

- запровадити знижені ставки ПДВ при оподаткуванні товарів, робіт, послуг, що мають соціальне призначення та переважно використовуються найнезахищенішими верствами населення;
- розробити механізми відшкодування ПДВ, які б дозволили мінімізувати негативний вплив ПДВ на стан оборотних коштів підприємств, особливо при здійсненні підприємством інвестиційних витрат;
- надати суб'єктам господарювання право в обліковій політиці самостійно визначати дату виникнення податкових зобов'язань та податкового кредиту;
- підвищити межу, за якою настає обов'язкова реєстрація суб'єкта господарювання як платника ПДВ. Це надасть більше можливостей службам менеджменту та маркетингу підприємства розробляти альтернативні моделі поведінки при здійсненні податкового планування, та вибирати ту модель, яка дає найнижчий показник податкового навантаження на підприємство.

1. Про податок на додану вартість: Закон України від 03.04.1997 р. № 168/97 – ВР // <http://www.rada.gov.ua>. 2. Концепція реформування податкової системи України: Проект постанови Кабінету Міністрів України // <http://www.sta.gov.ua>. 3. Виссарионов А., Федорова И. Налоговое регулирование экономической активности // Экономист. – 1998. – №4. – С. 69–78. 4. Лютый І.О., Дрига А.Б., Петренко М.О. Податки на споживання в економіці України. – К.: Знання, 2005. – 335 с. 5. Поддєрьогін А.М. Податкова система України на шляху розвитку // Фінанси України. – 2001. – №11. – С.3–11. 6. Незамайкин В.Н., Юзинова И.Л. Налогообложение юридических и физических лиц. – М.: Издательство "Экзамен", 2004. – 464 с.

УДК 658.8

О.Б. Мних

Національний університет “Львівська політехніка”,
кафедра маркетингу і логістики

ЗМІНА ФІЛОСОФІЇ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА ТА ПРОБЛЕМИ ЇЇ ОЦІНЮВАННЯ

© Мних О.Б., 2007

Відображено науково-практичну актуальність проблеми оцінювання ринкової вартості підприємства як особливого інвестиційного товару і показано методичні аспекти визначення різних видів вартості, джерела її формування та інформаційного відображення. Аргументовано необхідність застосування нової філософії управління вартістю в сучасних умовах глобалізації бізнесу і загострення суперечностей між реальним і фінансовим секторами вітчизняної економіки.

In the article naukovo-praktichnu actuality of problem of evaluation of market value of enterprise is represented as the special investment commodity and the methodical aspects of determination of different types of cost, source of its forming and informative reflection are shown. The necessity of application of new philosophy of management a cost is argued for the modern terms of globalization of business and sharpening of contradictions between the real and financial sectors of domestic economy .

Постановка проблеми. Задекларовані на державному рівні стратегічні цілі і пріоритети розвитку вітчизняної економіки інноваційного спрямування вимагають глибшого дослідження суперечностей в сучасних методах господарювання та корпоративного управління, суперечностей між реальним та фінансовим спекулятивним капіталом. Фінансовий диктат ТНК, обвальні фінансові кризи (1998–2004 рр.), монополізація інвестиційних ресурсів розвитку (90 % світових інвестицій) та їх концентрація в обмеженій зоні надрозвинутих країн, фінансові спекуляції та

віртуалізація світової економіки – усі явища глобалізації мають важкі, найчастіше незворотні наслідки для капіталізації економіки України, що інтегрується в європейські та світові структури [1, с. 13–14]. Недокапіталізована економіка [2] і технологічний розрив процесу відтворення національного капіталу на мікро-, мезо- і макрорівнях є наслідком неефективності функціонування товарних і фондових ринків, недооцінювання ролі людського фактора в економічному зростанні, наявності істотного тіньового сектору в економіці (30–40 % ВВП за видами економічної діяльності; у розвинутих країнах світу – 9–12 % ВВП), високої концентрації капіталу політико-економічними угрупованнями і нагромадження ними потрібних ресурсів через використання позаекономічних механізмів впливу на владні структури та суспільство. Технологічні розриви стають незворотними, наслідком чого є знецінення реального капіталу. В умовах розбудови інноваційної соціально-орієнтованої економіки, в основу якої покладено високі технології, неперспективним є відтворення “старої” структури економіки та характерних для неї метрологічних економічних систем оцінювання чинників і результатів виробництва. Саме інтелектуальний капітал на конкурентних ринках дедалі більше перетворюється у провідний чинник економічного зростання і стає головним у визначенні ринкової вартості високотехнологічних компаній.

Результати оцінки вартості підприємств акціонерного типу як активних учасників фондового ринку мають вплив на функціонування багатьох інших господарюючих суб’єктів, інституцій і фізичних осіб, тому зацікавлення цією проблематикою буде систематично зростати серед професійних груп, які повинні уміти оцінювати бізнес, а також правильно інтерпретувати джерела формування вартості підприємства; до них, зокрема, належать: менеджерські кадри, власники фірм, аналітики цінних паперів, фінансові аналітики і консультанти, судові експерти, юристи, бухгалтери, індивідуальні інвестори, працівники банків, законодавці, представники державних інституцій.

Аналіз останніх досліджень. Вартість підприємства виступає важливим предметом дискусій серед вчених і практиків у політичній площині, в сфері економіки, фінансового та інвестиційного менеджменту. Це обумовлено як прагматичними цілями роздержавлення і приватизації стратегічно важливих об’єктів з боку зацікавлених ділових кіл, так і наявністю різних теоретичних концепцій та методичних підходів (затратного, дохідного і порівняльного) щодо ідентифікації об’єктів оцінювання (підприємство як цілісний майновий комплекс та окремі його складові – бізнес-лінії чи стратегічні одиниці бізнесу); ідентифікації суб’єктів оцінювання та їх інтересів (залежно від повноважень власників контрольного пакета акцій і міноритарних акціонерів, “своїх” і “чужих” акціонерів”, рівня політико-економічної влади, особливо в ієрархічних високоінтегрованих структурах типу холдингів, ПФГ тощо); інструментів фінансового аналізу та вибору метрології оцінювання, зокрема рейтингового порівняння і механізмів регулювання та управління вартістю.

Характеризуючи особливості підприємства як економічної системи з двох боків, а саме – суб’єктивного, оскільки ця система завжди пов’язана з практичною діяльністю, і об’єктивного, з приводу трансформації об’єктів чи ресурсів у продукти, проф. Г.І. Башнянин показує практичну значущість категорії міри в суспільному житті, загалом, і вартості, зокрема: “В економічному житті вартість виступає як абсолютно об’єктивна (і тільки) форма чи категорія і в її формуванні роль людини абсолютно незначна. В реальному суспільному чи економічному житті суб’єкти не тільки визначають міру тих чи інших процесів чи властивостей матеріальних систем, але й творять цю міру... Сам процес формування об’єктивної міри того чи іншого суспільного процесу – це також “творіння” суб’єктів суспільної практичної діяльності” [3, с. 23–24]. Зокрема, предметом оцінювання вартості можуть бути: підприємство як особлива інвестиція (або група підприємств, наприклад, капітальна група); окремі елементи його активів, зокрема нематеріальні і правові вартості (наприклад, авторські майнові права, товарні знаки, ліцензії, концесії, права на патенти, комп’ютерне програмне забезпечення, авторські права, права на проекти і винаходи, права на товарні знаки і споживчі зразки, ноу-хау; постійні активи (землі, нерухомість, машини, обладнання, засоби транспорту, акції, паї тощо); оборотні активи (наприклад, запаси, заборгованості); окремі

елементи пасивів: його власний капітал і позиковий капітал (зобов'язання стосовно постачальників товарів і послуг).

Основним показником для оцінювання вартості підприємства для власника (вартість власного капіталу) виступають дисконтовані грошові переміщення, які показує така формула:

$$V = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (1)$$

де V – вартість фірми (для власника); CF_i – грошові переміщення, які генеруються в i -му періоді, досяжні для власника; r – потрібна норма повернення від діяльності, здійснюваної власником; n – кількість періодів у прогнозі.

Метрологічна поведінка товаровиробників в сфері бізнесу повинна давати можливість виявляти в просторово-часовому перерізі відкладений в часі синергічний ефект – чистий грошовий потік. Методи, які полягають у дисконтуванні майбутніх грошових переміщень, вимагають складання довготермінових прогнозів грошових переміщень і витрат капіталу. Чим вищим є ризик, тим вищими є витрати капіталу. Основною проблемою є оцінка витрат власного капіталу, тобто норми повернення, яка вимагається власником. Це є вирішальним для вартості підприємства. В оцінці витрат власного капіталу наштовхуємося на такі проблеми, як: витрати власного капіталу, що визначаються на підставі аналізу історичних даних і будується функція регресії на основі припущення про продовження існуючої діяльності (це є умовою, важкою для виконання за непередбачуваності політико-правового середовища в Україні та за високої мінливості дохідності високотехнологічних ринків та експортноорієнтованих вітчизняних компаній); користування методом оцінки капітальних активів (CAPM) вимагає встановлення норми повернення, вільної від ризику; переважно вона оцінюється на підставі норми повернення, яка реалізується на вільних від ризику урядових цінних паперах, наприклад, казначейських облігаціях; визначення часових проміжків, в яких здійснюються спостереження; *прийняття різних часових проміжків для інноваційно-інвестиційних проектів, а також вихід AT на міжнародні фондові ринки і залучення компаніями великого капіталу за кордоном через євробонди та синдикати (IPO) ведуть до отримання іншого ділового циклу відтворення капіталу і витрат власного капіталу.*

Виробнича, торговельна або посередницька фірми *періодично обмежують свою матеріальну активність, якщо у цей час виступають кращі інвестиційні альтернативи на фінансовому ринку. Щоб вибрати найкращу альтернативу, необхідним є постійний моніторинг трендів або проведення фундаментальних аналізів, поєднаних із технічними.* Одночасно моніторинг конкурентного оточення фірми (у сфері трендів, які стосуються пропозиції і попиту як на матеріальні складові товарно-сировинного ринку, так і фінансового ринку) є підставою формування оптимального портфеля для активності фірми у визначеному часовому горизонті.

Вартість завжди є тільки засобом досягнення мети (цілей), а на площині цілей визначаються цінності – як суб'єктивні, що стосуються відношення окремої особи, так і об'єктивні. Загалом вартість означає, на скільки щось є вартим з матеріального погляду. У господарській практиці найчастіше говорять про економічну вартість підприємства (або його активу), яка означає здатність до генерування вільних грошових переміщень для його власника. Інші види вартості наведено у табл. 1.

Як зауважує польський вчений А. Шаблевський [5], ключ до результативного інвестування і управління активами підприємства міститься не стільки у розумінні того, чим є вартість, скільки у визначенні її джерел. При цьому виділяються *три групи генераторів вартості*, окрім фінансових: *маркетингові* (лояльність клієнта, способи приваблювання нових клієнтів, нові ринки збуту, нові канали дистрибуції, міжнародне зростання, стратегічні альянси) і *нематеріальні* (інтелектуальний капітал, здатність підприємства до інновацій, сила торгової марки, результативна логістика, внутрішня комунікація, організаційна культура, інформаційні системи, а також суспільна репутація).

**Види вартості, які використовуються
під час оцінювання підприємства**

Вартість	Інтерпретація
Споживча вартість – бухгалтерське подання	Це поточна, оцінна вартість майбутніх грошових переміщень, що очікується з причини подальшого використання складової активів підприємства, а також її ліквідації на закінчення періоду використання
Вартість власника	Належить до актуального і майбутнього власника активів. Міра цієї вартості – це вартість ліквідації або вартість позбавлення активів
Бухгалтерська вартість	Вартість, відображена у фінансових звітах, яка підлягає загально прийнятим принципам обліку
Ринкова вартість	Це є ціна обміну блага або послуги на кожному ринку (широке значення). Також вартість активу, який є предметом обороту на організованому ринку, наприклад, біржі цінних паперів, товарній біржі (більш вузьке значення)
Справжня вартість – бухгалтерське подання	Це вартість, за якою ця складова активів могла б бути обміняна, і зобов'язання, яке регулюється на умовах ринкової трансакції між зацікавленими і добре проінформованими, непов'язаними між собою сторонами
Вартість відтворення	Це витрати заміни наявного обладнання, машин та інших постійних засобів ідентичними щодо виду активами
Вартість інвестиції	Вартість дисконтованих на поточний момент грошових переміщень згідно з відповідною для цього інвестора дисконтною нормою
Ліквідаційна вартість	Належить до ситуації, коли підприємство мусить ліквідувати частину або сукупність своїх активів і претензій
Вартість іміджу – goodwill	Ринкова вартість мінус справжня вартість
Вартість бізнесу в дії	Це вартість підприємства, розглянутого як організація, що функціонує на ринку. Альтернативою для цієї вартості є ліквідаційна вартість.
Вартість ринкової капіталізації	Це добуток усіх випущених акцій спілки і ціни однієї акції, розрахований на певний день
Податкова вартість	Використовується як підстава для встановлення податків на нерухомість або інших активів
Вартість забезпечення	Це вартість активу, використовувана для забезпечення позички або іншого зобов'язання
Балансова вартість	Вартість, згідно з якою ця складова майна подається у балансі за мінусом списання, а також як квоти амортизаційних відрахувань

Джерело: [5].

Цілі статті. Основною метою цієї роботи є змістовна характеристика моделі формування вартості підприємства, проблем її інформаційного забезпечення і обґрунтування необхідності зміни філософії управління вартістю підприємства, де об'єктом дослідження виступає бізнес як єдине ціле з наявним потенціалом зростання ринкової вартості і загрозами для її зниження за умов глобалізації бізнесу і неефективного корпоративного менеджменту.

Виклад основного матеріалу. В теорії політичної економії розрізняють вартість: обмінну, споживчу; натуральну (реальну); репродукційну (необхідну для виготовлення продукту); економічну (її елементи – зарплата, ціна, курси валют, інфляція, ціни ЦП на фондовому ринку тощо). Якщо за методом аналогії проводити дослідження залежностей “споживча вартість товару – якість товару – ціна товару” по відношенню до підприємства як товару (цілісного майнового

комплексу) з певними атрибутами кількісно-якісного характеру, то насамперед потрібно загалом визначити *основні фактори розвитку підприємства, що впливатимуть на якість змін такого “особливого” товару і відповідно на його вартість*, а саме: *складові елементи засобів* (матеріальні і нематеріальні активи), їх структура; *внутрішні фактори вдосконалення*: процесів організації виробництва, управління і праці, формування майнової і фінансової структури капіталу; *зовнішні умови функціонування* – фактори мікро, мезо- і макросередовища, зокрема регулятивні механізми держави, що забезпечують підвищення еластичності виробничих ресурсів та еластичність оцінюваних показників підприємства як підсистеми, яка входить до певної ієрархічної структури.

В статичному аспекті вищеописані чинники відображають капітал підприємства і умови його використання як “певний зріз” того, чим підприємство розпоряджається (чи володіє) і за яких умов. Якщо розглядати підприємство як динамічний бізнес-процес, то *змінними моделі бізнесу, на думку автора, можуть бути такі показники, які дають відповідь на питання “як швидко?”, “як ефективно чи результативно?” “за якими технологіями у всіх видах життєдіяльності бізнесу?” можна досягнути цілей управління його вартістю і споживчою суспільною вартістю*. Види вартості підприємства, що ґрунтуються на дохідному підході, та допоміжні показники для визначення наведено в табл. 2. Тому модель створення вартості включає: операційний прибуток підприємства після оподаткування; податкові пільги, пов’язані з фінансуванням діяльності через позички; новий капітал- нетто, призначений на інвестиції у цьому році; норма повернення з інвестованого капіталу після оподаткування; витрати капіталу підприємства; довжина періоду, в якому інвестори очікують досягнення конкурентної переваги, зокрема через випередження конкурентів з погляду рентабельності інвестицій або в інший спосіб, який обмежує можливості і дії суперників.

До недоліків прибутку як бухгалтерського критерію, що використовується як цільовий показник розвитку підприємства, визначених нами на основі опрацювання джерел можна віднести те, що прибуток не враховує багатьох реальних надходжень і витрат, здійснюваних у поточному періоді (негативний вплив цього показника дещо пом’якшується через оцінку так званої якості прибутку – порівняння отриманого прибутку з реальними готівковими надходженнями, проводиться оцінка такого причинно-наслідкового зв’язку і можливостей його відтворення в наступних періодах); недосконалі принципи бухгалтерії через можливість застосування різних методів оцінки і різних бухгалтерських стандартів, що впливає на величину відображуваного прибутку у фінансових звітах (для прикладу, фірма Daimler-Benz, яка увійшла до реєстру Нью-Йоркської біржі в 1993 році, згідно з німецьким балансовим і податковим правом показувала 372 млн. доларів прибутку, проте згідно з американським правом понесла 1,1 млрд. доларів збитку); метод формування, нагромадження і використання резервів на фінансування несплачених платежів, покриття збитків від надзвичайних явищ і ймовірних втрат; вилучення з розрахунків вимог та фінансових зобов’язань, які стосуються майбутнього інвестування підприємства, зокрема, оборотного капіталу – платежів, запасів, що необов’язково відображаються в прибутку поточного періоду, а лише в результатах наступних періодів через збільшення потреби у зовнішніх джерелах фінансування капіталу і пов’язаних з ними витрат на обслуговування позикових коштів; перенесення недоліків застосування як основного критерію – прибутку на відносні показники рентабельності чи ефективності, такі як: прибутковість або норма повернення з власного капіталу – ROE, рентабельність інвестицій – ROI, прибутковість акції – EPS (ці показники використовуються в біржових котуваннях), які широко застосовуються у системі фінансового, маркетингового та інвестиційного менеджменту, проте числові значення цих показників не враховують масштаб діяльності підприємства, альтернативних можливостей використання власного капіталу, а зростання EPS, як показує вітчизняна і зарубіжна практика, слабо корелює із зростанням ринкової вартості; категорія фінансового прибутку не враховує часового фактора, що унеможливує порівняння прибутку і понесених підприємством витрат в окремих роках для країни з нестабільною економікою, зокрема у періодах високої інфляції; чистий прибуток і відповідно відносні показники рентабельності, які визначені за різними стандартами, мають немалі розбіжності і тим самим ускладнюють порівняльний фінансовий аналіз підприємств та оцінювання їх вартості.

**Види вартості підприємства, що ґрунтуються на дохідному підході,
та допоміжні показники для визначення ***

№з/п	Показники	Алгоритми визначення і/або пояснення
1	Вартість підприємства (Cost of enterprise –CE)	$(VB) = \text{Ринкова вартість власного капіталу} + \text{зобов'язання (або вартість позикових капіталів)} = \text{теперішня вартість грошових коштів від операційної діяльності (cash flow)} + \text{+ довгострокова (резидуальна) вартість поза періодом прогнозування} + \text{ринкова вартість цінних паперів}^*$
2	Ринкова вартість підприємства (Fair market value – FMV)	Вартість, за якою можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна. Впливає з класичної концепції реальної вартості, що опирається на попит і пропозиції – випадкової мінової і споживчої вартості, що зверифікована через фінансові і товарні ринки; <i>об'єктивність цієї оцінки залежить від ефективності цих ринків</i>
3	Ринкова ціна підприємства (Market price of enterprise –MPE)	Представлення підприємства як інвестиційного товару особливого роду. Ціна тісніше пов'язана з відносинами власності; вартість не є єдиним фактором ціни підприємства. <i>Ціну можна розглядати у двох аспектах:</i> <ul style="list-style-type: none"> • як окреслена величина на базі вартості, • як параметр, що виражає витрати і ефекти (результати) Поточна вартість майбутніх доходів є верхньою межею ринкової ціни з боку покупця: $MPE = \text{Середній чистий дохід} / \text{Норма капіталізації}$ або: $MPE = \text{Середній чистий дохід} \times \text{Мультиплікатор}$
4	Економічна вартість підприємства (Economic value going-EVG)	База для визначення економічної вартості – це ефект-нетто функціонування підприємства Опирається на категорію споживчої вартості і цінності (користі), що з неї випливає
5	Ринкова додана вартість (EVA)	Це отриманий прибуток від усього капіталу за мінусом витрат, пов'язаних із залученням капіталу або $EVA = (\text{норма прибутку} - \text{середньозважені витрати капіталу})^* \text{авансований капітал}$
6	Додана вартість для акціонерів (Shareholders Value Added –SVA)	$SVA = (\text{ринкова ціна продажу акції} - \text{номінальна ціна однієї акції})^* \text{кількість реалізованих акцій}$
7	Повне повернення для акціонерів (Total Shareholders Return – TSR)	$TSR = \text{прибутковість однієї акції}^* \text{кількість придбаних акцій}$
8	Реальний економічний прибуток підприємства (economic earnings are real – EERE)	Це дохід, що залишається в розпорядженні фірми після того, як вона оплатила витрати на всі чинники виробництва, називається економічним прибутком власників фірми: $EERE = Y - MPL \cdot L - MPK \cdot K$, де Y – виручка (валовий дохід); MPL·L – витрати живої праці; MPK·K – витрати капіталу. Звідси $Y = MPL \cdot L + MPK \cdot K + \text{економічний прибуток}$; $MPK \cdot K - \text{дохід на капітал} = \alpha Y$; $MPL \cdot L - \text{дохід на працю} = (1 - \alpha) Y$; $\alpha - \text{частка капіталу в доході}$; $(1 - \alpha) - \text{частка живої праці в доході}$

* Власне опрацювання на основі джерел: [6–7].

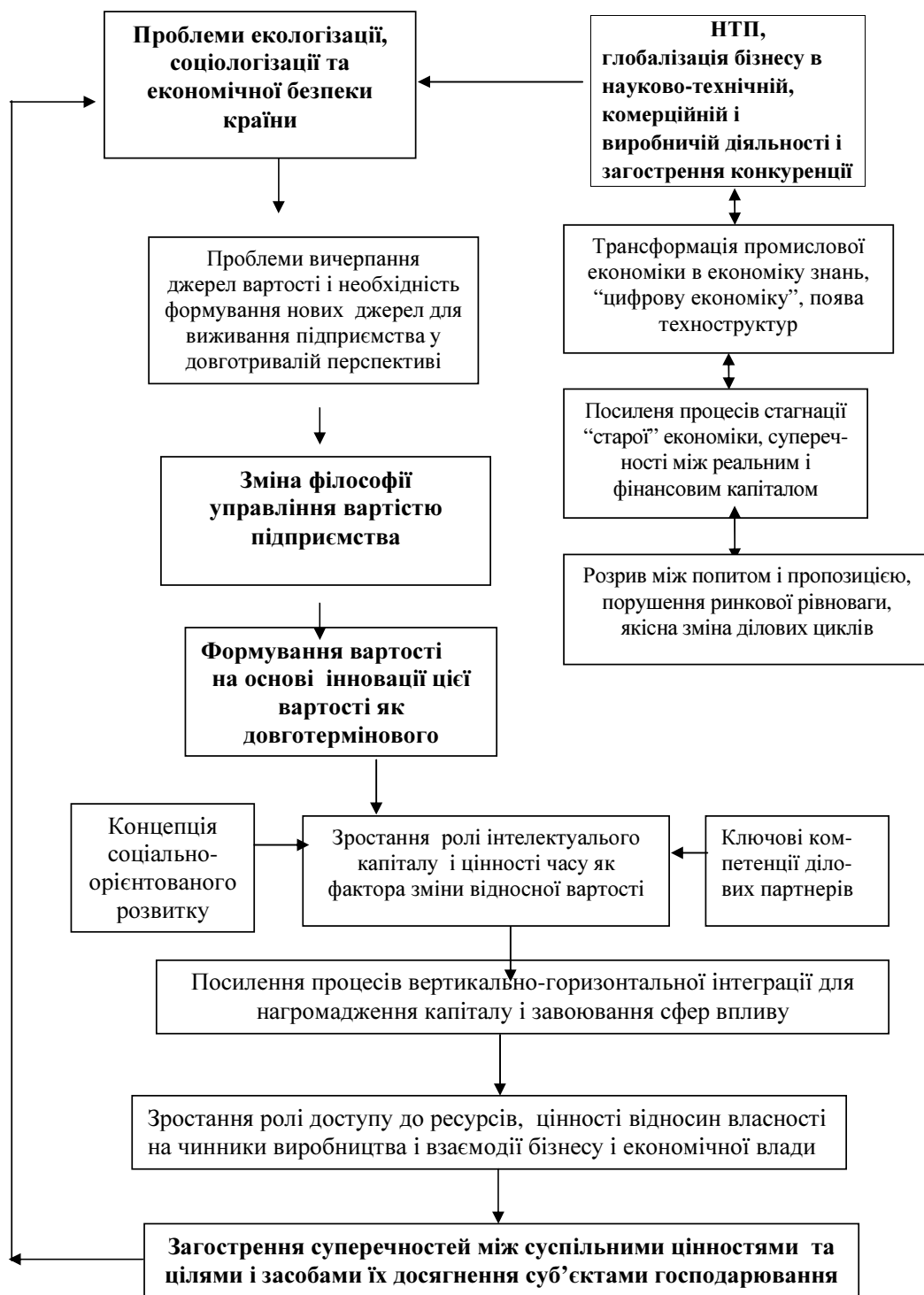
Мобільними стають всі економічні ресурси, зокрема й інтелектуальні, а зростаюча глобальна інфраструктура сприяє корпоративній інтеграції і глобалізації, що актуалізує проблему економічної безпеки країни за високої відкритості економіки. Ці обставини вимагають вдосконалення методології оцінювання вартості підприємств та ідентифікації довготермінових джерел її формування на різних стадіях відтворення капіталу “постачання – виробництво-збут”. Перехідна ринкова система стимулювала фінансово-торговельні групи щодо обслуговування процесу “споживання вартості”, а не її створення. Ще у 1999 р. в грошові спекуляції було втягнуто більш ніж 1,5 трлн. дол. США, що у 29–30 разів перевищувало денну вартість продажу товарів і послуг. За оцінками зарубіжних експертів, на кожний долар США, що обертається в реальному секторі економіки, припадає до 50 дол. у фінансовій сфері. Зростання інтенсивності міжсекторного руху капіталів призвело до появи нового поняття “фінансизація економіки” [8, с. 24]. Це означає, що фінансова система аналізу та оцінювання, яка відбивала статистику минулих (історичних) досягнень та управлінських рішень макро- і мікрорівнів, не може бути автоматично перенесена в інший просторово-часовий простір стратегічного розвитку вітчизняної економіки, коли посилюється глобальна інтелектуальна конкуренція, загострюється конфлікт мотиваційних інтересів домінуючих бізнес-структур та “ординарних” учасників ринкових відносин як в сфері виробництва, так і у сфері споживання, що вимагає зміни філософії управління вартістю підприємства (див. рисунок).

Знаряддями праці стають інтелектуально-інформаційні механізми й системи, що ґрунтуються на комп’ютерній системі. Бізнес не виконує подібних вимог, працюючи в “тіньовому секторі” і відповідно в Держкомстаті та в КМ України неможливо визначити реальні витрати на інновації. Наслідком такої необ’єктивної практики фінансового відображення реальних господарських процесів: для прикладу, капіталізація вітчизняного фондового ринку у 2002 р. наближено становила 11 % ВВП, тоді як у Росії і Польщі – 18–24 %, в США – 101,2 %, у Великій Британії – 97,2 %, Швейцарії – 171 %. Навіть збиткова компанія може мати велику капіталізацію за умови її високих темпів зростання в прогресивному секторі економіки в найближчій перспективі, наприклад, у сфері телекомунікацій, та значних обсягах витрат у розвиток виробництва. Реальне котирування акцій приватизованих підприємств на фондовому ринку віддзеркалює низьку капіталізацію економіки країни; у газовому секторі підприємств недооцінено право на монопольне користування газопроводами і газосховищами, які не входять до статутних фондів, але саме завдяки ним існують усі приватизовані газові підприємства; по відношенню до ВАТ “Укртелеком” є загроза недооцінки права монопольного користування лініями міжнародного та міжміського зв’язку. Як свідчить практика, іноземні інвестори, почувши про майбутні IPO чи навіть приватні розміщення, миттєво починають скуповувати акції таких компаній. Це вимагає оцінювання вартості підприємства з врахуванням опційних прав, що виражає модифікована стандартна формула дисконтованих грошових потоків:

$$V = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + (\text{вартість}_\text{опцій}). \quad (2)$$

У вищенаведеній формулі припускається, що підприємство має опційні права. Наприклад, на думку спеціалістів, половина вартості інвестиції, яка розглядається енергетичними компаніями як приваблива, виникає з можливості відкладання у часі їх здійснення, а половина ринкової вартості АТ виникає з наявності опцій зростання, яка в промисловості з більшою змінністю чинників виробництва і характеристик опціонів сягає навіть 70–80 %. Якщо цими правами користуватимуться емітенти, то це призведе до зростання вартості аналізованої фірми. У разі, коли підприємство виставляє опціони на продаж, тоді (V) дорівнюватиме:

$$V = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} - (\text{вартість}_\text{опцій}). \quad (3)$$



Зміна філософії управління вартістю підприємства

Тобто вартість опціонів потрібно відняти від вартості, яка виникає з оцінки на підставі дисконтованих грошових переміщень (гра “з нульовою сумою”) [9]. Якщо власник опціонів активно користуватиметься своїми правами, то у цьому випадку виставлення опціонів веде до зниження вартості фірми, як одного із методів захисту від ворожого поглинання. В практиці доступ до інформації про потенційні зобов’язання фірми та даних про власників ЦП (деривативів) є ускладненим, а в багатьох транзакціях продажу захищаються інтереси не усіх акціонерів, а лише окремих груп зацікавлених осіб, яким надаються вигідніші повноваження, що уможлиблює різну вартість паїв з тим самим номіналом, а правовий характер опціонного контракту у вітчизняній практиці діяльності АТ не є чітко визначеним щодо умовного підвищення капіталу, авансової виплати дивідендів, анулювання прав власників акцій.

Висновки. Капітал як економічна категорія є абсолютно космополітичним поняттям. Вартість сьогодні формується не стільки матеріальними чинниками виробництва, скільки контролем за інформаційними ресурсами і правами доступу до ресурсів, а також поступовим зростанням цінності особливого капіталу – інтелектуального, що вимагає подальшого розвитку теорій фірми, фінансів, ринку, зокрема інтелектуального ринку і розроблення на цій основі методологічних засад оцінювання ринкової вартості підприємства як динамічного процесу. Ці проблеми відкривають перед маркетингом, логістикою, економікою, фінансами нові об’єкти і предмети науково-дослідницьких пошукових робіт інноваційного характеру і вимагають зміни філософії управління вартістю підприємства.

1. Глобальна конкуренція в умовах однополісного глобалізму: Матер. Міжвідомчої науково-теорет. конф. / Відп. ред О.Г. Білорус – К.: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2004. – 54 с. 2. Баранівський О. Недокапіталізована економіка. www.zn.kiev.ua. 3. Башнянин Г.І. Метрологічні економічні системи: вступ у загальну метрологію і методологію формування економічних параметрів. – Львів: Новий світ, 2005. –1083 с. 4. Нивен Пол Р. Сбалансована система показателів: Шаг за шагом: максимальное повышение эффективности и закрепление полученных результатов / Пер. с англ. – Днепропетровск: Баланс Бизнес-Букс, 2004. – 328 с. 5. Szablewski A. Strategie wzrostu wartości, Poltext. – Warszawa, 2000. 6. Мэнкью Н.Г. Макроэкономика / Пер. с англ. – М.: Изд-во МГУ, 1994. –736 с. С. 107–109. 7. Єжак Я. Управління підприємством, орієнтоване на зростання вартості для його власників / Огляд організації. – 2001. – № 5. – С. 19–24. 8. Мовсесян А., Огнищев С. Некоторые тенденции мировой экономики // Экономист. – 2000. – № 7. – С. 85–94. 11. А. RUTKOWSKI . Wykorzystanie opcji rzeczywistych w wycenie firmy, (w:) J. DURAJ (red.), Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2001; 9. А. RUTKOWSKI . Wykorzystanie opcji rzeczywistych w wycenie firmy, (w:) J. DURAJ (red.), Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, Wydawnictwo Naukowe Novum. – Płock, 2001. 10. Мних О.Б. Маркетингові інструменти впливу на зростання ринкової вартості підприємства: зарубіжний і вітчизняний досвід // Регіон. Збірн. наук. пр. з економіки “Прометей”. – 2006. – №1(19). – С. 103–109.