

## ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### СНИЖЕНИЕ РИСКОВ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ МЕТОДА РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ

Булыга Р.П., к.э.н., доцент кафедры экономического анализа и аудита

*Финансовая академия при Правительстве РФ*

#### ВВЕДЕНИЕ

Проводимые в последние 20 лет исследования в области финансов показали, что концепция традиционных методик учета рисков бизнеса не позволяет менеджерам гибко менять свою тактику в ходе управления деятельностью фирмы. Указанные методики воспринимаются так называемое «сдерживающее мышление», от которого страдают многие организации. Сотрудники поощряют за выполнение установленного плана, бюджета, графика, а не за максимальный результат, на который они способны. В таких условиях любое отклонение от ожидаемых условий или от плана воспринимается негативно. Слово «риск» становится синонимом слова «негатив». Но только те компании, которые наряду с отрицательным способны оценить положительный потенциал (потенциал повышения) рискованных проектов, могут этот потенциал осуществлять. Если же оценивается только достижение поставленных задач, то это максимум того, что можно получить. Очевидно, что такое мышление в современных условиях не может обеспечить фирме конкурентных преимуществ.

В качестве альтернативы классическим методам учета рисков, по мнению автора, может быть использован так называемый метод реальных опционов, представляющий собой своего рода базу для оценки стоимости, создаваемой в условиях предельной подвижности, быстроты и оптимизации.

Метод реальных опционов предполагает, что участники проекта могут экспериментировать с техническими решениями, корректировать характеристики продукта, исследовать дополнительные варианты использования продукта потребителями или корректировать его позиционирование. Возможность таких гибких корректировок по ходу осуществления проекта и называют «реальными опционами».

Ввиду своей относительной новизны и сравнительной сложности используемой математики опционный метод на сегодняшний день в управленческой практике и оценочной деятельности используется недостаточно широко не только у нас, но и на Западе.

В настоящей статье автором предпринята попытка применения «опционного мировоззрения» в практике управления рисками неосязаемыми активами фирмы (так называемым интеллектуальным капиталом бизнеса).

#### 1. ТЕОРИЯ ФИНАНСОВЫХ ОПЦИОНОВ

Изначально понятие «опцион» использовалось в теории управления финансовыми активами.

В своем классическом виде опцион – это право приобрести или продать некий актив по определенной цене (цене исполнения) в определенный момент (время или срок опциона) либо в течение периода до этого назначенного момента [3, с.491].

Как следует из указанного определения, опционы наделяют их владельцев правом (но не обязанностью) купить или продать активы по заранее оговоренной цене, которую называют ценой исполнения опциона, в заранее оговоренный срок, именуемый продолжительностью опциона. Опционы «колл» дают право покупать, а опционы «пут» – продавать [6, с.467].

Исторически понятие «опцион» выросло из близких по сути идей диверсификации рисков и хеджирования портфеля инвестиционных инструментов.

Выгодность политики диверсификации – одна из самых важных идей в финансах, которая в 1990 году была удостоена Нобелевской премии [1, с.202]. Диверсификация полезна, потому что она распределяет (а значит, уменьшает) риск потерь.

Идея хеджирования органически вытекает из идеи диверсификации инвестиционного портфеля с целью снижения систематического инвестиционного риска или из идеи диверсификации хозяйственной деятельности с целью уменьшения несистематического риска инвестиций в эту компанию, если она является закрытой и у ее акционеров практически нет возможности снизить систематический риск своих инвестиций.

Идея хеджирования заключается в том, чтобы в некий «портфель инвестиционных инструментов» включить инвестиционные инструменты, доходы от вложения в которые при проявлении одних и тех же факторов риска изменяются в обратной зависимости друг от друга. В результате, если в течение периода сохранения вложенных фондов в этих инструментах такие факторы риска действительно проявятся (соответственно изменится внешняя среда бизнеса), то общий уровень дохода с капиталовложений в хеджированный портфель инвестиционных инструментов не изменится или изменится незначительно в зависимости от того, каков коэффициент обратной пропорциональности в динамиках дохода с противоположных по направленности этих динамик инвестиционных инструментов.

Пока идея хеджирования наиболее глубоко разработана применительно к капиталовложениям в финансовые активы типа ценных бумаг [5]. Тем не менее, та же идея хеджирования в настоящее время активно разрабатывается и применительно к любым другим инвестиционным инструментам, которыми могут, например, служить различные виды приобретаемого физического имущества (реальных активов) или бизнес-проекты (виды деятельности, освоение и выпуск различных видов товаров и услуг), речь о которых пойдет ниже.

Таким образом, с точки зрения методологии настоящего исследования следует подчеркнуть следующий важный вывод: опционы изначально предусматривались как инструменты управления рисками (вначале – только финансовыми). Поэтому выбор их в качестве

альтернативы современным классическим методикам учета рисов бизнеса представляется автору вполне логичным.

Экономическую суть опционов раскрывают следующие базовые формулы расчета эффекта от их приобретения [3, с.505]:

$$F_c = S_m - X - C_m, \text{ если } S_m > X;$$

$$F_c = 0 - C_m = - C_m, \text{ если } S_m < X;$$

$$F_p = X - S_m - P_m, \text{ если } X > S_m;$$

$$F_p = 0 - P_m = - P_m, \text{ если } X < S_m,$$

где

**F<sub>c</sub>** - прибыль от приобретения опциона на покупку акции;

**F<sub>p</sub>** - прибыль от приобретения опциона на продажу акции;

**T** – срок истечения опциона;

**S<sub>m</sub>** – прогнозируемая цена хеджируемой акции;

**C<sub>m</sub>** – цена опциона на покупку акции;

**P<sub>m</sub>** – цена опциона на продажу акции;

**X** - цена исполнения соответствующего опциона.

Суть опционного ценообразования на основе идеи хеджирования заключается в следующем.

Если часть располагаемых инвестором средств вместо того, чтобы быть вложенными на время **T** в еще большее количество некоторого доходного, но рискованного актива, направляется на приобретение опциона на покупку этого актива со сроком исполнения опциона, равным **T**, то инвестор при цене исполнения опциона, меньшей, чем возможная фактическая будущая цена актива (т.е. при **S<sub>m</sub> > X**), обеспечивает себе с опциона дополнительную прибыль (**S<sub>m</sub> – X**). Ведь через время **T** он сможет купить дорогой актив по цене ниже рыночной, но это право будет ему дополнительно стоить сумму **C<sub>m</sub>**.

Зато в случае, когда фактическая будущая цена актива окажется такой низкой (упадет), что цена исполнения опциона превысит ее или будет ей равна (**S<sub>m</sub> < X**), инвестор теряет средства **C<sub>m</sub>**, так как опцион не имеет смысла использовать. Тем не менее, больше, чем эту сумму, инвестор не потеряет, а мог бы потерять и гораздо больше, если бы потратил средства **C<sub>m</sub>** на приобретение теряющего в цене актива.

Чем более значительное падение цены инвестиционного актива вероятно наряду со значительным ее ростом, тем больших потерь можно таким образом избежать, уменьшая одновременно доход в случае оптимистического сценария развития событий.

Вопрос о должной оценке опционов был предметом множества научных исследований. Несмотря на используемый при моделировании сложный математический аппарат, ответ получается неожиданным и простым: чем выше неопределенность и дольше срок жизни опциона, тем он ценнее. Но здесь есть логика: чем больше неопределенность и дольше срок жизни, тем больше шансов, что когда-нибудь в будущем исполнение опциона принесет выгоду.

## 2. ТЕОРИЯ РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ

Теория опционов в настоящее время активно разрабатывается применительно к любому типу инвестиционных активов. Создается так называемая “теория реальных опционов”. В соответствии с указанной теори-

ей реальный опцион – это право выбора способа, формы, объема или техники использования обязательства, предоставленное условиями контракта, или право отказа от выполнения обязательства при обстоятельствах, обусловленных контрактом [1, с.217].

В узком смысле концепция реальных опционов означает применение методов, разработанных теорией финансовых опционов, для анализа нефинансовых, или реальных, активов. Реальные опционы, как и финансовые, характеризуются тем, что они дают их владельцу право, но не обязательство предпринять определенное действие в будущем. Эта асимметрия прав и обязательств делает реальные опционы привлекательным средством создания стоимости и управления риском. Реальные опционы сходны с финансовыми и в некоторых других отношениях. Например, ценность обоих опционов растет по мере роста неопределенности. Финансовые и реальные опционы, давая менеджеру свободу действий (права, а не обязательства), помогают компаниям ограничить риск и в то же время получить доступ к перспективным возможностям в будущем. Однако в отличие от финансовых опционов в основе реальных опционов лежат возможности, создаваемые в результате стратегических инвестиций компании. Так как базовые активы реальных опционов не продаются на ликвидных рынках, эти опционы можно оценивать совершенно по-разному. В табл. 1 показаны отличия финансовых и реальных опционов.

Таблица 1

### СРАВНЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ И РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ [8, с.93]

Финансовые опционы	Реальные опционы
1. Не требуют постоянных капиталовложений	1. Требуют постоянных и значительных капиталовложений в виде времени и усилий на управление
2. Дают право притязания на активы при исполнении	2. При исполнении не дают право на полное владение
3. Обладают фиксированной ценой исполнения	3. Цена исполнения может меняться со временем
4. Базовая стоимость активов одинакова для всех потенциальных владельцев	4. Стоимость различается для каждого потенциального владельца
5. Легкорезализуемы (ликвидны)	5. Часто требуют невозвратных инвестиций

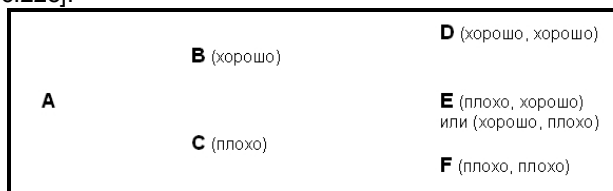
В широком смысле реальные опционы имеют огромное значение для разработки и осуществления стратегии риск - менеджмента компании. Анализ реальных опционов побуждает исполнительных лиц компании активно противодействовать основным источникам неопределенности, а не просто защищаться или избегать их. Теория реальных опционов расширительно понимает саму категорию “опцион”, оставляя в ней лишь самое главное – приобретение возможности зарабатывать доход, компенсирующий вероятную потерю дохода от базового предмета инвестиций. При этом риск рассматривается не как неблагоприятный исход, а как некий триединый фактор. Любой риск имеет три измерения: выгоды от риска (что может увеличить стоимость); неприятности от риска (что может разрушить стоимость); вероятность выгод и неприятностей [9, с.160]. Базовым постулатом стратегии риск-менеджмента (базирующейся на теории реальных опционов) является то, что тяжесть последствий всегда должна превышать ожидаемую вероятность неблаго-

приятного исхода. Неблагоприятный исход – это не обязательно потери; он может означать и использование возможностей.

Актуальность использования теория реальных опционов в практике принятия управленческих решений связана с тем, что, несмотря на свое академическое происхождение, указанная теория может быть применена практически к любой бизнес-ситуации в современной экономике. Экономическая теория призывает нас принимать решения не типа “да” или “нет”, а “или - или”. Почти во всех деловых ситуациях существуют явные или скрытые альтернативные возможности (опционы).

Метод реальных опционов в большей степени, чем классические методики учета рисков, близок практике принятия решений. Все основные управленческие (в том числе инвестиционные) решения, которые принимаются предприятиями, по сути сводятся к трем разновидностям: инвестировать (действовать) прямо сейчас; предпринять какие-то шаги, чтобы зарезервировать право инвестировать (действовать) в будущем; вообще не предпринимать никаких действий. Именно поэтому все инвестиционные и другие управленческие решения могут рассматриваться в терминах опционов.

Ниже представлена биномиальная модель принятия решений на основе теории реальных опционов [7, с.228].



**Рис.1. Биномиальная модель принятия решений на основе теории реальных опционов**

На рис. 1 видно, как с помощью опциона можно уменьшить и использовать неопределенность. В точке A в опцион осуществляются начальные вложения (материальные или нематериальные в виде осуществления определенных действий). В случае успеха начальные выгоды (точка B) составят общую сумму полученных преимуществ (дохода или нематериальных выгод) за вычетом цены опциона. И, напротив, в случае неудачи начальные потери будут соответствовать только цене опциона, так как он не был реализован (другими словами, руководитель воздержится от второго этапа действий). Второй этап принятия управленческих решений станет повторением первого. Даже если действия на обоих этапах сопровождаются неудачами, суммарные убытки (потери) составят лишь сумму цен опционов. Такая схема позволяет менеджменту фирмы идти на больший риск, выбирая варианты с более высокими потенциальными выгодами для бизнеса.

Таким образом, вклад реальных опционов в создание стоимости бизнеса заключается в возможности фирмы с их помощью извлекать преимущества из непредвиденных обстоятельств.

### 3. РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ, ОПТИМИЗИРУЮЩИЕ РИСК ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА БИЗНЕСА

В современном постиндустриальном (информационном) обществе основной вклад в формирование стоимости бизнеса субъектов хозяйствования принадлежит неосязаемым активам фирмы: интеллектуальному капиталу бизнеса (см. [2]). В этой связи дальнейшее исследование будет посвящено методологическим вопросам риск-менеджмента организаций, основывающихся на интеллектуальном капитале (т.е. развитию теории реальных опционов применительно к интеллектуальному капиталу бизнеса). Точно так же, как специфические черты реальных (т.е. не финансовых) активов привели к необходимости формирования на основе теории финансовых опционов относительно самостоятельного ветви - теории реальных опционов, особые свойства интеллектуального капитала (неосязаемых активов) требуют адекватного учета их в новом направлении, назовем его «теорией неосязаемых опционов».

Ввиду того, что теория реальных опционов изначально разрабатывалась применительно к любому типу инвестиционных активов, рассмотрим те типы реальных опционов, которые наиболее адекватны сути интеллектуального капитала. Анализ специальной литературы [3, 6, 7, 8, 9 и др.] позволяет выделить следующие наиболее часто используемые типы реальных опционов, которые, по мнению автора, могут быть применимы к интеллектуальному капиталу бизнеса современных компаний:

1. Опционы отказа:
  - 1.1. Опционы на выход из проекта;
  - 1.2. Опционы на временную приостановку или отсрочку развития проекта.
2. Опционы роста:
  - 2.1. Опционы по расширению (усовершенствованию) проекта;
  - 2.2. Опционы переключения на иные проекты при выявлении новых возможностей.
3. Опционы сохранения:
  - 3.1. Опционы по заключению контрактов в интересах проекта (опционы на контрактацию);
  - 3.2. Опционы на обязательства по проекту.

Суть «опционов отказа» состоит в том, что в конце каждой фазы бизнес-проекта находится «шлюз»-точка, в которой управляющие проектом могут повторно оценивать вероятность достижения поставленных целей и в свете этой оценки решить, стоит ли продолжать его далее. Когда достижение определенных «требуемых» критериев или получение дохода становится маловероятным, принимается официальное решение прекратить или приостановить проект.

Опционы на выход из проекта предусматривают резервирование возможности, если проект окажется невыгодным, выйти из него, продав приобретавшиеся для проекта активы.

Опционы на временную приостановку или отсрочку развития проекта позволяют прекратить финансирование проекта без того, чтобы лишиться шанса возобновить его развитие в последующем. Чаще всего предполагают консервацию проекта и созданных под него мощностей.

Опционы по расширению (усовершенствованию) проекта закрепляют возможности, если проект окажется выгодным, увеличить масштаб участия в нем. Они заключаются с тем, чтобы инициатор проекта мог оставить за собой закрепленную клиентуру, исключительные права на продажи на определенном и пока не занятом рынке либо возможность по использованию созданного резерва производственной мощности. У менеджеров есть три возможности воспользоваться новым поворотом событий в ходе работы над проектом – три так называемых «опциона усовершенствования»: опцион на улучшение технических характеристик; опцион на смену целевого рынка; опцион на изменение свойств конечного продукта [8, с.169].

Опционы переключения на иные проекты при выявлении новых возможностей предполагают возмож-

ность использования при необходимости активов, которые приобретались или создавались собственными силами для одних целей в иных целях. Это связано с тем, что каждый проект заключает в себе возможные, но не «планируемые» варианты будущего развития. Например, сексуальный стимулятор «Виагра» первоначально предназначался для лечения сердечных заболеваний [8, с.170].

Опционы по заключению контрактов в интересах проекта (опционы на контрактацию) сводятся к резервированию возможности на заранее определенных условиях заключить контракты либо привлечение субподрядчиков (вместо осуществления работ своими силами).

Таблица 3

### СИСТЕМА ОПЦИОНОВ, ОПТИМИЗИРУЮЩИХ РИСКИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА

Типы и виды «неосязаемых» опционов	Компоненты интеллектуального капитала бизнеса		
	Человеческий капитал	Организационный капитал	Клиентский капитал
<b>Опционы отказа</b>			
Опционы на сокращение капитала	Установление испытательного срока при приеме на работу. Применение сдельно – премиальной системы оплаты труда (в зависимости от результатов работы с клиентом)	Включение в договор на использование информационных ресурсов и электронных сетей условия о его прекращении в случае снижения потребности фирмы в них ниже минимально установленной величины	Включение в договор с клиентом условия о поэтапном выполнении работ с возможностью выхода фирмы из договора после каждого этапа
Опционы на приостановку использования капитала	Заключение срочных трудовых договоров на сезонные и разовые работы. Применение сдельно – премиальной системы оплаты труда (в зависимости от результатов работы с клиентом)	Включение в договор на использование информационных ресурсов и электронных сетей требования о его приостановке при наступлении соответствующих условий	Включение в договор с клиентом условия о поэтапном выполнении работ с возможностью нашего одностороннего приостановления договора после каждого этапа
<b>Опционы роста</b>			
Опционы по расширению использования капитала	Включение в трудовой контракт условия о возможности использования знаний и умений работника, выходящих за рамки его штатной должности	Приобретение прав на объекты интеллектуальной собственности, которые могут быть использованы в рамках основной деятельности фирмы	Заключение договоров о сотрудничестве (договора участия в сообществе добавленной стоимости) с фирмами специализирующимися в аналогичных или смежных видах деятельности
Опционы на использование новых возможностей капитала	Комплектование фирмы сотрудниками «широкой специализации». Направление сотрудников на обучение смежным специальностям или новым направлениям деятельности. Повышение квалификации работников по широкому кругу перспективных направлений	Приобретение прав на объекты интеллектуальной собственности, использование которых выходит за рамки деятельности фирмы. Использование гибких производственных процессов	Пробные вложения в новые бизнес-идеи. Заключение договоров о сотрудничестве (договора участия в сообществе добавленной стоимости) с фирмами специализирующимися в иных видах деятельности
<b>Опционы сохранения</b>			
Опционы на контрактацию	Заключение рамочных соглашений со специалистами на приоритетное выполнение ими разовых (сезонных) работ в интересах фирмы	Передача третьей стороне администрирования и управления ИТ - активами и направлениями деятельности (ИТ - аутсорсинг)	Заключение договоров с третьими организациями на выполнение ими работ в интересах клиентов фирмы. Заключение договоров на выполнение субподрядных работ по профилю деятельности фирмы
Опционы на обязательства по использованию капитала	Включение в гражданско-правовой договор с привлекаемым специалистом условия о ее приеме на штатную должность при выполнении им определенных требований	Использование в основной деятельности технологически сложных производственных процессов и методик, требующих командных действий	Включение в договор с клиентом условия о поэтапном выполнении работ с возможностью клиента прекращения или приостановки договора после каждого этапа

Опционы на обязательства по проекту – это опционы по альтернативным источникам финансирования проекта, когда в бизнес-план проекта закладывается обязательство некоего лица осуществить участие в финансировании проекта, если выполнение бизнес-плана проекта достигнет заранее оговоренной стадии продвижения проекта.

Исходя из вышеизложенного, а также в соответствии с концепцией интеллектуального капитала (см.: [2]) автором предлагаются следующая система опционов, оптимизирующих риски использования интеллектуального капитала («неосязаемых опционов») (см. табл.3).

Указанная система «неосязаемых опционов» предложена автором на основе простой бизнес-логики, в связи с чем не требует дополнительных комментариев, за исключением изложения сути заложенного в ней общего принципа взаимосвязей между элементами системы, а также кратких пояснений по отдельным специфическим опционам.

Общий принцип взаимосвязей между элементами системы основан на триединой сущности интеллектуального капитала: интеллектуальный капитал есть произведение человеческого, организационного и клиентского капитала; обращение в ноль одного из компонентов обнуляет весь интеллектуальный капитал бизнеса. Общий принцип заключается в том, что реальный вклад в создание стоимости бизнеса «неосязаемые опционы» будут приносить лишь в том случае, если они (по каждому элементу) синхронизированы по структуре интеллектуального капитала. Так, например, возможность «выхода» фирмы из невыгодного договора с клиентом после завершения этапа может реально уменьшить риск снижения стоимости бизнеса, если указанный опцион на снижение клиентского капитала подкреплен (синхронизирован) соответствующими опционами снижения человеческого и организационного капитала: т.е. возможностью адекватного сокращения предназначенных для указанного договора информационных и интеллектуальных ресурсов фирмы, а также затрат на содержание рабочей силы.

Кратких пояснений требуют следующие опционы.

1) *Пробные вложения в новые бизнес-идеи (опцион на использование новых возможностей клиентского капитала)*

Крупные компании процветают не только за счет постоянного совершенствования существующей продукции и процессов, но и благодаря революционным прорывам. Чтобы закрепить успех, нужно искать другие идеи, которые будут соответствовать потребностям рынка, производственным и исследовательским возможностям компании. Для этого фирме приходится вкладывать деньги в разработку множества неясных и незрелых идей, большей частью бесплодных. Эти пробные вложения дают фирме опционы, или возможности продолжить исследования, если первые результаты покажутся обнадеживающими, а если и дальше все идет удачно, то может встать вопрос о коммерческой разработке проекта.

2) *ИТ – аутсорсинг (опцион на контрактацию организационного капитала)*

Как показывают исследования, доходы на мировом рынке услуг ИТ - аутсорсинга в 1998 году составляли 100 млрд. \$; в 2002 г. - 120 млрд. \$, а в 2004 г. они вырастут до 150 млрд. \$. К этому времени в среднем 30 – 35% ИТ-бюджета корпораций будет расходоваться в рамках аутсорсинга. Менеджерам компаний, треть ИТ-активов которых будет находиться под внешним контролем, необходимо четкое понимание сопутствующих такому положению рисков и способов смягчения их [8, с.153].

3) *Технологически сложные производственные процессы и методики, требующие командных действий (опцион на обязательства по использованию организационного капитала)*

Технологическая сложность помогает извлекать прибыль из нововведения, потому что сложную продукцию или процесс труднее воспроизвести, чем простую. Если знание ноу-хау требует команды специалистов, меньше вероятности, что кто-то один продаст это знание конкурентам. Сложность, способствующая получению прибыли, может существовать в форме организационной культуры или процессов, которые трудно воспроизвести другим компаниям.

Очевидно, что грамотное использование менеджментом компании указанной системы «неосязаемых опционов» способствует созданию дополнительной стоимости бизнеса.

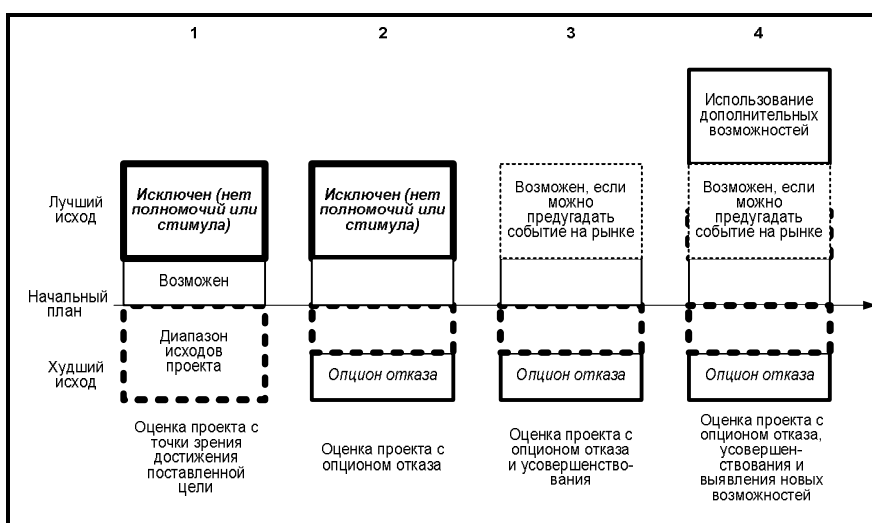


Рис. 2. Создание стоимости бизнеса с использованием опционов отказа и роста

На рис. 2 показан механизм создания дополнительной (по сравнению с традиционными методами учета рисков) стоимости бизнеса с использованием опционов отказа и роста.

Каждый столбец рис. 2 иллюстрирует возможный диапазон исходов развития событий, от лучшего к худшему. Планируемая цель находится где-то посередине (пунктирная стрелка), но возможны улучшения или ухудшения. Стоимость бизнеса обведена пунктирной линией. Причем жирная линия выделяет высокую вероятность данного исхода (величины стоимости бизнеса), а тонкая – достаточно возможную.

В организации, которая придерживается традиционного сдерживающего мышления, участники бизнеса не могут воспользоваться дополнительными средствами, так как это – отклонение от плана (красный квадрат первого столбца). Поэтому потенциал повышения исключается, в то время как потенциал понижения остается. Результат предсказуем: в среднем результаты деятельности будут хуже, чем планировалось – на уровне пунктирной линии (см.: первый столбец рис. 2).

Представим теперь, что мы следим за ходом развития событий и, в случае, если дела пойдут плохо, имеем возможность отказаться от проекта или приостановить его. Опционы отказа (синие прямоугольники на столбцах 2 – 4) могут исключить худшие исходы проекта, и поэтому увеличивают его ожидаемую ценность (дополнительные темные прямоугольники на столбцах 2 - 4 вместо светлого на 1 столбце).

Опцион усовершенствования позволяет отслеживать возможности улучшения исходных параметров проекта и, если они возникают, менять используемый подход и тактику, чтобы воспользоваться ими (дополнительные светлые прямоугольники на столбцах 3 - 4 вместо темных – на столбцах 1 – 2).

Наконец, может случиться так, что мы сумеем выявить возможности, которые сначала даже не прогнозировались (и поэтому не включены в «возможный диапазон»). Если мы их каким-либо образом выявим и воспользуемся ими, то сможем еще более увеличить стоимость бизнес-проекта (еще один дополнительный темный прямоугольник на столбце 4).

Опционы сохранения в явном виде не создают дополнительную стоимость бизнеса, как опционы выхода и роста. Но они позволяют фирме извлекать экономические выгоды в ситуациях, когда самостоятельно компания не в состоянии это сделать. Иными словами, когда вопрос стоит так: либо фирма в кооперации с другой компанией выполнит заказ, являющийся технологически единым процессом, либо данная фирма будет вынуждена отказаться от его выполнения, – очевидно, что кооперация, таким образом, косвенно создает дополнительную стоимость бизнеса, так как у любой фирмы в каждый конкретный момент, чаще всего, имеются временно свободные ресурсы (в том числе и часть интеллектуального капитала), которые можно использовать в кооперации.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение настоящей статьи автор хотел бы выделить наиболее значимые преимущества метода реальных опционов в целом и предложенной системы «неосязаемых опционов» в частности, перед традиционными методиками учета рисков применительно к ос-

новному капиталу современного бизнеса – капиталу интеллектуальному.

Во-первых, метод реальных опционов рассматривает капитал бизнеса в динамике, что больше соответствует его сути, чем понятие «статичного актива». Главное отличие метода опционов заключается в том, что традиционные методики косвенно предполагают, что организация держит активы пассивно. В них не учитываются опционы, заложенные в этих активах – возможности, воспользовавшись которыми опытные менеджеры могут увеличить стоимость бизнеса. Иными словами, традиционные методики не учитывают ценность управления. Достоинство применения «неосязаемых опционных» при оценке стоимости бизнеса заключается в том, что указанная стоимость зачастую является переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к фирме условий. Исходя из этого, стоимость бизнеса может рассматриваться как сумма будущих денежных поступлений и миллионов опционов на них.

Во-вторых, метод реальных опционов позволяет охватить максимально обозримый диапазон возможностей развития бизнеса. Традиционная стоимостная оценка бизнеса на основе простых финансовых критериев (дисконтных множителей) сильно недооценивает его стоимость в том случае, если значительную роль в нем играют непредсказуемые возможности. В информационном же обществе как никогда раньше значение для создания стоимости приобретают оригинальные бизнес-идеи (например, идея быстрого питания, создавшая McDonald's; идея «окон», возвысившая Windows и Microsoft; идея «глобальной сети», фактически ставшая у истоков Интернет и всего современного информационного бизнеса и др.). Но идея (как информация и знания вообще) – вещь непредсказуемая: ее воплощение в жизнь может возвысить фирму (как в приведенных примерах), а может ввергнуть ее в катастрофические убытки. Заранее результат со 100%-ной точностью просчитать нельзя. Всегда существует риск, который необходимо учитывать при принятии управленческих решений и экономическом анализе их последствий. В силу вышесказанного, предсказуемость в бизнес-процессе перестает быть необходимостью. В результате того, что в настоящее время высокодоходные возможности не могут быть предсказаны, определяющим для руководителя становится исследование всего диапазона имеющихся возможностей.

В-третьих, метод реальных опционов дает возможность учесть «реалии завтрашнего дня», что является основой конкурентных преимуществ фирм в современном мире. В информационном обществе, когда основой оценки бизнеса становится даже не текущая, а потенциальная субъективная полезность блага, стоимость определяют уже не совокупностью известных и наблюдаемых факторов, а чередой обстоятельств, которые необходимо прогнозировать на будущее. В новых условиях стоимость бизнеса определяется не устойчивым доходом сегодняшнего дня, а тем, что она является платформой для генерирования дохода в условиях динамичного и непредсказуемого будущего. При этом такое будущее оценивается через инвестиции, характеризующиеся гибкостью или опционностью. В новой экономике скорее будущие опционы, чем реальные активы или краткосрочные доходы, будут определять значительную часть стоимости бизнеса.

Настоящей статьей автор выражает свое полное согласие с теми исследователями [7, с.228], которые считают, что в условиях постиндустриального (информационного) общества метод реальных опционов становится основным инструментом учета рисков бизнеса. В сочетании с другими методами, например с техникой анализа дерева решений, он поможет понять, как специфическая нефинансовая составляющая (интеллектуальный капитал) может повысить стоимость бизнеса.

### Литература

1. Брунер Р.Ф., Икер М.Р., Фримен Р.Э., Спекман Р.Е., Тайсберг Э.О. Краткий курс МВА / Пер. с англ. - М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2000. – 384с.
2. Булыга Р.П. Использование концепции интеллектуального капитала в методологии оценки бизнеса // Аудит и финансовый анализ. – М., 2003, N 3.
3. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. Пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАТА, 2001. – 720с.
4. Ермолаев С.Н. Применение традиционной теории структуры капитала в расчетах финансовых показателей фирмы // Менеджмент в России и за рубежом, 1999, N 4.
5. Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки компаний // Рынок ценных бумаг. – 2000. – N 12, 13.
6. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1999. – 576 с.
7. Минс Г., Шнайдер Д. Метакапитализм и революция в электронном бизнесе: какими будут компании и рынки в XXI веке / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 280с.
8. Пикфорд Джеймс. Управление рисками / Пер. с англ. О.Н. Матвеевой. – М.: ООО «Вершина», 2004. – 352 с.
9. Экклз Роберт Дж., Герц Роберт Х., Киган Э. Мери, Филлипс Дейвид М.Х. Революция в корпоративной отчетности: Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: "Олимп - Бизнес", 2002. – 440с.

*Булыга Роман Петрович*