzes N., Moeinfar Z., Mousavi Z. Sustainable Growth Rate and Firm Performance: Evidence From Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*. 20011. №23(2). P. 249-255.
24. Мельник О. В. Капіталізація підприємств: теорія та практика: монографія. Кам'янець-Подільський: Видавець Панькова А. С., 2020. 428 с.
25. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: монографія К.: КНЕУ, 2002. 272 с.
26. Мельник О.В. Теоретико-методологічні засади капіталізації промислових підприємств: автореф. Дис ... д-ра екон. Наук : 08.00.04 Київ, 2020. 41 с.
27. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. New York: Free Press, 1997. 224 p.
28. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства. навч. посіб. К.: КНЕУ, 2011. 538 с.

References

1. Coase R. "The Nature of the Firm". *Economica* 4 (1937): 386-405.
2. Gibrat R. *Les Inegalite Economigues*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1931.
3. Santarelli E., Klomp L., Thurik A.R. *Gibrats Law: an Overview of the Empirical Literature. Entrepreneurship, Growth, and Innovation*. US: Springer. 2006: 41-73.
4. Jovanovic B. "Selection and the Evolution of Industry". *Econometrica* Vol. 50, No. 3 (May) (1982): 649-670.
5. Adizes I. *Managing Corporate Lifecycles. Volume I : How Organizations Grow, Age, and Die. Santa Barbara*. CA: The Adizes Institute Publications, 2012
6. Greiner L. "Evolution and Revolution as Organizations Grow". *Harvard Business Review* (1972): 37-46.
7. Davidsson P., Kirchhoff B., Hatemij A., Gustavsson H. "Empirical analysis of business growth factors using Swedish data". *Journal of small business management* 40(4) (2002): 332-349.
8. Garnsey E., Stam E., Hefferman P. "New Firm Growth: Exploring processes and paths". *Industry and Innovation* 13(1) (2006): 1–24.
9. *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations*. / Helfat C., Finkelstein S., Mitchell, W., Peteraf M.A., Singh H., Teece, D.J., Winter S.G. Blackwell: Oxford, U.K., 2007.
10. Teece D.J., Pisano G., Shuen A. "Dynamic capabilities and strategic management". *Strategic Management Journal* 18(7) (1997): 509-534.

11. Coad A. "Testing the principle of 'growth of the fitter: the relationship between profits and firm growth". *Structural Change and economic dynamics* Vol. 18. No. 3 (2007): 370-386.
12. Marris R. *The Economic Theory of «Managerial» Capitalism*. Macmillan. London: Palgrave Macmillan, 1966.
13. Higgins R. C. *Analysis for Financial Management*. N.Y.: McGraw-Hill Education, 2011.
14. Hayes R.H., Nolan, R.L. "What kind of corporate modeling functions best". *Harvard Business Review* 3 (52) (1974): 102-112.
15. Palepu K., Healy P., Bernard V. *Business Analysis & Valuation. Using Financial Statements*. Cincinnati: South-Western College Pub, 2007.
16. Kisor M. "The Financial Aspects of Growth". *Financial Analysts Journal* 20(2) (1964): 46-51.
17. Lerner E., Carleton, W. A *Theory of Financial Analysis*. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1966.
18. Ulrich T., Arlow P. "The Financial Implications of Growth". *Journal of Small Business Management* 27(2) (1980): 28-33.
19. Zakon A. *Growth and financial strategies*. A special commentary. Boston, Massachusetts: Boston Consulting Group, 1986.
20. Lewellen W., Kracaw W. "Inflation, Corporate Growth, and Corporate Leverage". *Financial Management* 16 (1987): 29-36.
21. Gulati D., Zantout Z. "Inflation, capital structure, and immunization of the firms growth potential". *Journal Of Financial And Strategic Decisions* 10(1) (1997).
22. Pickett M.C. "Sustainable Growth Modeling: A longitudinal Analysis of Harley-Davidson". *ASBBS E-Journal* Vol. 4. No.1 (2008): 920-925.
23. Amouzeh N., Moeinfar Z., Mousavi Z. "Sustainable Growth Rate and Firm Performance: Evidence From Iran Stock Exchange". *International Journal of Business and Social Science* 23(2) (2011): 249-255.
24. Melnyk O. V. *Kapitalizatsiia pidpriemstv: teoriia ta praktyka*. [Capitalization of enterprises: theory and practice]. Kamianets-Podilskyi: Vydavets Pankova A. S., 2020. [in Ukrainian].
25. Mendrul O. H. *Upravlinnia vartistiu pidpriemstv*. [Enterprise cost management]. K.: KNEU, 2002. [in Ukrainian].
26. Melnyk O.V. *Teoretyko-metodolohichni zasady kapitalizatsii promyslovykh pidpriemstv*. [Theoretical and methodological principles of capitalization of industrial enterprises]. Avtoref. Dys ... d-ra ekon. Nauk : 08.00.04 Kyiv, 2020. [in Ukrainian].
27. Rappaport A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press, 1997. 224 p.
28. Mendrul O. H. *Upravlinnia vartistiu pidpriemstva*. [Enterprise cost management]. K.: KNEU, 2011. [in Ukrainian].

ECONOMIC GROWTH OF THE ENTERPRISE: MODERN MODELS AND EVALUATION EXPERIENCE

Yevhen V. Smyrnov

PhD (Economics), Associate Professor,
SHEI «Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman» (Ukraine)
ORCID 0000-0002-4869-182X

Yevhen Y. Smyrnov

PhD (Economics), Associate Professor,
SHEI «Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman» (Ukraine)
ORCID 0000-0002-9871-5981

Abstract. The aim of the study is the development of theoretical foundations and substantiation of methodological approaches to the definition, evaluation and organizational support of the economic growth of enterprises.

The object of research of the article is the processes of enterprise development in the conditions of the post-industrial economy.

The subject of the article is theoretical institutions, methodological approaches and applied aspects of evaluating the economic growth of an enterprise.

The methodological basis of the study was formed on the basis of a set of general scientific and special principles and methods of scientific knowledge. The scientific results of the article were obtained using the following research methods: analysis and synthesis — to clarify the content of interrelated categories of economic growth of the enterprise; comparison, systematization, generalization, formalization — to determine the concepts of economic growth of the enterprise, development of a methodical approach to its assessment based on the criterion of the quality of capital and appropriate organizational support, financial-economic and VBM analysis - to assess the quality of financial results of capital formation in an enterprises.

The article presents the results of a critical analysis of scientific approaches to the assessment of economic growth and features of the concepts and models of organizational growth of mechanistic and organic directions of research are determined. The typology of theoretical approaches to the study of organizational growth in terms of actualization has been improved and emphasis of a value-oriented approach as an independent direction of research, which reveals the content of organizational growth based on organic combination of axiological (management direction) and praxeological (capital direction) aspects of value.

In the article, the authors justified the feasibility of using the quality of capital as a criterion for identifying and evaluating the economic growth of an enterprise on the basis of a generalization and study of analytical models for assessing the economic growth of an enterprise and evaluating the economic growth of the enterprise, which allows taking into account the resource-result meaningful nature of economic growth, as well as its qualitative characteristics. Resource aspects of quality are proposed to be define in the aspects of noospheric and functional capacity of capital on the basis of which the possibilities and ways of using the company's resources are determined. It has been shown that the results of capital formation in terms of economic value, taking into account the interests of not only financial, but also non-financial stakeholders of the enterprise.

Keywords: development; digital economy; efficiency; value; assets; investment; modeling; information and financial support.