

НАУЧНАЯ МЫСЛЬ

СЕРИЯ ОСНОВАНА В 2008 ГОДУ

А.А. ГУСЕВ

РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА И ИНВЕСТИЦИЙ

Москва
РИОР

УДК 336.6
ББК 65.053
Г96

Рецензенты:

д-р экон. наук, проф. *Лившиц В. Н.*;
д-р экон. наук, проф. *Хрусталева Е. Ю.*;
д-р экон. наук, проф. *Семенкова Е. В.*

Г96 **Гусев А.А.**

Реальные опционы в оценке бизнеса и инвестиций:
Монография. Научное издание. — М.: РИОР, 2018. — 118 с. —
(Научная мысль).

ISBN 978-5-369-00390-9

В представленной монографии рассмотрены основные проблемы, связанные с развитием методов инвестиционного анализа и применением метода реальных опционов в оценке эффективности инвестиционных проектов и стоимостной оценке предприятия (бизнеса).

Подробно раскрыто содержание основных моделей оценивания реальных опционов, дана классификация реальных опционов, теоретические положения подкреплены конкретными расчетами.

Научное издание предназначено для аспирантов, преподавателей вузов, научных сотрудников, специализирующихся в области управления инвестиционной деятельностью предприятий и оценки бизнеса.

ББК 65.053

ВВЕДЕНИЕ

В современной теории финансов традиционные подходы к оценке стоимости бизнеса и инвестиционных проектов довольно часто демонстрируют свою ограниченность. Если говорить о методах оценки с точки зрения доходов, то прежде всего им присуща значительная недооценка стоимости предприятий и отдельных проектов, функционирующих в условиях неопределенности. Очевидно, что основной причиной этого является неуклонное следование тезису об отсутствии гибкости оцениваемого бизнеса и, соответственно, отсутствию должной реакции менеджмента на негативные изменения внешней среды. Также существует весьма значительная проблема использования результатов традиционного анализа дисконтированных денежных потоков для выработки будущих сценариев развития предприятия в контексте стратегического управления стоимостью.

В связи с этим возрастает значение новейших методов оценки, которые могут использоваться как для оценки предприятия внешними структурами, так и для принятия более взвешенных внутрифирменных решений, нацеленных на управление стоимостью предприятия в перспективе. К числу таких инструментов прежде всего относится метод оценки реальных опционов (далее — *ROV*-метод от англ. — «*Real Options valuation*»), комплексно предложенный рядом зарубежных авторов в середине 1980-х гг., а по отдельным видам опционов (от англ. *option* — выбор) уже в 1977–1978 гг., и нашедший практическое применение с середины 1990-х гг. Важнейшей особенностью данного метода является его соответствие быстро меняющимся экономическим условиям, в которых функционируют предприятия. В настоящее время *ROV*-метод еще не признан в полной мере — продолжаются активные дискуссии о возможностях и пределах его применения. Тем не менее внимание к методу, проявляемое специалистами в области оценки в различных странах, позволяет сделать вывод, что его исследование является актуальной задачей и в России.

Теория реальных, или управленческих, опционов представляет собой объединение экономических, финансовых и управленческих точек зрения и подходов к прогнозированию денежных потоков с учетом различной степени неопределенности доходов, прибыли, издержек и иных факторов на разных стадиях функционирования объекта оценки.

Несмотря на очевидную важность управления финансами в процессе разработки и исполнения стратегии фирмы, до сих пор теория финансов имела лишь ограниченное влияние на стратегическое планирование, как в академической, так и в практической сферах, а многие стратегические решения принимались и продолжают приниматься на основе абстрактных рассуждений, вместо четкого использования алгоритмов финансового менеджмента и анализа. Можно выделить три причины этого (Myers, 19):

1. Сложности совмещения теории финансов и традиционных подходов к стратегическому планированию могут быть вызваны некоторой обособленностью развития данных областей знания, различием терминологии, подходов и культуры. Прежде всего большинство инструментов финансового менеджмента основано на математическом фундаменте, в то время как модели стратегического планирования — на сборе данных и анализе абстрактных примеров из окружающей среды (на основе качественного подхода) и применяются, как правило, в условиях значительной неопределенности. Заметим, что теория реальных опционов, несмотря на свое призвание объединить области стратегического и финансового менеджмента, в очередной раз подтверждает очевидную математическую сложность некоторых инструментов финансового менеджмента, что на сегодняшний день является одним из наиболее существенных их недостатков.

2. Как уже говорилось, большинство оценочных инструментов финансового менеджмента изначально разрабатывалось для оценки пассивных инвестиций, в то время как стратегическое бизнес-планирование, являясь попыткой поиска путей максимизации благосостояния акционеров в долгосрочной перспективе, определенно предшествует активному инвестиционному процессу. Значение данного процесса еще более усиливается при существующих тенденциях усложнения внешней среды.

3. Часто наблюдается неверное применение концепции дисконтирования денежных потоков, или *DCF* (Irving Fisher, 1907)¹,

¹ (*Discounted Cash Flow — DCF*), или дисконтированные денежные потоки — наиболее популярная концепция анализа эффективности инвестиций, являющаяся основой большинства современных методик оценки, включая методику реальных опционов. Концепция основана на предположении, что сумма денег, полученная в будущем, имеет меньшую стоимость, чем идентичная сумма денег в настоящий период. Для нахождения текущей суммы будущих денежных потоков используется следующая формула: $V_0 = FV_n / (1 + R)^n$, где V_0 — текущая стоимость будущих денежных потоков,

в стратегическом планировании, что в результате приводит к ее критике и неприятию. Теория реальных опционов, будучи математически более сложной, вряд ли способствует снижению влияния данного фактора на разрыв между стратегией и финансами. Разработанные компьютерные модели оценки реальных опционов снижают вероятность ошибки (в целом факт возможности активного применения теории реальных опционов без помощи компьютерных приложений является сомнительным), но порождают ряд других недостатков, которые будут рассмотрены далее. Даже при правильном применении концепции *DCF*, она не всегда приводит к объективным результатам вследствие ее ограниченности и ориентации на оценку пассивных инвестиций (изначально концепция была разработана для оценки доходности облигаций). Инвестиции в реальном секторе существенно отличаются от инвестиций в облигации (в особенности неконвертируемые) — прежде всего наличием значительной неопределенности внешней среды и возможности принимать решения по ходу проекта. Несмотря на это, концепция, бесспорно, остается актуальной, а современные методики оценки, включая *ROV*-метод, призваны восполнить пробелы, возникающие при применении традиционных подходов к оценке инвестиционных проектов, и адаптировать концепцию *DCF* к требованиям, выдвигаемым при оценке доходности современных реальных инвестиций.

Объективные недостатки концепции *DCF* наряду с ошибками, возникающими при ее применении, будут рассмотрены в гл. 2.

Как уже отмечалось, важность финансовых теорий для стратегического менеджмента не вызывает сомнений (что неоднократно подчеркивалось рядом зарубежных исследователей — *Myers, Amram & Kulatilaka, Coveney* и др.). Важнейшей составляющей финансового менеджмента является осуществление эффективных капиталовложений, т.е. размещение свободных денежных средств в проекты или активы, имеющие тенденции к будущему росту стоимости. Несмотря на то что одна лишь эта составляющая финансового менеджмента (и стратегического планирования) не гарантирует максимума организационной эффективности, ее важ-

FV_n — величина будущих денежных потоков в момент времени n , R — процентная ставка дисконтирования. В зависимости от цели вычисления, процентная ставка R может отражать инфляцию, уровень риска или альтернативные возможности инвестирования, как правило, равные ставке доходности портфеля ценных бумаг на финансовом рынке, имеющем риск, идентичный среднему риску рынка (*Drury* 2000, с. 458–460).

ность определяет важность методик оценки будущей стоимости активов и денежных потоков, генерируемых создаваемыми проектами.

С учетом растущего интереса теории стратегического планирования к методологиям финансового менеджмента, а также постоянно усложняющихся условий стратегического планирования, вызванных объективными макроэкономическими тенденциями; растут и требования к оценке эффективности капиталовложений с точки зрения будущей стоимости активов и будущих денежных потоков.

На сегодняшний день существующие методики оценки не отвечают данным требованиям в силу их направленности на оценку пассивных инвестиций. В этой связи теория реальных опционов, направленная на максимальную адаптацию традиционных методик оценки к требованиям стратегического планирования, вызывает значительный интерес для изучения и развития.

Глобализация, усиливающаяся экономическая интеграция, растущая конкуренция, неопределенность внешней среды и динамичность изменений, усложнение структуры потребительского спроса и сокращение жизненных циклов товаров и услуг приводят к повышению важности факторов организационной адаптивности и гибкости, подчеркиваемой практически во всех областях менеджмента, — от управления производством до менеджмента человеческих ресурсов (*Campbell, Johnson & Scholes*, др.). Необходимость финансового обоснования инвестиционных проектов в рассматриваемых областях менеджмента рождает необходимость учета фактора гибкости при обслуживании стратегического планирования финансовыми инструментами анализа.

ГЛАВА 1

СТРАТЕГИЯ, ИНВЕСТИЦИИ И ОЦЕНКА. НОВЫЕ ТРЕБОВАНИЯ К СТРАТЕГИЧЕСКОМУ ПЛАНИРОВАНИЮ

Перед рассмотрением подходов к оценке бизнеса и инвестиционных проектов и *ROV*-метода, как одного из них, необходимо охарактеризовать место и роль оценки инвестиций и бизнеса в управлении компанией, а также дать определения основным терминам — «стратегия», «инвестиции», «оценка».

Очевидно, что управленческая деятельность направлена на достижение целей бизнеса. На сегодняшний день среди теоретиков и практиков менеджмента не существует единого мнения относительно этих целей. Ведутся активные дебаты между представителями финансового и социального взгляда на цели функционирования организации, а обсуждение концепции «социальной ответственности» является излюбленным авторами работ в области организационного поведения.

В рамках данной книги встанем на сторону традиционного подхода, согласно которому основной целью коммерческой организации является максимизация благосостояния акционеров (*Milton Friedman*) посредством прямых денежных выплат (дивиденды) либо посредством увеличения стоимости акционерного капитала (повышения капитализации компании).

Основу деятельности, направленной на максимизацию благосостояния акционеров, составляет процесс принятия решений относительно эффективного размещения инвестиций.

Инвестиции являются основной деятельности всей компании, а функция финансов является ключевой. Все остальные функции в той или иной мере являются обслуживающими и нацелены на повышение эффективности осуществляемых инвестиций.

Инвестиции — процесс размещения капитала с целью последующего получения выгоды.

Таким образом, акционеры, компания и инвестиции находятся в постоянной взаимосвязи, где компания выступает инструментом,

направляющим денежные ресурсы акционеров в инвестиционные проекты и осуществляющим распределение полученной прибыли (рис. 1).

Тема инвестиций является центральной в финансовой теории. Основную проблему можно сформулировать как необходимость эффективного размещения ограниченных ресурсов (что, в общем, является основной проблемой экономической теории). Главными владельцами ресурсов являются физические лица или, используя экономические термины, домашние хозяйства. Решая судьбу наличных денежных средств, лицо должно отдать предпочтение одному из двух вариантов: потребление или сбережение. Причем в развитой рыночной экономике понятным является желание индивида получить вознаграждение за отказ от немедленного использования возможностей, предоставляемых наличием свободных денег. И хотя сбережение денег может иметь конкретную субъективную выгоду, выраженную в накоплении, с целью дальнейшего приобретения более дорогих видов товаров, сбережения без вознаграждения за отсрочку использования денег являются нерациональными в силу, хотя бы, таких очевидных причин, как обесценение денег во времени. Подробно данный процесс будет рассмотрен далее.

С целью получения вышеназванного вознаграждения сбережения должны быть трансформированы в инвестиции. Желание домашних хозяйств осуществить инвестиции создает предложение денег. С другой стороны, на финансовом рынке мировой экономики в целом есть спрос на деньги со стороны компаний, трансформирующих привлекаемые финансовые ресурсы в реальные инвестиции.

В конечном счете, все финансовые вложения трансформируются именно в реальные инвестиции, а финансовый рынок (или ры-



Рис. 1. Схема создания акционерной стоимости

нок ценных бумаг) при всей своей сложности, кажущейся независимости и многообразии существующих операций лишь обслуживает реальный сектор экономики. Независимый частный инвестор может обратиться к брокеру с целью размещения свободных денежных средств на финансовом рынке для дальнейшего получения выгоды. Брокер, в свою очередь, будет искать возможности для формирования пакета ценных бумаг, характеризующегося требуемым уровнем риска, или будет анализировать финансовый рынок с целью обнаружения недооцененных финансовых инструментов, т.е. возможности арбитража (понятие «арбитраж» будет рассмотрено далее), возникающей из-за несовершенства финансового рынка.

Совершенным (неважно, финансовым или реальным) можно считать тот рынок, на котором присутствует «совершенная конкуренция», характеризующаяся следующими обязательными условиями:

1) на рынке присутствует большое количество участников — продавцов и покупателей, причем влияние каждого отдельного участника на рынок незначительно в силу того, что осуществляемые участниками сделки имеют маленькую стоимость по сравнению с совокупной стоимостью всех осуществляемых на рынке сделок;

2) все участники рынка равнозначны: все они одинаково рациональны в принятии своих решений и все имеют одинаковые возможности на рынке, выраженные, в том числе, в абсолютной свободе входа и выхода, а также равные возможности в получении информации. На рынке отсутствуют какие-либо барьеры для распространения информации. Все участники рынка получают ее одновременно и без искажений;

3) товар является однородным и равноценным с точки зрения покупателей. Кроме того, у продавцов отсутствуют любые предпочтения относительно покупателей.

В реальности это далеко не всегда так. Сама суть рыночной экономики порождает конкуренцию и неравенство. Следовательно, на рынке в любой момент времени присутствует некоторое количество участников, существенно различающихся по размерам своих сделок, а также по степени своего влияния на рынок, не только в силу своего размера (экономических ресурсов), но и часто в силу наличия политических и информационных ресурсов. Кроме того, на рынке существует множество барьеров — объективных (географические, технологические и т.д.) и субъективных (частные характеристики участников рынка). Помимо всего названного некоторые рынки имеют ярко выраженные признаки олигополии, что особенно характерно для современного этапа развития российской экономики.

После заключения ряда удачных сделок по приобретению и продаже ценных бумаг на рынке ценность вложений инвестора увеличится. Однако общая ценность рынка, т.е. совокупная стои-

мость всех ценных бумаг, обращающихся на данном рынке, останется без изменения, независимо от масштаба осуществленной сделки. Происходит лишь перемещение стоимости из одних рук в другие.

Создание стоимости (рис. 1) в конечном счете зависит лишь от реального сектора экономики. И хотя изменение спроса на определенный вид ценной бумаги может вызвать изменение ее стоимости на рынке, а повышенный спрос на бумаги отрасли может стать локомотивом роста целого рынка, данное изменение спроса в долгосрочной перспективе может возникнуть лишь как реакция на информацию, поступающую из реального сектора. В краткосрочной перспективе все изменения спроса являются результатом лишь эмоций и ожиданий инвестора и могут вызвать колебания стоимости рынка лишь в течение ограниченного периода времени. При длительном росте цен на бумаги эмитента, не сопровождаемым адекватным увеличением реальной стоимости компании, все равно наступает «момент истины», когда необоснованная разница становится очевидной. Это может приводить к катастрофическим в масштабе данного рынка или отрасли последствиям.

В 2000 г. произошел резкий обвал индекса *NASDAQ*, вызванный падением котировок акций высокотехнологичных компаний. Данное падение в значительной степени можно объяснить так называемым эффектом «мыльного пузыря», когда рыночная стоимость акций компаний значительно превышает их реальную стоимость. Чрезмерно оптимистичные ожидания инвесторов касательно успешности бизнеса высокотехнологичных компаний оказались не в полной мере оправданными, что вызвало резкое падение котировок акций. 14 апреля 2000 г. индекс *NASDAQ Composite* упал на 35% по отношению к максимальному значению, достигнутому 10 марта того же года (5132,52 пункта), остановившись на отметке 3321,29. После этого изменения индекса характеризовались значительной неустойчивостью. В целом тенденция к падению наблюдалась до 9 октября 2002 г., когда индекс упал до минимальной отметки в 1114,11 пунктов (на 78%).

Данный пример доказывает, что в долгосрочном периоде стоимость рынка определяется лишь результатами процессов, происходящих в реальном секторе экономики, в то время как спекулятивные изменения спроса и неоправданные ожидания инвесторов могут вызвать лишь краткосрочные колебания стоимости на финансовом рынке.

В данной книге рассматривается преимущественно проблема-тика инвестиций в реальный сектор экономики как альтернатива (с точки зрения инвестора) финансовым инвестициям, т.е. инвес-

тициям в ценные бумаги (такие инвестиции в российской терминологии называются капитальными вложениями).

Несмотря на установленные в данной книге рамки обсуждения инвестиций в реальном секторе, целесообразно уделить некоторое внимание концепции финансовых опционов, так как она явилась в определенной мере предпосылкой для создания теории опционов в реальном секторе. Для их оценки применяются некоторые модели, изначально разработанные для оценки доходности инвестиций на рынках ценных бумаг, в том числе широко известная модель Блэка и Скоулса (см. гл. 5).

Возвращаясь к взаимосвязи «инвестор ↔ инвестиции», заметим, что лицо, располагающее свободными денежными средствами, может быть как активным, так и пассивным инвестором.

Оба варианта возможны в случае инвестиций в ценные бумаги. Обратившись к брокеру, инвестор может сформировать пакет ценных бумаг, удовлетворяющий его своей нормой риска.

Наиболее простой формой пассивных инвестиций будут инвестиции в государственные облигации, обладающие минимальной степенью риска, но и минимальной приемлемой доходностью на рынке. Другая форма пассивных инвестиций — банковские вклады, вложения в паевые инвестиционные фонды.

Активные инвестиции также могут осуществляться в форме вложений в ценные бумаги. Во-первых, лицо, инвестирующее свободные денежные средства, может самостоятельно сформировать и заниматься управлением инвестиционным портфелем. Во-вторых, посредством покупки акций могут осуществляться капитальные инвестиции. Так, мажоритарные акционеры могут принимать активное участие в управлении компанией и влиять на принятие решений относительно вложений имеющихся у организации средств в реальные активы. В случае если акционеры компании не принимают активного участия в ее управлении, роль «активного инвестора» играет наемный менеджер.

В случае прямых капитальных вложений или реальных инвестиций (для оценки которых применяется *ROV*-метод) лицо является исключительно активным инвестором. Это означает, что лицо, располагающее свободными денежными средствами, вкладывает их не в ценные бумаги, а в реальные активы, с последующим управлением, направленным на получение выгоды. Доходность таких инвестиций должна быть выше доходности инвестиций в ценные бумаги с сопоставимым уровнем риска. Повышенная доходность капитальных вложений является платой за управление инвестициями.

Данный факт зачастую оказывается спорным. Многие зарубежные специалисты в области финансового менеджмента затрагивают проблему контроля наемных менеджеров собственниками бизнеса, так называемую проблему «агента-принципала». В то время как главной целью менеджмента должна быть максимизация благосостояния акционеров, путем повышения капитализации компании и рыночной стоимости акций, личные мотивы высшего управленческого звена могут противоречить целям собственников бизнеса. В последние годы произошел ряд крупных конфликтов, вызванных тем, что личные интересы менеджеров преобладали над интересами акционеров. Зачастую менеджеры компаний вместо максимизации благосостояния хозяев бизнеса ограничиваются «удовлетворением» их требований — и не более. Это не удивительно, ведь каждый рубль, доллар, фунт или евро, выданный в виде дивидендов или реинвестированный в компанию, вычитается из фонда вознаграждения менеджмента, которое порой выражается в значительных суммах даже в масштабах крупного бизнеса. Существует ряд методик мотивации наемных менеджеров, направленных на повышение их преданности цели максимизации благосостояния акционеров, в частности концепция *EVA*, относящаяся к традиционным показателям экономической эффективности, а также опционные методики.

Однако лицо, занимающееся финансовыми вложениями в реальный сектор экономики, также может выступать в роли пассивного инвестора — например, если принятие решений в организации делегируется наемному менеджеру, а инвестор не занимается управлением.

В таком случае инвестор фактически не участвует в процессе инвестиций в реальный сектор, он инвестирует в ценные бумаги. Осуществлением же реальных инвестиций занимается наемный менеджер, который выступает активным инвестором свободных/привлеченных денежных средств в реальный сектор. Главной целью приглашенного управленца должна быть максимизация благосостояния акционеров.

Традиционные методики оценки инвестиций дают наиболее верные результаты при оценке пассивных инвестиций. Более сложные методы оценки, включая финансовые и реальные опционы, применяются при активных инвестициях.

В то время как концепция максимизации благосостояния акционеров является фундаментальной и составляет основу бизнес-процессов в организации, одной этой цели недостаточно для руководства процессом принятия решений. Менеджмент компании как инструмент распределения денежных ресурсов должен разработать стратегию по достижению основной цели бизнеса (в этом, кстати, по мнению авторов, кроется разрешение споров о целях бизнеса: социальная ответственность бизнеса может быть элемен-

том стратегии, т.е. инструментом достижения фундаментальных целей, но не самой целью) (рис. 2).

Стратегия — это долгосрочное видение и направление развития компании в рамках изменяющейся среды и ограниченного количества ресурсов, нацеленное на получение конкурентных преимуществ, их эффективной эксплуатации и последующего удовлетворения ожиданий акционеров.

Основой стратегического планирования является попытка ответить на три ключевых вопроса, актуальных для каждой компании: где, куда и как?

где мы находимся в настоящий период времени?

- куда мы хотим попасть в перспективе?
- каким образом (как) мы туда доберемся?

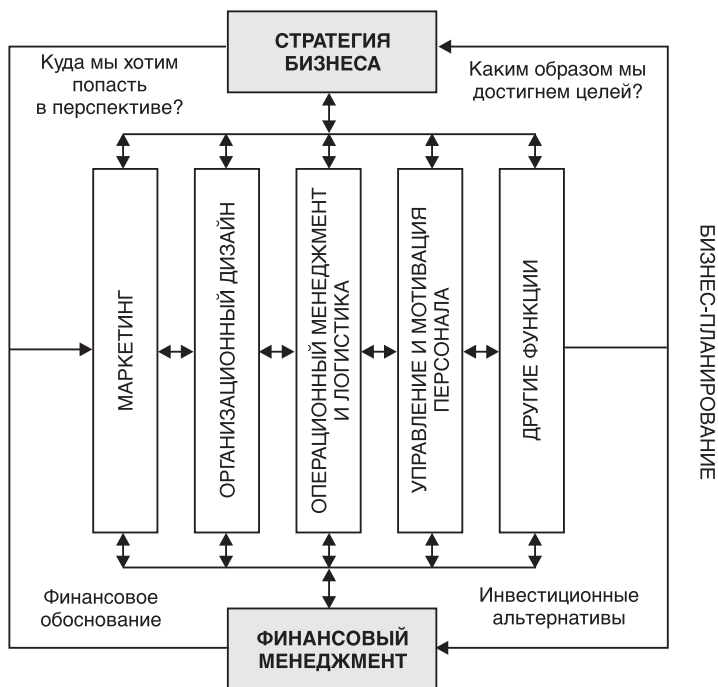
Отвечая на вопрос о способах достижения поставленных целей, менеджмент определяет сферу функционирования бизнеса, т.е. портфель продуктов или услуг, которые будет предоставлять бизнес с целью получения выгоды. Здесь, безусловно, нельзя недооценивать значение маркетинговой составляющей стратегического планирования, так как выбор продукта или услуги требует тщательного анализа рынка. Возможно, стратегией фирмы является не создание нового продукта, а лишь его переориентация на другую целевую аудиторию, что может, например, означать смену географического ареала ведения бизнес-операций (составляющая «*place*» в маркетинговой концепции «5P»), или смена целевой социальной группы (составляющая «*people*»).

Определенное внимание при бизнес-планировании должно быть уделено также проблемам организационного дизайна, операционного менеджмента, привлечения и мотивации квалифицированного персонала и т.д. Для разработки корректного и максимально эффективного бизнес-плана важно системное рассмотрение всех названных элементов. Основное значение при этом имеет финансовое обоснование. Независимо от того, какая область управленческих знаний рассматривается в данный момент, конечным вопросом будет определение перечня активов, необходимых для выполнения поставленных задач. Данный список может включать землю, недвижимость, оборудование, оборотные активы и т.д.

Таким образом, в дополнение к определению стратегии заметим, что при формировании программы развития компании ключевыми являются инвестиционные решения. При этом потребности бизнеса должны соответствовать возможностям, т.е. располагаемым ресурсам или ресурсам, которые можно привлечь.

Достижение этого равновесия является сутью финансового обоснования стратегического планирования.

На рис. 2 отмечено, что по результатам планирования в каждой из управленческих областей выдвигаются инвестиционные альтернативы.



Стрелки, идущие по периметру, отражают связь каждого блока с последующим. Разрабатывая стратегию бизнеса, направленную на будущую максимизацию благосостояния акционеров, менеджмент создает видение будущего компании, т.е. отвечает на вопрос, «куда мы хотим попасть в перспективе.» Ответ на данный вопрос требует детального бизнес-планирования и построения программы действий в каждой из основных областей управления компанией. Составление бизнес-плана позволяет ответить на вопрос «каким образом мы достигнем обозначенных в стратегии целей.» При этом стратегическое видение ставит рамки для бизнес-планирования.

Отвечая на вопрос о способах достижения поставленных целей, менеджмент занимается планированием в каждой из управленческих областей и выдвигает инвестиционные альтернативы. Их оценка с точки зрения соотношения их вклада в достижение стратегических целей и объема, доступности и стоимости требуемых инвестиций является прерогативой финансового менеджмента, обеспечивающего финансовое обоснование бизнес-плана.

Двусторонние стрелки внутри рисунка отражают взаимосвязь всех блоков, вовлеченных в стратегическое планирование, и важность системного подхода при разработке стратегии.

Рис. 2. Связь между стратегией бизнеса и финансовым менеджментом

В сущности, процесс принятия любого решения основан на сравнении имеющихся альтернатив. Принятие финансовых решений базируется на финансовой оценке инвестиционных альтернатив. Оценка инвестиционных проектов занимает ключевую позицию в современной финансовой теории.

Финансовая оценка инвестиций — это анализ и выявление сфер бизнеса и инвестиционных проектов, наиболее выгодных для размещения располагаемого капитала, при наличии ограничений внешней и внутренней среды.

Значение слова «стратегия» очень расплывчато. В данной работе мы рассматриваем стратегию фирмы с точки зрения финансовой теории. Поскольку любое стратегическое начинание требует определенных капиталовложений, в данном контексте мы можем определить сущность стратегии фирмы как долгосрочную программу распределения дефицитных ресурсов через инвестиции, направленную на максимизацию благосостояния собственников бизнеса (акционеров). Методы оценки стоимости реальных инвестиций или капиталовложений — это инструменты компаний в выборе потенциальных инвестиций, призванных обеспечить достижение стратегических целей и, как результат, максимизировать акционерную стоимость.

Подводя итог вышесказанному, подчеркнем, что финансовое планирование, т.е. программа инвестиций, является неотъемлемой частью процесса разработки эффективной стратегии в любой коммерческой организации.

Помимо оценки инвестиций финансовое планирование выполняет и другие функции:

- 1) прогнозирование будущей потребности во внешнем финансировании;
- 2) поиск источников финансирования и привлечения капитала;
- 3) оценка инвестиций в новые активы;
- 4) планирование и проработка методов финансового контроля и отчетности.

В данной книге мы рассматриваем прежде всего третью функцию финансового менеджмента — оценку инвестиций в новые активы. Однако при этом нельзя абстрагироваться от остальных функций финансов. Так, концепция реальных опционов теряет смысл при отсутствии финансового контроля, ибо он служит базой для принятия решений в будущем; при отсутствии финансового контроля теряет всякую ценность понятие управленческой гибкости, ключевое в теории реальных опционов.

Остальные функции также имеют важное значение: поиск источников финансирования и привлечения капитала может создавать новые реальные опционы, повышающие стоимость бизнеса и проектов, а прогнозирование будущей потребности во внешнем финансировании — процесс, необходимый для адекватной текущей оценки эффективности проектов.

Нужно отметить, что финансовый менеджмент претерпевает значительные изменения. Теоретики финансового менеджмента уже давно твердят о необходимости смены приоритетов функций финансов и важности более широкого и эффективного использования возможностей финансового менеджмента в деятельности компании, в особенности при стратегическом планировании.

Изменения касаются не столько состава функций финансового менеджмента, сколько расположения этих функций в порядке важности. Долгое время приоритетной оставалась функция финансового контроля, однако сейчас ее значение существенно снижается.

По утверждению М. Мау, сегодня стало неприемлемо принимать управленческие решения на основе почти интуитивных предпочтений или тратить время на «тушение пожаров», вместо того чтобы устранять причины «возгорания».

T. Luehrman, профессор Гарвардской школы бизнеса, автор ряда книг и статей по теории реальных опционов, отмечает, что традиционно финансовый менеджмент выполнял роль работы над ошибками. Он утверждает, что важно избегать принятия решений на основе «традиционного» подхода к оценке, т.е. когда оценка ценности решений осуществляется после принятия решения для того, чтобы проверить, насколько полученные результаты совпали с ожидаемыми. Основной целью должно быть использование финансового анализа на стадии разработки стратегий.

Таким образом, финансовая функция контроля снижается, в то время как функция оценки эффективности принятия инвестиционных решений как части разрабатываемой стратегии выходит на первый план.

Фактически теряет значение процесс бюджетирования как составная часть финансового планирования и контроля. Хотя правильнее будет сказать, что эти процессы эволюционируют, адаптируясь к новым потребностям. Если традиционно роль финансового планирования и контроля выражалась в составлении бюджетов, определяющих ключевые показатели бизнеса на будущий период, а его предназначением было «добиться от работников

заданных результатов», то теперь роль планирования должна заключаться в поиске гибких и эффективных источников финансирования, а роль контроля в информировании тактического менеджмента с целью эффективной реализации существующих реальных опционов в наиболее подходящий момент.

По утверждению *T. Luehrman*, в большинстве компаний формулировка стратегии и развитие бизнеса не связаны напрямую с финансовым анализом. Тем не менее и стратегия, и разработка концепций развития бизнеса с самого начала поднимают важные финансовые вопросы, ответы на которые приходят далеко не сразу. Для того чтобы финансы могли играть важную роль в этих творческих процессах, должны существовать финансовые модели анализа последовательности решений, являющихся в данный момент гипотетическими и представляющими собой будущие возможности. Применение подходов реальных опционов в модели, позволяющей оценить не только материальные активы, но и будущие возможности (множественные взаимосвязанные возможности), позволяет использовать теорию и практику финансов на ранних этапах разработки стратегии.

Обоснованность применения финансового анализа в стратегическом планировании также объясняется современными особенностями принятия стратегических решений. Разрабатывая стратегию, руководители создают образ своей организации в будущем и намечают план развития, который должен привести их к желаемому результату. Однако в сегодняшних условиях ведения бизнеса невозможно сформировать план долгосрочного развития, как путеводитель в течение всего времени, отведенного на достижение стратегической цели. Причиной этого факта можно посвятить отдельную книгу. Очевидно, что на протяжении всего XX и в начале XXI вв. наблюдается стремительное увеличение динамики жизни, характеризующее особенности внешней среды бизнеса. Глобализация, международная интеграция, экономический подъем развивающихся стран, и их вступление в международные рыночные отношения приводят к значительному росту конкуренции, стимулируют и без того стремительное развитие технологий. В совокупности эти факторы обуславливают повышение динамики изменения потребительского спроса, что, в свою очередь, опять подталкивает технологический прогресс и заставляет компании искать инновационные методы завоевания потребительских сегментов. Даже такие традиционно стабильные отрасли, как нефтедобывающая и металлургическая в силу различных геополитических собы-

тий и глобальных тенденций действуют сегодня в условиях повышенной неопределенности. Несмотря на то, что, учитывая стремительный рост мировых цен на нефть и металлы, назвать текущие условия функционирования компаний в данных отраслях «критическими» довольно сложно, вопрос максимизации эффективности использования возможностей, представляемых внешними факторами, и нейтрализации негативных воздействий окружающей среды является как никогда актуальным. Именно здесь на помощь должны прийти методологии финансового менеджмента. Однако неграмотное использование традиционных методологий, как уже отмечалось, вряд ли принесет существенную пользу. Необходима их адаптация к изменяющимся потребностям бизнеса.

В условиях значительной неопределенности с самого начала реализации намеченного плана (стратегии) бизнес начинает получать информацию извне, которая была недоступна на стадии планирования: реакция конкурентов, поведение потребителей, непредвиденные геополитические и макроэкономические изменения, затрагивающие данную сферу бизнеса, и т.д. Первые шаги по реализации плана могут обнаружить просчеты, допущенные на стадии стратегического планирования, либо возможные новые пути для дальнейшего развития, допуская рациональность менеджмента и его стремление к максимизации финансовых показателей бизнеса, будь то прибыль или экономическая добавленная стоимость.

Amram & Kulatilaka (1999) утверждают, что фирмы, использующие *ROV*-методику в оценке стратегических инвестиций и в оперативном принятии решений, успешно корректируют свою стратегию на рынке, что повышает вероятность роста благосостояния акционеров.