

УДК 336.761

DOI: 10.32342/2074-5362-2023-1-34-7

**З.С. ПЕСТОВСЬКА,**

*кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри  
інноваційного менеджменту та фінансової аналітики  
Університету імені Альфреда Нобеля, м. Дніпро (Україна)  
<https://orcid.org/0000-0001-9536-8008>*

## **ВІДСУТНІСТЬ ФОНДОВОГО РИНКУ: ЧИ Є АЛЬТЕРНАТИВА EVA, EPS, P/E**

У статті доведено, що актуальною є необхідність визначення показників ефективності компанії та удосконалення методів визначення капіталізації і прибутковості, для чого замало даних бухгалтерського обліку, де ігноруються витрати на отримання капіталу, вплив змін облікової політики, можливість маніпуляції даними. Розглянуто сутність і призначення показників EVA, EPS, P/E, щоб запропонувати шляхи їх модифікації чи заміни в умовах відсутності фондового ринку. Доведено, що показник ринкова капіталізація неможливо використовувати для неакціонерних товариств; а головна проблема визначення EVA в умовах відсутності фондового ринку – визначення вартості власного капіталу, тому запропоновано обирати один з класичних підходів до оцінки вартості капіталу (витратний, доходний, ринковий). Також запропоновано для стратегічного управління обрати показник NPV, адже максимізація NPV, навіть за від'ємних значень EVA, часом є пріоритетнішим завданням, ніж максимізація EVA. З'ясовано, що використання NPV має ту саму проблему, що й EVA, - вибір ставки дисконтування, тому запропоновано інші способи розрахунку вартості власного капіталу: модель оцінки капітальних активів (CAPM); проценти за довгостроковими урядовими облігаціями або депозитними вкладками; середня рентабельність у галузі. EPS запропоновано замінити рентабельністю власного капіталу і навіть рентабельністю статутного капіталу. P/E замінити складно, оскільки розрахунок ринкової вартості за таких умов відсутній. Зазначено, що типи підприємств, які зазвичай є публічними та приватними, відрізняються. Незважаючи на те, що на ранніх стадіях вони є малими, технологічні фірми зазвичай стають публічними. Малі компанії зазвичай відчувають більший негативний вплив вищих процентних ставок та інфляції. Підсумовано, що до всіх показників слід ставитися скептично і використовувати їх лише як інструменти, а не як драйвери, і під час цілісної оцінки інвестицій слід враховувати також інші фактори: дивіденди, прогнозовані майбутні прибутки, корпоративну культуру, соціальну відповідальність компанії.

**Ключові слова:** *ринкова капіталізація, біржа, економічна додана вартість (EVA), середньозважена вартість капіталу (WACC), імпульс економічної доданої вартості (EVA Momentum, EVAM), чистий прибуток на акцію (EPS), відношення ринкової вартості акції до чистого прибутку на акцію (P/E), чиста теперішня вартість (NPV)*

The article proves that there is an urgent need to determine the key performance indicators of the company and to improve the methods of determining capitalization and profitability, for which accounting data is insufficient, because it ignores the costs of capital obtaining, the impact of changes in accounting policies, and the possibility of data manipulation. It was determined that in countries with a developed stock market, the performance of public companies is most

often predicted through their share prices, return on assets (ROA), return on equity (ROE), earnings per share (EPS), return on invested capital (ROIC), return on investment (ROI), Economic Value Added (EVA), Economic Value Added Momentum (EVAM). It was found that Ukraine is a unique example of the disappearance in recent years of a stock market created from scratch in the 1990s; the causes of the problems hindering the development of the stock market of Ukraine are outlined.

The essence and purpose of EVA, EPS, P/E indicators are considered in order to propose ways of their modification or replacement in the absence of a stock market. It has been proven that the market capitalization indicator cannot be used for non-joint-stock companies; and the main problem of determining EVA for a non-joint-stock company or in the absence of a stock market is determining the value of equity capital. Under such conditions, it is proposed to choose one of the classic approaches to the assessment of the value of capital - expense (Method of net assets, Method of probability of liquidation), income (Method of discounted dividends, Method of discounted cash flows), market (Method of multipliers, Method of deals, Method of industry ratios). It is also suggested to choose the Net Present Value (NPV) indicator for strategic management, because NPV maximization, even with negative EVA values, is sometimes a higher priority task than EVA maximization. But using NPV has the same problem as EVA using, it is choosing a discount rate. Various methods of calculating the value of equity capital are proposed: the capital asset valuation model (CARM); subjective assessment: interest on long-term government bonds or deposits; average profitability in the industry. Earnings per share (EPS) can be replaced by return on equity and even return on equity. With the ratio of the market value of the share to the net earnings per share (P/E), it is much more difficult, because the calculation of the market value under such conditions is not available.

It is noted that the types of enterprises, which are usually public and private, differ. For example, despite being small in their early stages, technology firms typically go public. Smaller companies tend to experience a greater negative impact from higher interest rates and inflation.

It is concluded that all indicators should be treated with skepticism and used only as tools, not as drivers, and other factors should also be taken into account during the holistic assessment of investments: dividends, projected future profits, corporate culture, social responsibility of the company.

**Keywords:** market capitalization, stock market, economic value added (EVA), weighted average cost of capital (WACC), EVA Momentum (EVAM), earnings per share (EPS), price to earnings ratio (P/E), net present value (NPV)

**Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.** Показники ефективності відіграють важливу роль у створенні цінності для організацій. Однак для керівництва є складним завданням вибрати відповідний показник ефективності, який точно вимірює продуктивність організації за конкретний період часу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми, і на які спирається автор.** У світовій фінансовій науці й практиці можна знайти чимало робіт, як класичних, так і новаторських, які присвячені питанням визначення ринкової капіталізації компаній, фактичної прибутковості фірм, вартості капіталу, доходу на акцію для акціонерів з метою запозичення, злиття, придбання, наприклад, таких авторів: Алшехаден А., Бабій О.М., Банхам Р., Бехера С., Дімсон Е., Ліндман С., Маїнуддіна Р., Омнея А., Расул Н., Селіванова К.В., Стюарт Б., Третьякова О.В., Чемберс Д., Шишков С.Є. та ін.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття.** Майже до початку ХХІ століття для визначення показників ефективності і прибутковості компаній застосовувалися лише дані бухгалтерського обліку. Але цього виявилось замало, оскільки ігнорувалися витрати на отримання капіталу, вплив змін облікової політики, можливість маніпуляції даними та зловживань. Постала необхідність визначити ключові показники ефективності компанії та удосконалити методи визначення капіталізації і прибутковості.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Метою даної роботи є пошук альтернатив класичним показникам фондового ринку для визначення привабливості емітентів акцій. Дана мета зумовила постановку таких завдань: надання характеристики класичним показникам фондового ринку (ринкова капіталізація, EVA, EPS, P/E та ін.), розгляд їх переваг та недоліків задля пошуку альтернативних показників, формулювання пропозицій щодо оцінки привабливості емітентів в умовах відсутності (нерозвиненості) фондового ринку або оцінки бізнесу неакціонерних товариств.

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** У країнах, де є розвинений фондовий ринок, ефективність публічних компаній найчастіше прогнозується через ціни їхніх акцій. Також для оцінки фінансового стану компаній використовується низка показників: рентабельність активів (ROA), рентабельність капіталу (ROE), прибуток на акцію (EPS), рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), рентабельність інвестицій (ROI), економічна додана вартість (EVA), імпульс економічної доданої вартості (EVAM) [1].

Ринкова капіталізація визначається як добуток кількості акцій товариства на їхню ринкову ціну. Це абсолютний показник, отже, за ним неможливо порівнювати різні компанії. Практично він характеризує вартість, яку могли б отримати власники товариства, якщо б продали свої корпоративні права на товариство, або, інакше кажучи, характеризує ринкову вартість акціонерного капіталу. Використання показника ринкової капіталізації можливе лише для акціонерних товариств, акції яких котируються на біржі, і обороти за якими є систематичними та значними. Це робить неможливим використання такого показника для підприємств інших організаційно-правових форм та для акціонерних товариств, не представлених на біржі.

Тут на допомогу може прийти показник EVA, який показує прибутки, які можна отримати, інвестуючи в певну компанію, а також максимізує багатство акціонера, впливаючи на прибутковість акцій. Якщо EVA компанії зростає, вона має прогресувати в певній комбінації [2]:

- ефективна робота: коли компанія скорочує витрати або встановлює вищі ціни, тобто коли вона знаходить способи збільшити прибуток без залучення капіталу, її EVA збільшується;

- ефективне управління активами: EVA виходить далеко за рамки оптимізації прибутків і збитків, оскільки це єдиний показник ефективності прибутку, який збільшується, коли балансові активи зменшуються. Коли менеджери прискорюють оборот активів і оптимізують ланцюжок постачання, вони вивільняють дорогий капітал і додають EVA, а коли

менеджери неправильно розподіляють капітал і не можуть покрити поточні витрати, EVA зменшується, тобто є вбудована дисципліна для відповідального інвестування капіталу.

Використання EVA, сформульованої з припущенням постійного нормального ринкового прибутку, не завжди є доречним, тому доцільно застосовувати змінні у часі дисконтні ставки [3]. EVA також підтримує чесність працівників. У короткостроковій перспективі для досягнення найкращих показників і забезпечення найвищого бонусу менеджери можуть підвищити ціни на продукт, щоб покращити норму прибутку, або можуть зменшити витрати, які будуть важливими для організації в довгостроковій перспективі, наприклад, дослідження та розробки. Маючи певні переваги, показник EVA також зіткнувся з обмеженням використання через свої абсолютні грошові показники, які не враховують розміри компаній [4].

Є багато країн, де фондові ринки не надто потужні або дуже нестабільні, і тому тут майже неможливо використовувати показники EPS та P/E.

Обсяги українського фондового ринку у світовому масштабі залишаються незначними. Сумарно за 2020 р. обсяг торгів цінними паперами склав близько 282,6 млрд грн (10 млрд дол. США). Для порівняння, обсяг торгів на Варшавській фондовій біржі щорічно складає більше 340 млрд дол. США, а на Нью-Йоркській фондовій біржі щодня торгується паперів на суму близько 54 млрд дол. США [5]. Фондовий ринок України має безліч проблем, які гальмують його розвиток [6]:

– необґрунтованість, несвоєчасність інформації про діяльність учасників фондового ринку;

– недостатнє законодавче регулювання;

– низька ліквідність;

– скорочення мережі фондових бірж;

– досить низький рівень капіталізації;

– економічна та політична нестабільність в країні;

– недостатній рівень фінансової грамотності населення;

– наявність тіньової економіки;

– обмежена кількість ліквідних та інвестиційно привабливих фінансових інструментів.

Україна являє собою унікальний приклад, де створений з нуля на початку 1990-х років ринок акцій, зокрема біржовий сегмент, в останні роки практично зник. Обіг акцій здійснюється майже винятково поза біржами; частка акцій у загальній структурі біржових торгів в останні роки становила менше ніж 1%. Причини цього такі [7]:

– багаторічна неспроможність держави (в особі регулятора – НКЦПФР) захистити економічні інтереси міноритарних акціонерів;

– відсутність сформованого середовища інституційних інвесторів;

– надмірна кількість АТ, створених під час приватизації без будь-якої інвестиційної мети;

– тотальна відірваність об'єктивних економічних процесів від їх інституційного оформлення в законодавстві;

– регуляторна дисфункція – НКЦПФР фактично заохочувала побудову фантомного ринку, принципово відірваного на всіх рівнях від економічного змісту інвестування.

Розглянемо більш детально сутність і призначення показників EVA, EPS, P/E, для того щоб зрозуміти, як їх можна модифікувати чи замінити в умовах відсутності фондового ринку.

Економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA) є показником фінансової ефективності фірми. Основна ідея EVA полягає в тому, щоб перетворити обліковий прибуток, зафіксований у фінансовій звітності, на економічний прибуток шляхом вирахування з нього вартості капіталу. EVA - це різниця між чистим операційним прибутком після оподаткування (NOPAT) і середньозваженою вартістю капіталу (WACC). Концепція EVA часто використовується як ідентифікатор заохочень і винагород менеджерів [8].

EVA є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна його величина свідчить про збільшення вартості компанії, а від'ємна - про її зниження. Збільшення вартості бізнесу можливо [9, с. 21-22]:

- за рахунок збільшення доходу від реалізації та зменшення витрат;
- за рахунок вкладення коштів в інвестиційні проекти, рентабельність яких перевищує витрати на капітал, залучений у реалізацію такого проекту;
- шляхом підвищення ефективності управління активами;
- шляхом управління структурою капіталу.

$$EVA = NOPAT - (\text{Інвестований капітал} * WACC), \quad (1)$$

де NOPAT - Net Operating Profit after Tax, Чистий операційний прибуток після податків,

WACC - Weighted average cost of capital, Середньозважена вартість капіталу.

Інвестований капітал - це сума простих та привілейованих акцій за їх номінальною (оголошеною) вартістю, а також додатково вкладений капітал (сума, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їхню номінальну вартість).

Вартість капіталу визначає рівень витрат підприємства щодо залучення власного або позикового капіталу, а також визначає рівень доходу кредиторів, які надали позики підприємству, чи акціонерів, які вклали кошти в акції цього підприємства. Необхідна норма рентабельності власного капіталу змінюється залежно від апетиту інвесторів до ризику.

В свою чергу:

$$WACC = \sum(We * Re) + (1 - T) * \sum(Wd * Rd), \quad (2)$$

де We - частка власного капіталу у загальному капіталі компанії,

Wd - частка позикового капіталу,

Re - вартість власного капіталу,

Rd - процентна ставка позикового капіталу,

T – податок на прибуток.

$$NOPAT = EBIT * (1 - T), \quad (3)$$

де T - ставка податку на прибуток,

ЕВІТ – Earnings Before Interest and Taxes, Прибуток до врахування витрат на податок на прибуток та процентних витрат  

$$\text{ЕВІТ} = \text{Чистий прибуток} + \text{Відсоткові витрати} -$$

$$- \text{Відсотковий дохід} + \text{Податок на прибуток} \quad (4)$$

Розмір ЕВІТ має велике значення, оскільки він генерує ресурси, які використовує підприємство для сплати відсотків і податків, виплати дивідендів і погашення кредитів.

Отже, вартість компанії зростатиме, якщо рентабельність інвестованого капіталу (ЕВІТ) перевищує WACC. Абсолютне значення EVA залежатиме як від цього перевищення, так і від суми інвестованого капіталу.

При використанні EVA, як було зазначено вище, виправляються спотворення бухгалтерського обліку за різними стандартами. Наприклад, вимога відносити витрати на дослідження та розробки (НДДКР) одразу на витрати, а не на витрати майбутніх періодів. Те саме відбувається і з витратами на рекламу та просування для відкриття бізнесу чи створення бренду. EVA збільшується лише в тому випадку, якщо вигоди, з точки зору оптимізації витрат і переправлення капіталу, перевищують вартість будь-якого нового капіталу, інвестованого в реструктуризацію. Інші приклади: облік орендованих активів так, ніби вони належать компанії, усунення викривлення вартості вибуття, визнання вартості відстрочених податків [2].

Імпульс економічної доданої вартості (EVA Momentum, EVAM) – це зміна економічного прибутку порівняно з продажами за попередній період, інструмент вимірювання економічного прибутку, який є нейтральним до ситуації та розміру. EVA Momentum бере минулий EVA і перетворює його на співвідношення - зміна EVA, поділена на продажі за попередній період. Це співвідношення є темпом зростання EVA, масштабованого до продажів. EVA Momentum - це єдине співвідношення продуктивності, де більше завжди краще, ніж менше [10].

$$\text{EVAM} = (\text{EVA}_1 - \text{EVA}_0) / \text{Sales}_0 \quad (5)$$

Основний принцип EVA: вартість капіталу не повинна ігноруватися, а має залишатися в центрі уваги інвесторів. EVA дає аналітикам та всім іншим можливість скептично дивитися на звіти та прогнози EPS.

Для компанії в умовах розвиненого фондового ринку важливим є підтримання певного рівня Чистого прибутку на акцію (EPS) та нарощування показника Відношення ринкової вартості акції до чистого прибутку на акцію (P/E) – індикатора сприйняття ринком перспектив розвитку компанії.

Ключова відмінність між EPS і P/E полягає в тому, що EPS є показником прибутковості компанії, тоді як коефіцієнт P/E є показником оцінки акцій. Інвестори та аналітики вважають прибуток на акцію важливим показником для оцінки акцій компанії. EPS надає інформацію про прибутковість компанії та є ключовим фактором у визначенні ціни акцій. Коефіцієнт P/E часто використовується для порівняння різних акцій або для порівняння акцій компанії з аналогами. Співвідношення P/E також можна використовувати, щоб оцінити, недооцінена чи переоцінена акція [11].

Співвідношення ціни до прибутку (P/E) зазвичай використовується як відносна міра оцінки між компаніями в одній галузі, також може бути корисним порівняти співвідношення P/E для конкретної компанії або індексу з часом. Інвестори та аналітики уважно стежать за коефіцієнтом P/E за індексом Standard and Poor's 500 (S&P 500), оскільки вважається, що він дає дані про температуру загального фондового ринку [12]. Високий коефіцієнт P/E може вказувати на те, що ціна акції є високою відносно її прибутку, і потенційно означає, що акція переоцінена, і навпаки. Щоб дізнатися поточну ціну акцій компанії, треба ввести її тикер (коротка назва біржових інструментів) на будь-якому фінансовому веб-сайті.

Не варто використовувати співвідношення ціни акцій P/E ізольовано (його завжди слід порівнювати з аналогами в галузі чи ринку). Часто є необхідним подальше дослідження компанії, бо може виявитися, що вона щойно втратила великий контракт, або призначила генерального директора з хорошою репутацією за скорочення витрат [13].

P/E (Price-Earnings Ratio, Співвідношення ціни та прибутку) показує, скільки інвестори готові заплатити за прибуток компанії:

$$\begin{aligned} \text{P/E (Price-Earnings Ratio, Співвідношення ціни та прибутку)} &= \\ &= \text{ціна за акцію} / \text{прибуток на акцію} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{EPS (Earnings per share, Прибуток на акцію)} &= \\ &= \text{чистий прибуток - дивіденди за привілейованими акціями} / \\ &\quad / \text{середня кількість акцій в обігу} \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{Поточний коефіцієнт P/E (Current P/E ratio)} &= \text{Ринкова ціна на акцію} / \\ &\quad / \text{Прибуток на акцію за останній фінансовий рік} \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{Остаточний коефіцієнт P/E (Trailing P/E ratio)} &= \text{Ринкова ціна за акцію} / \\ &\quad / \text{Останні чотири чверті прибутку на акцію} \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \text{Форвардний коефіцієнт P/E (Forward P/E ratio)} &= \text{ринкова ціна на акцію} / \\ &\quad / \text{Очікуваний прибуток на акцію в наступному році} \end{aligned} \quad (10)$$

Trailing P/E є найвикористовуванішою формулою, оскільки вона є найбільш об'єктивною. Форвардний P/E завжди базується на обґрунтованому припущенні. Однак показники компанії в минулому не завжди співвідносяться з тим, як вона буде працювати в майбутньому, тому з цієї причини деякі інвестори вважають за краще дивитися на прогнозний P/E [13]. Хоча співвідношення P/E є одним із найпопулярніших способів оцінки акцій, це не єдиний показник, який інвесторам слід враховувати. Наприклад, деякі акції можуть мати низькі співвідношення P/E, оскільки вони мають низький потенціал зростання. Високе співвідношення P/E не завжди є поганим, особливо високий остаточний P/E, можливо, компанія готова до зростання - це може не відобразитися на кінцевому P/E, але може бути очевидним на прогнозному P/E [13].

Коефіцієнт P/E можна отримати з моделі дисконтованого грошового потоку, де вартість власного капіталу (Value of Equity,  $P_0$ ) визначається як:

$$P_0 = \text{DPS}_1 / (k_c - g_n), \quad (11)$$

де  $\text{DPS}_1$  - очікувані дивіденди в наступному році,

$k_c$  - вартість власного капіталу,

$g_n$  - очікуваний стабільний темп зростання.

Розділивши обидві частини рівняння на прибуток, отримаємо P/E:

$$P_0 / \text{EPS}_0 = P/E = \text{Payout ratio} * (1 - g_n) / (k_c - g_n), \quad (12)$$

де  $\text{EPS}_0$  - прибуток на акцію,

Payout ratio, коефіцієнт виплати - річний дивіденд на акцію, поділений на прибуток на акцію.

Коефіцієнт P/E визначається коефіцієнтом виплат, ризиком і очікуваним темпом зростання прибутку [14].

В оцінюванні очікуваної дохідності є два поширені підходи. Перший передбачає розрахунок очікуваної реальної дохідності на основі оберненої величини до коефіцієнта Шиллера P/E (E/P, дохідність за прибутками на основі чистих прибутків за минуле десятиліття). Другий ґрунтується на моделі дисконтування дивідендів (dividend discount model, DDM): сума дивідендної дохідності та тренду зростання дивідендів на акцію (dividends-per-share, DPS) або чистого прибутку на акцію (earnings-per-share, EPS) у реальному вимірі, де автор для спрощення застосовує константу 1,5 % в якості емпіричної оцінки довгострокових темпів зростання DPS чи EPS у реальному вимірі. Концептуально модель DDM включає третю складову, окрім дохідності й темпів зростання: очікувані зміни в ринковому оцінюванні вартості активів у цілому. Припустимо, що цей термін є нульовим, або іншими словами, якщо сьогодні ринок виглядає переоціненим, то така завищена оцінка для всіх активів може зберігатись у майбутньому [15, с. 47-48].

Якщо узагальнити формули (1) – (4) у термінах української фінансової звітності, формула EVA виглядатиме так:

$$\begin{aligned} \text{EVA} = & (\text{Чистий прибуток} + \text{Фінансові витрати} - \text{Фінансові доходи} + \\ & \text{Податок на прибуток}) * (1 - \text{ставка податку на прибуток}) - \\ & (\text{Статутний капітал} * (\text{вартість власного капіталу} * \\ & \text{частка власного капіталу} + (1 - \text{ставка податку на прибуток}) * \\ & \text{вартість позикового капіталу} * \text{частка позикового капіталу}) \end{aligned} \quad (13)$$

У фінансовій звітності (форми 1, 2, 5) ми можемо знайти всі показники, крім вартості власного капіталу.

EVA є позитивним, коли компанія отримує прибуток на капітал, що перевищує вартість капіталу. Отже, головна проблема визначення EVA для неакціонерного товариства або в умовах відсутності фондового ринку – визначення вартості власного капіталу. В умовах відсутності фондового ринку для розрахунку WACC можна вибрати один з класичних підходів



та методів оцінки вартості капіталу – витратного (Метод чистих активів, Метод імовірності ліквідації), доходного (Метод дисконтованих дивідендів, Метод дисконтованих грошових потоків), ринкового (Метод мультиплікаторів, Метод угод, Метод галузевих співвідношень). Доходний базується на прогнозі, скільки підприємство згенерує економічних вигід в майбутньому, що дисконтується на відповідні очікування ризикованості бізнесу. Ринковий має в основі ціну, яку інвестори готові заплатити за схожі підприємства.

Можливо, кориснішим для стратегічного управління буде застосування показника Чиста теперішня вартість (NPV, Net Present Value), адже максимізація NPV, навіть за умови від'ємних значень EVA, в певні моменти часу є пріоритетнішим завданням, ніж максимізація EVA. Проте, використання NPV має майже ту саму проблему, що й EVA, - вибір ставки дисконтування. Це питання досі не знайшло однозначної відповіді.

Можливі способи розрахунку вартості власного капіталу:

- модель оцінки капітальних активів (CAPM), за якої слід скористатися інформацією щодо значення  $\beta$ -коефіцієнта, безризикової процентної ставки та середньої доходності на ринку, що породжує нові проблеми через відсутність  $\beta$ -коефіцієнта та однозначної безризикової процентної ставки;

- суб'єктивна оцінка: проценти за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками плюс надбавка за специфічні ризики, характерні для даного виду діяльності;

- середня рентабельність у галузі, проте, насправді, це не те саме, що ціна, за яку інвестори зголосяться вкладати кошти в підприємство: рентабельність має в основі балансову вартість власного капіталу, а ціна залучення - ринкову оцінку вартості капіталу підприємства та його доходів.

В такій ситуації можна використовувати ставки доходу за довгостроковими урядовими облігаціями, які зазвичай характеризуються низьким ризиком дефолту і високим ступенем ліквідності, а також враховують довгостроковий вплив інфляції. Вони, на відміну від короткострокових, дають можливість зіставлення з інвестиціями у власний капітал підприємства (інвестиційного проекту) на тривалий проміжок часу.

Важливими визначальними факторами нестабільності прибутку на ринку є: індекс промислової продукції, індекс цін виробників, рівень безробіття та загальний фонд оплати праці в несільськогосподарському секторі; доцільніше використовувати кілька одноперіодних ставок як коефіцієнти дисконтування, а не одну ставку [3].

Щодо суб'єктивної оцінки при визначенні вартості капіталу, то слід звернути увагу на таке:

- чим займається підприємство, яку нішу займає, які в нього досягнення, які прогнози щодо попиту на його продукції, чи є конкуренти;

- хто власники, партнери, клієнти, інвестори, кредитори підприємства;

- динаміка доходу від реалізації та чистого прибутку;

- причини збитків, чи не були це марні витрати на розробку, модернізацію продукту чи збільшення обсягу виробництва;

- наявність грошових коштів на поточному рахунку, платоспроможність.

Вартість залученого капіталу в більшості випадків береться як вартість кредитів комерційному сектору економіки.

У якості показника вартості інвестицій можна використовувати EBITDA – прибуток до вирахування зносу та амортизації, тому що він усуває вплив амортизації та податків, і на нього не впливають показники левериджу [2], хоча він має не дуже тісний зв'язок з ринковою вартістю.

EVA фактично є прямою протилежністю EBITDA, тому що він вимірюється після сплати податків, після відрахування амортизації як заміника грошових коштів, необхідних для поповнення необоротних активів, і після гарантії, що всі інвестори, кредитори та акціонери в однаковій мірі отримують винагороду.

Звісно, такий варіант не є оптимальною заміною, оскільки EBITDA має свої недоліки:

- не заохочує до дисципліни щодо залучення або інвестування капіталу;
- ігнорує цінність управління активами та прискорення обертання активів, що призводить до вивільнення зайвого капіталу.
- занижує цінність аутсорсингу, тому що ігнорує переваги продажу пов'язаних активів і вивільнення капіталу;
- надає перевагу продуктам і послугам з вищою рентабельністю, незалежно від використаного додаткового капіталу;
- не враховує податкову оптимізацію.

Можна скоригувати вплив цих недоліків за допомогою аналізу оборотності оборотного капіталу, співвідношення капітальних витрат і продажів, рентабельності капіталу, що, звісно, ускладнить розрахунки.

Неакціонерні компанії, які, як правило, менші та мають менший доступ до ліквідного капіталу, повинні бути впевнені, що зможуть фінансувати зростання консервативно, для чого встановлюють вартість капіталу в EVA на 1-2 в.п. вище, ніж для аналогічного акціонерного товариства [10].

У пошуках можливостей заміни показників EPS та P/E в умовах відсутності фондового ринку можна відштовхуватися від існуючих обмежень щодо їх використання:

- EPS не враховує кількість акцій в обігу і не враховує борг компанії;
- P/E не враховує борг компанії і базується на історичних даних.

Чистий прибуток на акцію (EPS) можна замінити рентабельністю власного капіталу і навіть рентабельністю статутного капіталу.

З показником Відношення ринкової вартості акції до чистого прибутку на акцію (P/E) набагато складніше, оскільки розрахунок ринкової вартості за таких умов відсутній.

Для неакціонерних компаній інвестори і аналітики розраховують варіант співвідношення P/E, який називається Price/EBITDA - Відношення ціни продажу (бізнесу) до прибутку до сплати відсотків і податків (Ціна / EBITDA). Хоча формула дещо відрізняється, співвідношення P/E і співвідношення Price/EBITDA повинні відповідати тим самим тенденціям [12]. Одним із найкращих ресурсів даних про співвідношення Ціна/EBITDA для приватних компаній є індекс вартості DealStats, який публікується Business Valuation Resources [16].

Одним із можливих пояснень нинішнього заниження середнього співвідношення Ціна/ЕВІТДА для неакціонерних компаній є збільшення премії за розмір, тобто, тенденції великих компаній торгувати дорожче через те, що вони сприймаються менш ризикованими та мають більший доступ до капіталу. До того ж, типи підприємств, які зазвичай є публічними та приватними, відрізняються. Наприклад, незважаючи на те, що на ранніх стадіях вони є малими, технологічні фірми зазвичай стають публічними. Малі компанії зазвичай відчувають більший негативний вплив вищих процентних ставок та інфляції [12].

**Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку.** Підводячи підсумки, треба зазначити, що до всіх показників слід ставитися скептично і використовувати їх лише як інструменти, а не як драйвери. EVA не враховує змінні, що сприяють довгостроковому успіху компанії, - залученість співробітників і лояльність клієнтів. Усі наведені показники дають інвесторам цінну інформацію про акції та дозволяють їм робити корисні порівняння між компаніями. Однак під час цілісної оцінки інвестицій важливо враховувати й інші фактори: дивіденди, прогнозовані майбутні прибутки, корпоративну культуру, соціальну відповідальність компанії, що може стати метою наступних досліджень.

#### *Список використаної літератури*

1. Maenuddina R. B., Hussain A., Hafeez M., Khan M., Wahi N. Economic Value Added Momentum & Traditional Profitability Measures (ROA, ROE & ROCE): A Comparative Study. *TEST-Engineering Management*, 2020, 83, 13762-13774. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://www.openaccessjournal.com/abstract/64>
2. Stewart V. EVA, Not EBITDA: A Better Measure of Investment Value. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://corp.gov.law.harvard.edu/2019/06/11/eva-not-ebitda-a-better-measure-of-investment-value/>
3. Behera S. Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return? *Financial Innovation*, 2020, V. 6. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0167-8>
4. Rasool N., Ullah S., Hussain M.M., Usman, M. Role of Value Added and Conventional Accounting Measures in Stimulating Stock Market Returns: A Study of Non-Financial Sector Listed at Pakistan Stock Exchange. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 2021, 7(1), 217-23 DOI:10.26710/jafee.v7i1.1599
5. Третякова О.В., Харабара В.М., Грешко Р.І. Фондовий ринок України: особливості функціонування в сучасних умовах. *Економіка та держава*. 2020. № 5. С. 103–107. Електронний ресурс. Режим доступу: [http://www.economy.in.ua/pdf/5\\_2020/20.pdf](http://www.economy.in.ua/pdf/5_2020/20.pdf)
6. Селіванова К.В., Ключко Л.А. Фондовий ринок в Україні: проблеми та основні напрями їх вирішення. *Молодий вчений*, 2020. № 4. - С. 352–355. Електронний ресурс. Режим доступу: <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2020/4/73.pdf>

7. Шишков С.Є., директор ПрАТФБ “Перспектива”, Дисфункціональність ринку акцій в Україні: фактор ваучерної приватизації. Український соціум, 2021, № 3 (78) / <https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107>
8. Omneya A.-K., Ashraf S., Eldin B.B. Is Economic Value Added Momentum (EVA Momentum) a Better Performance Measurement Tool? Evidence from Egyptian Listed Firms. American Journal of Industrial and Business Management, 2021? 11, 297-319. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2021.1113019>
9. Бабій О.М., Малишко В.С., Пудичева Г.О. Управління вартістю підприємства: Навчальний посібник. – Одеса: ОНЕУ, 2016. – 207 с.
10. Vanham R. EVA and the Private Company, 2021. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://chiefexecutive.net/eva-and-the-private-company/>
11. Earnings Per Share vs Price-Earnings Ratio: What’s the Difference? Електронний ресурс. Режим доступу: <https://www.causal.app/whats-the-difference/earnings-per-share-vs-price-earnings-ratio>
12. Lindman C. Trends in Price to Earnings Ratios for Public and Private Companies, 2022. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://www.shenehon.com/trends-in-price-to-earnings-ratios-for-public-and-private-companies/>
13. What is P/E ratio and what is EPS? What do these ratios indicate? Електронний ресурс. Режим доступу: <https://www.dspim.com/learn/articles/mutual-fund-advanced/what-is-pe-ratio-and-what-is-eps-what-do-these-ratios-indicate>
14. Alshehadeh A.R., Elrefae, G., Injadat, E. Influence of traditional performance indicators on economic added value: Evidence from insurance companies. Corporate Governance and Organizational Behavior Review, 2022,6(4), 18-27. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://doi.org/10.22495/cgobrv6i4p2>
15. Історія фінансових ринків. Від класиків - сучасникам / за ред. Девіда Чемберса та Елроя Дімсона; пер. з англ. - Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2020. - 308 с.
16. Valuation Topics. Електронний ресурс. Режим доступу: <https://www.bvresources.com/valuation-topics>.

### References

1. Maenuddina R. B., Hussain A., Hafeez M., Khan M., Wahi N. (2020) *Economic Value Added Momentum & Traditional Profitability Measures (ROA, ROE & ROCE): A Comparative Study*. TEST-Engineering Management, 83, 13762-13774. Available at: <https://www.openaccessjournal.com/abstract/64> (Accessed 11 February 2023)
2. Stewart B. (2019) *EVA, Not EBITDA: A Better Measure of Investment Value*. Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/11/eva-not-ebitda-a-better-measure-of-investment-value/> (Accessed 12 February 2023)
3. Behera S. (2020) *Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return?* Financial Innovation, V. 6. Available at: <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0167-8> (Accessed 15 February 2023)
4. Rasool N., Ullah S., Hussain M.M., Usman, M. (2021) *Role of Value Added and Conventional Accounting Measures in Stimulating Stock Market Returns:*

*A Study of Non-Financial Sector Listed at Pakistan Stock Exchange*. Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies, 7(1), 217-23 DOI:10.26710/jafee.v7i1.1599 (Accessed 15 February 2023)

5. Tretyakova O.V., Kharabara V.M., Hreshko R.I. (2020) *Fondovyy rynek Ukrainy: osoblyvosti funktsionuvannya v suchasnykh umovakh* [The stock market of Ukraine: features of functioning in modern conditions]. *Ekonomika ta derzhava* [Economy and the state], № 5, pp. 103–107. Available at: [http://www.economy.in.ua/pdf/5\\_2020/20.pdf](http://www.economy.in.ua/pdf/5_2020/20.pdf) (Accessed 16 February 2023)

6. Selivanova K.V., Klyusko L.A. (2020) *Fondovyy rynek v Ukraini: problemy ta osnovni napryamy yikh vyrishennya* [The stock market in Ukraine: problems and main areas of their solution]. *Molodyy vcheny* [Young scientist], № 4, pp. 352–355. Available at: <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2020/4/73.pdf> (Accessed 17 February 2023)

7. Shyshkov S.Ye. (2021) *Dysfunktsional'nist' rynku aktsiy v Ukraini: faktor vauchernoyi pryvatyzatsiyi* [Dysfunctionality of the stock market in Ukraine: factor of voucher privatization]. *Ukrayins'kyi sotsium* [Ukrainian society], № 3 (78). <https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107> (Accessed 20 February 2023)

8. Omneya A.-K., Ashraf S., Eldin B.B. (2021) *Is Economic Value Added Momentum (EVA Momentum) a Better Performance Measurement Tool? Evidence from Egyptian Listed Firms*. American Journal of Industrial and Business Management, 11, 297-319. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2021.113019> (Accessed 21 February 2022)

9. Babiy O.M., Malyshko V.S., Pudycheva H.O. (2016) *Upravlinnya vartystyu pidpryyemstva* [Enterprise cost management]. Odesa, ONEU, 207 c.

10. Banham R. (2021) *EVA and the Private Company*. Available at: <https://chiefexecutive.net/eva-and-the-private-company/> (Accessed 15 February 2021)

11. *Earnings Per Share vs Price-Earnings Ratio: What's the Difference?* Available at: <https://www.causal.app/whats-the-difference/earnings-per-share-vs-price-earnings-ratio> (Accessed 24 February 2023)

12. Lindman C. (2022) *Trends in Price to Earnings Ratios for Public and Private Companies*. Available at: <https://www.shenehon.com/trends-in-price-to-earnings-ratios-for-public-and-private-companies/> (Accessed 26 February 2023)

13. *What is P/Ee ratio and what is EPS? What do these ratios indicate?* Available at: <https://www.dspim.com/learn/articles/mutual-fund-advanced/what-is-p-ratio-and-what-is-eps-what-do-these-ratios-indicate> (Accessed 03 March 2023)

14. Alshehadeh A.R., Elrefae, G., Injadat, E. (2022) *Influence of traditional performance indicators on economic added value: Evidence from insurance companies*. Corporate Governance and Organizational Behavior Review, 6(4), 18-27. <https://doi.org/10.22495/cgobrv6i4p2> (Accessed 05 March 2023)

15. Chambers D., Dimson E. (2020) *Istoriya finansovykh rynkiv. Vid klasykiv – suchasnykam* [History of financial markets. From classics to contemporaries]. Lviv, Lviv Polytechnic, 308 p.

16. *Valuation Topics*. Available at: <https://www.bvresources.com/valuation-topics>. (Accessed 06 March 2023)

## ABSENCE OF STOCK MARKET: IS THERE AN ALTERNATIVE TO EVA, EPS, P/E

Zoia S. Pestovska, Alfred Nobel University, Dnipro (Ukraine).

E-mail: at@duan.edu.ua

DOI: 10.32342/2074-5362-2023-1-34-7

**Key words:** market capitalization, stock market, economic value added (EVA), weighted average cost of capital (WACC), EVA Momentum (EVAM), earnings per share (EPS), price to earnings ratio (P/E), net present value (NPV)

The article proves that there is an urgent need to determine the key performance indicators of the company and to improve the methods of determining capitalization and profitability, for which accounting data is insufficient, because it ignores the costs of capital obtaining, the impact of changes in accounting policies, and the possibility of data manipulation. It was determined that in countries with a developed stock market, the performance of public companies is most often predicted through their share prices, return on assets (ROA), return on equity (ROE), earnings per share (EPS), return on invested capital (ROIC), return on investment (ROI), Economic Value Added (EVA), Economic Value Added Momentum (EVAM). It was found that Ukraine is a unique example of the disappearance in recent years of a stock market created from scratch in the 1990s; the causes of the problems hindering the development of the stock market of Ukraine are outlined.

The essence and purpose of EVA, EPS, P/E indicators are considered in order to propose ways of their modification or replacement in the absence of a stock market. It has been proven that the market capitalization indicator cannot be used for non-joint-stock companies; and the main problem of determining EVA for a non-joint-stock company or in the absence of a stock market is determining the value of equity capital. Under such conditions, it is proposed to choose one of the classic approaches to the assessment of the value of capital - expense (Method of net assets, Method of probability of liquidation), income (Method of discounted dividends, Method of discounted cash flows), market (Method of multipliers, Method of deals, Method of industry ratios). It is also suggested to choose the Net Present Value (NPV) indicator for strategic management, because NPV maximization, even with negative EVA values, is sometimes a higher priority task than EVA maximization. But using NPV has the same problem as EVA using, it is choosing a discount rate. Various methods of calculating the value of equity capital are proposed: the capital asset valuation model (CARM); subjective assessment: interest on long-term government bonds or deposits; average profitability in the industry. Earnings per share (EPS) can be replaced by return on equity and even return on equity. With the ratio of the market value of the share to the net earnings per share (P/E), it is much more difficult, because the calculation of the market value under such conditions is not available.

It is noted that the types of enterprises, which are usually public and private, differ. For example, despite being small in their early stages, technology firms typically go public. Smaller companies tend to experience a greater negative impact from higher interest rates and inflation.

It is concluded that all indicators should be treated with skepticism and used only as tools, not as drivers, and other factors should also be taken into account during the holistic assessment of investments: dividends, projected future profits, corporate culture, social responsibility of the company.

*Одержано 10.03.2023.*