

## РИЗИКИ В ОЦІНЦІ БІЗНЕСУ В ЕПОХУ ЦИКЛІЧНОСТІ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИХ КРИЗ

**Коваленко В.В.**, доктор економічних наук, доцент, професор, професор кафедри банківської справи, Одеський національний економічний університет, м. Одеса, Україна

e-mail: kovalenko-6868@ukr.net

ORCID ID: 0000-0003-2783-186X

**Гагауз В.М.**, кандидат економічних наук, Директор департаменту оцінки та заставних операцій ПАТ «Південний», м. Одеса, Україна

e-mail: vitaliy.gagauz@pivdenny.ua

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3876-7771>

***Анотація.** Метою статті є актуалізація методу оцінки бізнесу в умовах кризових явищ в економіці. Дослідження проведено з використанням порівняльного аналізу інструментів оцінки ризиковості ведення бізнесу в умовах циклічності розгортання фінансово-економічних криз, факторного аналізу кризи та чинників її впливу на ведення бізнесу. У статті проведено періодизацію виникнення кризових явищ в Україні та обґрунтовано цикли їх виникнення. Детально розкрито передумови виникнення кризи 2008-го року. Розкрито основні підходи до оцінки бізнесу. Доведено, що у всіх криз, прослідковуються подібні наслідки, що безпосередньо впливають на ведення бізнесу, а саме: досить коротка циклічність 6-10 років, з трендом до ще більшого скорочення; охолодження економіки і ділової активності; зниження купівельної спроможності; девальвація національної валюти; падіння ВВП. Практична значимість даної роботи полягає у доведенні пропозицій авторів до константного висновку, що при формуванні бізнес-плану, cash flow слід планувати за циклічного зниження виторгу та збільшення ризикованості.*

**Ключові слова:** кризи, бізнес, виторг, ризики, циклічність, дисконтування.

## RISKS IN BUSINESS ASSESSMENT IN THE AGE OF CYCLICITY OF FINANCIAL AND ECONOMIC CRISES

**Kovalenko Victoria**, D.Sc. (Economics), Professor, Professor, Department of Banking, Odessa National University of Economics, Ukraine

e-mail: kovalenko-6868@ukr.net

ORCID ID: 0000-0003-2783-186X

**Gagauz Vitaliy**, Candidate of Economic Sciences, Director of the Department of Valuation and Mortgage Operations of PAT «Pivdenny», Odessa, Ukraine

e-mail: vitaliy.gagauz@pivdenny.ua

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3876-7771>

***Abstract.** The purpose of the article is to update the method of assessing business in a crisis in the economy. The purpose of the article determined the list of the following tasks to achieve it: to determine the conditions of crises in the economy; establish directions for managing financial and economic security in the economy through a realistic assessment of business capitalization; identify methods to ensure the veracity of business valuation; to update the methodological apparatus of business evaluation in terms of risk assessment of the discount rate, to propose methodological principles for determining the value of business in the face of crises in the economy. The methods used in the article using a comparative analysis of risk assessment tools for doing business in a cyclical development of financial and economic crises, factor analysis of the crisis and the factors of its impact on doing business. Results of the article. The article periodization was carried out the occurrence of crisis phenomena in Ukraine and substantiates the cycles of their occurrence. The preconditions for the crisis of 2008 are revealed in detail. The main approaches to business evaluation are revealed. It is proved that in all crises, there are similar consequences that directly affect the conduct of business, namely: a fairly short cycle of 6-10 years, with a tendency to even greater reduction; cooling of the economy and business activity; reduction of purchasing power; devaluation of the national currency; falling GDP. The article proves that in the conditions of the new "normality", based on the above analysis, there is an urgent need to unify the risk structure and renew approaches to the construction of cash flows and discount rates within the DCF model.*

*The practical significance of this work is to bring the authors' proposals to the constant conclusion that when forming a business plan, cash flow should be planned with a cyclical decrease in revenue and increase risk..*

**Key words:** crisis, business, revenue, risks, cyclicity, discounting.

**JEL Classification: G 210**

**Постановка проблеми в загальному вигляді.** Світова політико-економічна парадигма за останні десятиріччя стрімко змінюється. У світовому економічному науковому середовищі склалася думка про те, що капіталізм в тому вигляді, в якому він зараз існує, підійшов до своєї інституційної кризи. Цьому підтвердженням є хвилі фінансово-економічних та політичних криз у світі, які набули системного характеру. З огляду на тісну соціально-економічну і політичну інтеграцію України, як самі кризи, так і їх наслідки не обходять країну осторонь.

За роки своєї незалежності, починаючи з 1991 року українська економіка пережила 4 великих кризи – 1998, 2008, 2014 та ось криза 2020 р. Криза, неважливо, чи це зовнішня або внутрішня, завжди відбивається на слабких місцях економіки, оголюючи усі інституційні перекося та соціально-економічні суперечності. Економічна кооперація та інтеграція України у світову економіку призвели до впливу такого чинника як «ефекту метелика», коли помах крил метелика в Бразилії, викликає торнадо в Техасі.

Світова криза 1998 р. розпочалася у Південній та Східній Азії ще в

1997 р. Основний і найближчий, на той час партнер України – Росія, в серпні 1998 р. оголосила дефолт. Україна, тісно співпрацювала з Російською Федерацією, але нашій державі все ж вдалося його уникнути, але криза була все ж таки дуже відчутною.

Другий прецедент «ефекту метелика» відбувся через 10 років. Мова про глобальну світову кризу 2007-2009 рр., на фоні краху ринку іпотечних цінних паперів в Америці. Через низку міжнародних банкрутств криза докотилася і до України, та впершу чергу завдала удару перегрітій банківській системі країни у 2008 р. Далі була криза 2014 р., яка розпочалася як внутрішньополітична, а переросла у військову та економічну, зі ступенем впливу і наслідками далеко за межами України.

Поточний «ефект метелика» – це четверта велика криза в історії України, джерело якої знаходиться далеко за її межами, а наслідки впливу на економіку величезні і їх ще тільки належить підрахувати.

Беручи до уваги систематичні кризи, що відбуваються в Україні, та які впливають на економіку країни і її суб'єктів економічної діяльності, потребує поглибленого вивчення питання оновлення моделей оцінки бізнесу, обліку системних чинників ризику, які безпосередньо впливають на уніфікацію самого підходу до оцінки ризиків, встановлення его реальної вартості в умовах різких змін, що характеризують настання криз в економіці.

Зазначене також набуває підвищеної актуальності в умовах нагальної потреби дотримання принципу адекватності побудови бізнес-моделей, підтримки фінансової стійкості та сталого розвитку як реального, так і фінансового секторів економіки.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій останніх років.** Теоретичні засади аналізу криз в економіці, що циклічно розвивається, закладені у фундаментальних роботах К. Маркса [1], Меркеля А. [2, с. 7], Фішера С. [3], Шумпетера Й. [4]. В цих фундаментальних дослідженнях розглядаються питання методології дослідження кризових явищ, фактори їхнього виникнення, види криз на макро- та мікроекономічних рівнях, підходи до формування державної та внутрішньої організаційної політики виходу з криз.

Проблематика циклічності виникнення криз, зокрема промислових, докладно розкрита у відомій праці М. Туган-Барановського «Періодичні промислові кризи. Історія англійських криз. Загальна теорія криз» (1923 р. [5]). Протягом ХХ ст. виявлено кілька різновидів циклічності розвитку економіки: ультракороткі цикли Дж. Кітчін (3–5 років) [6], короткі цикли К. Жюгляра (8–11 років) [7], Лабруса (10–12 років), гіперцикли Ковалю (8–20 років), С. Кузнеця (18–25 років) [8], довгі хвилі Кондратьєва (більше як 50 років) [9]. Відомою сучасною працею стосовно сутності криз, їх різновидів та прогнозування настання та перебігу є праця Ю.В. Яковця [10].

Сучасна проблематика протікання фінансових та економічних криз досліджується у наукових працях О. Дзюблюка [11], О.Неизвестної [12, с. 23-38], І. Нечаєвої [13], О. Білоруса [14], М. Савченка [15] та багатьох інших.

Слід також звернути увагу на наукові здобутки щодо визначення концептуальних положень державного регулювання системних ризиків, особливо у банківському секторі економіки. Л. Жердецькою були систематизовані концептуальні підходи до регулювання системного ризику банківського сектору економіки [16]. В. Семмлер, у своїй науковій праці, звертає увагу на проблемах не врахування чинників дії системного ризику, що призвело до кризи на фінансових ринках [17].

Проте, достатньо незначна кількість наукових доробків присвячена питанню оцінки бізнесу в епоху циклічності фінансово-економічних криз.

**Відокремлення невіршених раніше частин загальної проблеми.** Подальшого

дослідження потребує питання пошуку ефективних рішень щодо оновлення моделей оцінки бізнесу з урахуванням тенденцій розвитку реального та фінансового секторів економіки.

**Мета дослідження.** Мета дослідження є актуалізація методу оцінки бізнесу в умовах кризових явищ в економіці. Мета статті обумовила перелік наступних завдань для її досягнення: визначити умови виникнення криз в економіці; встановити напрями управління фінансово економічною безпекою в економіці через реалістичну оцінку капіталізації бізнесу; визначити методи забезпечення правдивості оцінки бізнесу; оновити методологічний апарат оцінки бізнесу в частині оцінки ризиків ставки дисконтування, запропонувати методичні засади визначення вартості бізнесу в умовах впливу криз в економіці.

**Основний матеріал.** Перехід України до соціально-орієнтованої економіки зумовив зміни в системі економічних відносин, що спричинило появу нової ринкової системи, яка є достатньо інтегрованою до світової економічної спільноти. Наслідки впливу інтеграційних процесів на економіку держави у різних країнах обумовлений ступенем її спроможності прийняти ці зміни, здатністю адаптуватись до них. Саме тому всі економічні процеси, що мають місце у світовій економіці, відбиваються на економічних процесах в Україні.

Суттєвою ознакою ринкової економіки є виникнення дисбалансів розвитку, які в умовах високого рівня динамізму трансформуються у передумови світових фінансово-економічних криз [15, с. 38].

Савченко М. виокремлює наступні етапи характерних проявів кризи в економіці України:

1-й етап – етап морфогенезу національної соціально-економічної системи (НСЕС) (1991-1995 рр.);

2-й етап – етап економічної біфуркаційності НСЕС (1996-2002 рр.);

3-й етап – етап економічних флуктуацій в ендогенній моделі зростання НСЕС (2003-2008 рр.);

4-й етап – етап економічного падіння (2009 – донині) [15, с. 36].

Існує декілька точок зору про причини фінансової кризи 2008 р. Одні економісти вважають, що причиною стали міжнародні потоки капіталу або грошово-кредитна політика [2], інші, що причиною стала житлова політика [18, с. 2], треті, що було недостатнє регулювання банківського сектора, або «жадібність» тих, хто функціонував у фінансовому секторі і мав політичний вплив у Вашингтоні [16-17; 19].

В цілому, можна виокремити наступні зовнішні та внутрішні чинники, що зумовили виникнення глобальної фінансово-економічної кризи.

По-перше. «Кредитний міхур». Починаючи з кінця 1990-х рр. Китай і інші великі країни, що розвиваються, а також великі нафтовидобувні країни створили великі капітальні надлишки, які були інвестовані у фінансові ринки Сполучених Штатів і Європи, в результаті чого процентні ставки стали знижуватися. Кредитні спреди звужилися, а це означає, що вартість запозичених для фінансування ризикованих інвестицій знизилася. «Кредитний міхур» утворився в Сполучених Штатах і Європі, та найбільш поміченим його проявом було збільшення інвестицій в іпотечні кредити з високим ризиком.

Існують три основних пояснення утворення «кредитного міхура»: глобальні потоки капіталу, переоцінка ризику і грошово-кредитна політика.

По-друге. «Житловий міхур». З кінця 1990-х рр. і на початку 2000-х утворився великий та стійкий «житловий міхур» в США. Він характеризувався значним зростанням цін на житло і швидким регіональним циклом буму-спаду в Каліфорнії, Неваді, Аризоні й Флориді. Багато чинників вплинули на формування міхура на ринку житла, який, лопнувши, викликав величезні втрати для домогосподарств та інвесторів. Зв'язок між короткостроковими процентними ставками й цінами на житло був дуже слабкий, тому, навіть якщо метою Федеральної резервної системи (ФРС) було знизити ставки за банківськими кредитами, це не може пояснити, чому ставки за 30-ти річними іпотечними кредитами були занадто низькими [20].

По-третє. Іпотечне кредитування. Мали місце надмірно оптимістичні прогнози щодо ціни на житло в США, а також проблеми на первинному і вторинному ринках іпотечних кредитів. Ризикові іпотечні позики на трильйон доларів широко впроваджувалися через фінансову систему: пов'язані з іпотекою цінні папери збиралися в пакети, а потім з них утворювалися інші пакети цінних паперів, і ці пакети продавалися інвесторам у всьому світі. Коли міхур лопнув, втрати в сотні мільярдів доларів потрясли ринок, а також фінансові установи, які надали значну кількість таких іпотечних позик і, використовуючи їх в якості забезпечення, утворили багато боргів. Це сталося не тільки в Сполучених Штатах, але і по всьому світу. Ці втрати були примножені похідними фінансовими інструментами, такими як синтетичні цінні папери [21].

По-четверте. Кредитні рейтинги і сек'юритизація. Помилки в кредитному рейтингу та сек'юритизації трансформувалися в «погані» іпотечні кредити та в ненадійні фінансові активи. Кредитно-рейтингові агентства помилково високо оцінили рейтинг іпотечного покриття цінних паперів та їх похідні як безпечні інвестиції. Сек'юритизація являє собою інноваційну форму фінансування, яка означає нову техніку залучення коштів, вона отримала широке визнання спочатку в США, а потім і в Європі.

Йдеться про механізм, при якому фінансові активи списуються з балансу підприємства, відокремлюються від іншого майна і передаються спеціально створеному фінансовому посереднику (SPV), а потім рефінансуються на грошовому ринку або ринку капіталу. Рефінансування здійснюється або за допомогою випуску ABS (цінні папери, забезпечені активами), або шляхом отримання Asset-Backed Loan (синдикованого кредиту). Коли ціни на житло впали та позичальники іпотечних позик припинили проводити платежі, почалося зниження стандартів іпотечного кредитування [22].

По-п'яте. Фінансові установи цілеспрямовано збільшували ризик. Керівництво багатьох великих і середніх фінансових установ в США сконцентрували величезні накопичення у високо ризикованих фінансових інструментах у формі облігацій, забезпечених іпотечними кредитами. Деякі з них пішли на це свідомо, зробивши ставку на зростання цін на житло, в той час як інші приділили недостатньо уваги потенційному ризику. Це прискорило крах великих фінансових інституцій [23].

По-шосте. Фінансовий шок і паніка. Банкрутство Lehman було несподіваним, і уряд намагався врятувати його. У вересні 2008 р. банкрутство та реструктуризація десятків фірм викликали глобальну фінансову паніку. Довіра до фінансової системи стала падати саме з руйнуванням великих і середніх фінансових установ в США та Європі. Протягом місяця ставки міжбанківського кредитування зросли, своєю чергою виникла загроза повного заморожування кредитування. Паніка була викликана також занадто замалим інтервалом часу між банкрутствами, що відбувалися.

У свою чергу фінансовий шок і паніка, викликала значне скорочення виробництва і робочих місць в реальному секторі економіки. Шок і паніка закінчилися на початку 2009 р., але їх наслідки для реального сектора економіки тривають дотепер.

В цілому, «Група двадцяти», провела аналіз ризиків для світової економіки, відмічені в підсумкових документах самітів «Двадцятки» і засідань Міністрів фінансів і керівників Центральних банків, які спостерігалися за останнє десятиріччя (табл. 1).

Таблиця 1

Аналіз ризиків для світової економіки

| Ризик  | Роки розгляду                | Ризик   | Роки розгляду  | Ризик                     | Роки розгляду    |
|--|------------------------------|---|--|---------------------------|------------------|
| Ризики для макроекономічної стабільності         |                              |   |  |                           |                  |
| Високий державний борг                           | 2010, 2011, 2012, 2013, 2015 | Призупинення притоку капіталу та його волатильність | 2010, 2011, 2013, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 | Високі ціни на сировину   | 2011, 2012       |
| Зв'язок державного боргу та банківських балансів | 2011, 2012, 2013             | Перегрів економік країн з економікою, що формується | 2011, 2013   | Економічна невизначеність | 2012, 2013, 2020 |
| Волатильність фінансового ринку                  | 2014, 2016, 2018             | Надмірно низька інфляція та її вплив на борг        | 2015, 2016   | Низькі ціни на нафту      | 2016             |

|   |  |  |                              |                                 |                              |
|---|--|--|------------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| Брекзит угоди вільної торгівлі                                | 2016                                     | Недостатній «простір для маневру» політики     | 2018                         |                                 |                              |
| Короткострокові ризики для зростання                          |  |  |                              |                                 |                              |
| Низький попит   | 2009, 2013, 2015                         | Занадто раннє припинення антикризових заходів  | 2009, 2020                   | Надмірна консолідація у США     | 2012                         |
| Середньо- та довгострокові ризики для зростання та зайнятості |  |  |                              |                                 |                              |
| Протекціонізм   | 2012, 2013, 2016, 2018, 2019, 2020       | Низьке потенційне зростання, ефект гістерезису | 2012, 2015, 2016, 2018, 2020 | Нерівність та соціальна напруга | 2013, 2015, 2016, 2018, 2020 |
| Втрата робочих місць за рахунок розвитку цифровізації         | 2018, 2020                               | Наслідки старіння населення                    | 2019                         |                                 |                              |
| Ризики неекономічного походження                              |  |  |                              |                                 |                              |
| Геополітичні ризики   | 2012, 2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020 | Інфекційні захворювання                        | 2015, 2016, 2020             | Природні катастрофи             | 2019, 2020                   |

Джерело: [24]

Якщо повернутися до вітчизняних реалій, за доцільне є дослідження циклічності настання криз та знаходження їх загальних наслідків для економіки країни і бізнесу (рис. 1).



Рис. 1 Циклічність настанні криз в Україні за період 1996-2020 р.

Джерело: складено авторами за матеріалами [25]

Як видно з наведеного аналізу на рисунку 1, кризи мали різні причини їх виникнення. Були кризи фінансового характеру та світового масштабу (1998 р., 2008 р.), також відбувалися політичні кризи, які переросли в економічні (2014 р.). З 2020 р. додався новий вид кризи – світової епідеміологічної, яка надає значний відбиток на економіку. З точки зору бізнесу, особливо малого та середнього, причина зовнішньої

кризи не так важлива, більш важливі її наслідки і безпосередній вплив на ключові економічні показники. Про те, у всіх криз, прослідковуються подібні наслідки, що безпосередньо впливають на ведення бізнесу, а саме:

- досить коротка циклічність 6-10 років, з трендом до ще більшого скорочення;
- охолодження економіки і ділової активності;
- зниження купівельної спроможності;
- девальвація національної валюти;
- падіння ВВП.

Когнітивний дисонанс між звичним постійним зростанням в моделі оцінки DCF і періодичними хвилями криз очевидний для будь-якого економіста.

З огляду на фактичну і необоротну циклічність криз в Україні (раз в 6-10 років), їх видова панель (крім фінансових, соціально-економічних, політичних, тепер + епідеміологічної), у майбутньому можливе скорочення їх періодичності. Тому, було б логічним і економічно обгрунтованим закладати їх вплив в бізнес-план компанії, в cash flow і відповідно в саму модель оцінки бізнесу.

Зниження ділової активності, охолодження економіки, галузеві перекося, девальвування національної валюти, підвищення ризиків ведення бізнесу, зниження кредитного рейтингу країни, галузеві, локальні чинники та інші, безумовно впливають на прибутковість і інвестиційну привабливість бізнесу. Відповідно розуміючи, що настання чергової кризи в проміжку 5-10 років неминуче, тому, краще спрогнозувати й врахувати її наслідки в моделі розвитку.

При такому фактичному аналізі за останні 30 років незалежності України, концепція сталого зростання вже не відбиває економічних реалій. Крім того, за міжнародними стандартами оцінки, в межах ринкового підходу, джерелами даних повинна слугувати інформація:

- публічних фондових ринків, на яких проводяться операції купівлі-продажу за схожими операціями;
- ринку поглинань, на якому відбуваються операції купівлі-продажу бізнесів в цілому або контрольних пакетів акцій;
- попередніх транзакцій з акціями або пропозиціями щодо купівлі або продажу бізнесу, що оцінюється [26, с. 65]

Однак, в Україні, з огляду на закритість інформації про реальні угоди продажу бізнесу, відсутність відповідної біржової, статистичної та аналітичної інформації, найпоширенішим методом оцінки бізнесу є DCF (дисконтування грошових потоків). Закладена в ньому модель оцінки, за замовчуванням, відбиває парадигму стійкого зростання, припускаючи постійне зростання виторгу в прогнозованому періоді (зазвичай 5-7-10 років). Найчастіше цей cash flow закладається в бізнес-плані компанії, як цільовий маркер розвитку.

На питання, як же бути з тими компаніями, бізнес яких зріс під час кризи? Як свідчить досвід, поряд з банкрутствами, знеціненням активів і вартості акціонерного капіталу, є бренди, які мають розвиток і зростають під час кризи. І як наслідок, зростає їх капіталізація. У даному випадку, спрацьовує компенсаторний механізм, коли загальні галузеві перекося переходять у приватні компенсатори окремих секторів економіки. Як приклад, вимушене зменшення роздрібних продажів було компенсоване бурхливим зростанням е-комерції.

Так, наприклад, у рейтинг найдорожчих брендів за версією Forbes 2020 року, лідерами списку з ІТ сектору стали Amazon, Apple, Microsoft. Історія про стрімке зростання капіталізації ZOOM в кризу знають всі. Після публікації компанією Zoom звіту про виручку за другий квартал 2020 року акції компанії подорожчали ще на 25 %, а капіталізація перевищила \$ 90 млрд. Згідно з результатами звіту, виручка компанії на 355 % більше, ніж за той же квартал 2019 року.

Виникає питання щодо приватного характеру і спеціалізованої галузевої аналітики, прогнозів і імовірнісних сценаріїв. Якщо акціонери або менеджмент компанії обгрунтовано закладають зростання виручки на час кризи, і для цього є вагомі аргументи та план розвитку, то чому виникає масове падіння бізнесу.

Крім того, так як національна оцінка бізнесу має розвиток на базі оцінки американського ринку цінних паперів, якому властива відкритість інформації, масштабність проведення операцій, кількість учасників і активність якого, в сотні разів перевищує вітчизняний, то відповідно, при адаптації широко розробленої та застосованої методології оцінки акцій, відбулося багато припущень і змін. Існуюча безліч класифікацій і градацій премій за ризик та відповідно методів і моделей побудови ставки дисконтування, призводить до методологічних варіацій і практичних спотворень при їх застосуванні. Тому, доцільно провести їх

уніфікацію.

Проведене опитування серед провідних оціночних компаній України, а також багаторічний аналіз звітів оцінки бізнесу, проведених, в тому числі іноземними оцінювачами провідної четвірки, доводить той факт, що практично в 99 % моделей DCF планувалося стійке зростання грошового потоку протягом усього періоду прогнозування. Але такий стан не відповідає реальній ситуації в економіці.

Ставка дисконтування використовується для приведення вартості майбутніх грошових потоків до поточної вартості (на поточний момент часу). Складнощі розрахунку  $\beta$  в ставці, в межах методів WACCA і CAMP, в практиці оцінки українського бізнесу призвели до того, що найчастіше використовують метод її кумулятивної побудови. Так, при розрахунку премій враховується такі основні ризики як ризик країни, галузевий та ризик оцінювання компанії.

Зазначені рівні ризиків можуть включати більш глибоке розкриття через ризики другого і третього рівнів. При детальному дослідженні, ми побачимо, що більшість використовуваних в теорії і практиці ризиків гармонійно вписуються в один з цих рівнів, та виступають самостійними або частиною іншого.

Таким чином, в умовах нової «нормальності», на підставі вищевикладеного аналізу, назріла гостра потреба в уніфікації структури ризиків і поновлення підходів до побудови грошових потоків і ставки дисконтування в межах моделі DCF.

Вибір, безпосередньо інформаційної бази і моделі оцінки ризику залежить, як від специфіки оцінюваної компанії, цілей оцінки, наявності вихідних даних, професійного рівня експерта, прийнятої в країні практики, так і від безлічі інших чинників.

В одному з періодів дисконтування доцільно планувати зниження cash flow пов'язане з можливою економічною кризою, з усіма можливими наслідками. Специфіка конкретного бізнесу істотно звужує варіативність пошуку та аналізу необхідної інформації й полегшує побудову сценаріїв. При цьому не має значення це буде на 4-й, 6-й або 8-й рік прогнозування. Важлива готовність до нього, яка має вираз через заздалегідь продумані та формалізовані сценарії й плани дій.

У практиці темп зростання відповідає запланованому зростанню виторгу шляхом збільшення обсягів реалізації товарів чи послуг. Якщо у компанії не передбачено зростання обсягів, то темп зростання прирівнюється до прогнозного зростання ВВП даної країни, припускаючи синхронність.

Наприклад, в 5-й рік прогнозу передбачається криза, яка спричинить зниження обсягів реалізації. Оцінка розміру зниження виторгу залежить від багатьох факторів, в тому числі як раніше згадувалося, від якісної галузевої експертизи, накладеної на бізнес-план компанії. Таким чином одним з коригувальних інструментів може слугувати планове падіння виторгу в прогнозованому періоді.

Другий спосіб адекватного відображення впливу на cash flow компанії, врахування циклічності настання криз – це коригування ставки дисконтування. Так, в планованому кризовому році ризики ведення бізнесу суттєво зростають. Тому, доцільно в моделі оцінки показати збільшення ставки. Якщо ж криза припадає на пост прогнозований період, то необхідно вартість реверсії капіталізувати на ставку, яка враховує підвищений ризик, у порівнянні з прогнозованим періодом.

**Висновки.** В цілому, при побудові cash flow на основі глибокого аналізу впливу минулих криз, економічно обґрунтованим закладати зниження виторгу. Набагато рідше її обґрунтоване зростання в межах оптимістичного сценарію розвитку.

При розрахунку ставки дисконтування, відповідного «кризового» періоду, доцільно враховувати найвищі (в залежності від результатів проведеного аналізу): ризик країни, галузеві та ризики компанії.

Сам по собі підхід до оцінки ризиків доцільно уніфікувати, шляхом застосування ієрархічної моделі, виділивши три рівні ризиків: ризик країни, галузеві і ризик компанії. Решту ризиків розподілити на 2-му або 3-му рівнях, в залежності від деталізації та природи їх виникнення, розкривши тим самим ризики першого рівня. Причому може скластися ситуація, коли буде, як заплановане зростання виторгу, так й збільшення ставки дисконтування за рахунок підвищених ризиків для даного періоду.

При формуванні бізнес-плану, cash flow слід планувати за циклічного зниження виторгу та збільшення ризикованості. Це вже норма. Помилка – проігнорувати це.

Таким чином, антикризове управління повинно мати в собі прийняття криз як природного циклу розвитку бізнесу. Врахування циклічності виникнення криз забезпечить передбачен-

ня та можливі наслідки криз в майбутньому, і нівелювати їх негативний вплив. Бізнес під час кризи, проходить стадію очищення, стає більш стійким та стабільним, знаходить імунітет або переходить на дотації акціонерів, з наступним припиненням роботи та закриттям.

Подальші наукові доробки повинні бути націлені на удосконалення наявних підходів щодо оцінки бізнесу під час певного циклу кризи, створення інформаційно-комунікаційної підсистеми для прогнозування діяльності компаній у перспективі.

### Список літератури

1. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. М.: Эксмо, 2021. 1200 с.
2. Merkel Angela and Jan Peter Balkenende : Road map out of crisis. International Herald Tribune. 2009. 21–22 March. P. 7.
3. Fischer S., Dornbusch R., Schmalensee R. Economic. McGrawHill, 1988. 813 p.
4. Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. М. : Директмедиа Паблишинг, 2008. 401 с.
5. Туган-Барановский М. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов. Петроград, 1923. 574 с.
6. Kitchin J. Cycles and Trends in Economic Factors. Review of Economics and Statistics. The MIT Press. 1923. Vol. 5. № 1. P. 10–16.
7. Korotayev A.V., Tsirel S.V. World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis. Structure and Dynamics. 2010. Vol. 4. 1. P. 3–57.
8. Kuznets S. Secular Movements in Production and Prices. Their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuations. Boston: Houghton Mifflin, 1930. 536 p. URL: <https://dspace.gipe.ac.in/xmlui/handle/10973/24893>. (дата звернення 10.10.2021).
9. Кондратьев Н.Д. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения. Избранные труды. Москва: Экономика, 2002. 860 с.
10. Яковец Ю.В. Циклы. Кризисы. Прогнозы. Москва: Наука, 1999. 448 с.
11. Дзюблюк О. В. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: монографія / О. В. Дзюблюк, В. В. Корнєєв, В. І. Міщенко та ін. ; за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. Тернопіль : ФОП Осадца Ю.В., 2017. 298 с.
12. Шендригригоренко Т.М., Неизвестна О.В., Медун А.О. Сутність фінансової кризи та напрями її подолання в світі та Україні. Фінанси, облік, контроль та оподаткування: актуальні проблеми та перспективи розвитку: колективна монографія. . Кривий Ріг: Вид. ДонНУЕТ, 2021. 99 с.
13. Нечаева І. Особливості прийняття управлінських рішень, їх оцінка та оцінювання в умовах кризи. Економічний аналіз. 2019. Том 29. № 1. С. 156-163.
14. Білорус О.Г. Проблеми глобального управління в умовах світової фінансової глобалізації. Фінанси України. 2019. № 1. С. 10-17.
15. Савченко М.В., Шкуренко О.В. Детермінанти фінансово-економічної кризи в умовах глобалізації. Економіка і організація управління. 2018. № 3 (31). С. 37-47. DOI: 10.31558/2307-2318.2018.3.4.
16. Жердецька Л. Концептуалізація сучасних теорій регулювання системного ризику банківського сектору економіки. Науковий вісник Одеського національного економічного університету. 2020. № 1-2 (274-275). С. 119-132. . DOI: 10.32680/2409-9260-2020-1-2-274-275-119-132.
17. Semmler W., Young B. Lost in Temptation of Risk: Financial Market Liberalization, Financial Market Meltdown and Regulatory Reforms. Comparative European Politics. 2010. URL: [https://www.ru.nl › publish › pages › semmler\\_young\\_financialmarketliberalization/](https://www.ru.nl › publish › pages › semmler_young_financialmarketliberalization/). (дата звернення 11.10.2021).
18. Barton L. (1993) Crisis in organizations: Managing and Communicating in the Heat of Chaos. Cincinnati, Ohio: South-Western, 1993. 256 p.
19. Соколинский В.М., Бузулук Т.С. Финансовый кризис – феномен глобализации. Финансы и бизнес. 2009. № 1. С. 2–8.
20. Нуриэль Рубини. Пузырь на рынке недвижимости, или четыре признака катастрофы. Бизнес и лидерство. 3 декабря 2014 г. URL: <http://www.e-xecutive.ru/knowledge/announcement/1896265/> (дата звернення 10.10.2021).



21. European Central Bank 2009: Financial Stability Review (June 2009). URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200906en.pdf>. (дата обращения: 13.10.2021).
22. The financial crisis inquiry report final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the united states official government edition the financial crisis inquiry commission Submitted by Pursuant to Public Law 111-21 January 2011. URL: [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf). (дата звернення: 13.10.2021).
23. Deutsche Bank Research (2008). EU-US financial market integration a work in progress // Financial Market Special. EU Monitor 56. URL: [https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/er/93890.pdf](https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/er/93890.pdf). (дата звернення: 15.10.2021).
24. Гурвич Е.Т. Прилепский И.В. «Группа двадцати» и анализ глобальных рисков. Вестник международных организаций. 2021. Т. 16. № 2. 21 С. (на русском и английском языках). DOI: 10.17323/1996-7845-2021-02-04.
25. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення: 15.10.2021).
26. Міжнародні стандарти оцінки. Чинні з 31.01.2020./ Пер. з англ. УТО.К.:ТОВ «ВБ Аванпост-Прим», 2020. 184 с.

### References

1. Marks, K. (2021). Kapital. Kritika politicheskoy ekonomii. M.: Eksmo. [in Russian].
2. Merkel Angela and Jan Peter Balkenende (2009). Road map out of crisis. International Herald Tribune, 21–22, 7.
3. Fischer, S., Dornbusch, R. & Schmalensee, R. (1988). Economic. McGrawHill,
4. Shumpeter, Y.A. (2008). Teoriya ekonomicheskogo razvitiya. M. : Direktmedia Publishing. [in Russian].
5. Tugan-Baranovsky, M. (1823). Periodic industrial crises. History of English crises. General theory of crises. Petrograd. [in Russian].
6. Kitchin, J. (1923), Cycles and Trends in Economic Factors. Review of Economics and Statistics. The MIT Press, 5, 1, 10–16.
7. Korotayev, A.V., Tsirel, S.V. (2010). World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis. Structure and Dynamics, 4, 1, 3–57.
8. Kuznets, S. (1930)/ Secular Movements in Production and Prices. Their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuations. Boston: Houghton Mifflin. Retrieved from <https://dspace.gipe.ac.in/xmlui/handle/10973/24893>. (accessed 10 October 2021).
9. Kondrat'yev, N.D. (2002). Bol'shie tsikly kon'yunktury i teoriya predvideniya. Izbrannyye trudy. Moskva: Ekonomika. [in Russian].
10. Yakovets Yu.V. (1999). Cycles. Crises. Forecasts. Moscow: Nauka. [in Russian].
11. Dzyublyuk, O. V. (2017). Teoriya i praktyka hroshovoho obihu ta bankivs'koyi spravy v umovakh hlobal'noyi finansovoyi nestabil'nosti: monohrafiya / O. V. Dzyublyuk, V. V. Kornyyev, V. I. Mishchenko ta in. ; za red. d.e.n., prof. O. V. Dzyublyuka. Ternopil' : FOP Osadtsa YU.V. [in Ukrainian].
12. Shendryhryhorenko, T.M., Neizvyestna, O.V., & Medun A.O. (2021). Sutnist' finansovoyi kryzy ta napryamy yiyi podolannya v sviti ta Ukrayini. Finansy, oblik, kontrol' ta opodatkovannya: aktual'ni problemy ta perspektyvy rozvytku: kolektyvna monohrafiya. Kryvyy Rih: Vyd. DonNUET, [in Ukrainian].
13. Nechaeva, I. (2019). Features of management decisions, their evaluation and evaluation in a crisis. Ekonomichnyy analiz, 29, 1, 156-163. [in Ukrainian].
14. Belarus, O.G. (2019), Problems of global governance in the context of global financial globalization. Finansy Ukrayiny, 1, 10-17. [in Ukrainian].
15. Savchenko, M.V., Shkurenko, O.V. (2018). Determinants of the financial and economic crisis in the context of globalization. Ekonomika i orhanizatsiya upravlinnya, 3 (31), 37-47. DOI: 10.31558/2307-2318.2018.3.4. [in Ukrainian].
16. Zherdetska, L. (2020). Conceptualization of modern theories of systemic risk regulation of the banking sector of the economy. Naukovyy visnyk Odes'koho natsional'noho ekonomichnoho universytetu, 1-2 (274-275), 119-132. DOI: 10.32680/2409-9260-2020-1-2-274-275-119-132. [in Ukrainian].

17. Semmler, W., Young, B. (2010). Lost in Temptation of Risk: Financial Market Liberalization, Financial Market Meltdown and Regulatory Reforms. *Comparative European Politics*. 2010. Retrieved from [https://www.ru.nl/publish/pages/semmler\\_young\\_financialmarketliberalization/](https://www.ru.nl/publish/pages/semmler_young_financialmarketliberalization/). (accessed 11 October 2021).
18. Barton, L. (1993) *Crisis in organizations: Managing and Communicating in the Heat of Chaos*. Cincinnati, Ohio: South-Western.
19. Sokolinsky, V.M., Buzuluk, T.S. (2009). The financial crisis is a phenomenon of globalization. *Finansy i biznes*, 1, 2–8. [in Russian].
20. Nouriel, Rubini (2014). A real estate bubble, or four signs of disaster. *Biznes i liderstvo*. December 3. Retrieved from <http://www.e-xecutive.ru/knowledge/announcement/1896265/> (accessed 10 October 2021).
21. European Central Bank 2009: *Financial Stability Review* (June 2009). Retrieved from <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200906en.pdf>. (accessed 13 October 2021).
22. The financial crisis inquiry report final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the united states official government edition the financial crisis inquiry commission Submitted by Pursuant to Public Law 111-21 January 2011. Retrieved from [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf). (accessed 13 October 2021).
23. Deutsche Bank Research (2008). EU-US financial market integration a work in progress // *Financial Market Special*. EU Monitor 56. Retrieved from [https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/er/93890.pdf](https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/er/93890.pdf). (accessed 15 October 2021).
24. Gurvich, E.T., Prilepsky, I.V. (2021). G20 and Global Risk Analysis. *Vestnik mezhdunarodnykh organizatsiy*, 16, 2, 21. (na russkom i angliyskom yazykakh). DOI: 10.17323/1996-7845-2021-02-04. [in Russian].
25. Official site of the National Bank of Ukraine. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua>. (accessed 15 October 2021). [In Ukrainian].
26. Mizhnarodni standarty otsinky (2020). Chynni z 31.01.2020. Per. z anhl. UTO.K.:TOV «VB Avanpost-Prym». [In Ukrainian].