Пронин Алексей Сергеевич. Финансово-инвестиционная стратегия организации и оценка стоимости бизнеса: дис. ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / Пронин Алексей Сергеевич;[Место защиты: Российский государственный торгово-экономический университет ФАО].- Москва, 2013 - 231 стр.

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Теоретические основы финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса 11**

1.1. Сущность финансово-инвестиционной стратегии организации

1.2. Принципы, цели и виды финансово-инвестиционной стратегии

1.3. Оценка стоимости бизнеса как элемент финансово-инвестиционной стратегии организации

**ГЛАВА 2. Методический инструментарий финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса**

2.1. Финансово-инвестиционный анализ как инструмент формирования стратегии организации 52

2.2. Методическое обеспечение оценки стоимости объекта стратегического инвестирования

2.3. Информационно-аналитическое обеспечение финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса

**ГЛАВА 3. Разработка финансово-инвестиционной стратегии и совершенствование технологии оценки бизнеса**

3.1. Процедура формирования финансово-инвестиционной, стратегии и целевой диагностики объекта инвестирования

3.2. Методика оценки стоимости бизнеса для формирования финансово-инвестиционной стратегии расширения сети телекоммуникационного холдинга 110

3.3. Методика оценки стоимости бизнеса для формирования финансово-инвестиционной стратегии реструктуризации агропромышленного холдинга

Заключение

Список литературы

Приложения

* [Оценка стоимости бизнеса как элемент финансово-инвестиционной стратегии организации](http://www.dslib.net/finansy/finansovo-investicionnaja-strategija-organizacii-i-ocenka-stoimosti-biznesa.html#5282411)
* [Методическое обеспечение оценки стоимости объекта стратегического инвестирования](http://www.dslib.net/finansy/finansovo-investicionnaja-strategija-organizacii-i-ocenka-stoimosti-biznesa.html#5282412)
* [Информационно-аналитическое обеспечение финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса](http://www.dslib.net/finansy/finansovo-investicionnaja-strategija-organizacii-i-ocenka-stoimosti-biznesa.html#5282413)
* [Методика оценки стоимости бизнеса для формирования финансово-инвестиционной стратегии расширения сети телекоммуникационного холдинга](http://www.dslib.net/finansy/finansovo-investicionnaja-strategija-organizacii-i-ocenka-stoimosti-biznesa.html#5282414)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Совершенствованию методического обеспечения финансового управления в коммерческих организациях уделяется все большее внимание в последние годы. Обоснование финансовой политики, обеспечивающей достижение стратегических целей любой компании, предусматривает адаптацию традиционных и создание новых концептуальных теоретико-методологических подходов финансового менеджмента.

Разработка качественной финансово-инвестиционной стратегии, ориентированной на рост рыночной стоимости бизнеса, и ее успешная реализация предполагает использование соответствующих методик и технологий проведения оценочных процедур. Дальнейшее развитие оценочной деятельности в России также нуждается в совершенствовании теоретических и методических основ, в частности, универсализации методик оценки рыночной стоимости бизнеса, востребованных в процессе формирования финансово-инвестиционных стратегий компаний, направленных на расширение масштабов деятельности, рыночного роста, укрепления конкурентных преимуществ путем приобретения различных объектов, представляющих собой целостные имущественные комплексы. Обоснованная, подтвержденная финансовыми расчетами оценка рыночной стоимости приобретаемых предприятий, а также будущая эффективность таких сделок, способствующая мультиплицированию рыночной стоимости самой компании - инициатора являются необходимыми процедурами, способствующими повышению ее инвестиционной привлекательности при изыскании внешних и внутренних источников финансирования.

Особую значимость приобретают сегодня задачи стратегического финансового менеджмента и связанная с их решением проблема соизмерения будущих экономических выгод от затрат инвестиционного и инновационного характера, возмещение которых, следует измерять с учетом меняющейся рыночной ценности активов.

Формирование финансово-инвестиционной стратегии экономических субъектов хозяйствования в условиях рыночной экономики еще недостаточно освещено как в отечественной, так и в зарубежной литературе. Отсутствуют научные и методические разработки, комплексно обосновывающие финансово-инвестиционную стратегию предприятия, основанную на росте ценности бизнеса и соответствующую ей финансовую политику в современных российских условиях. Изложенные обстоятельства определили актуальность выбранной темы исследования, обусловили ее теоретическую и практическую значимость, которая возрастает в условиях существующей финансово-экономической нестабильности.

**Степень разработанности проблемы.** Вопросы формирования инвестиционной стратегии предприятий начали исследоваться российскими учеными лишь в последние два десятилетия, когда в нашей стране под воздействием становления рыночных отношений появились востребованные практикой финансового менеджмента работы, в которых раскрывалась сущность и содержание основ стратегического финансового управления, методических подходов оценки рыночной стоимости бизнеса, направленных на обеспечение стратегических управленческих решений.

В области инвестиционного финансового менеджмента широко известны труды таких зарубежных ученых, как Баффетт У., Брег С., Брейли Р., Бригхем Ю., Ван Хорн Дж. К., Гапенски Л., Йескомб Э., Майерс С., Массе П.

Значительное влияние на развитие научно-методических основ финансово-инвестиционной оценки рыночной стоимости бизнеса оказали работы таких авторитетных зарубежных авторов, как Бишоп Д., Дамодаран А., Десмонд Г.М., Джонс Д., Гриффит К., Келли Р.Э., Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д., Модильяни Ф., Миллер М., Пратт Ш., Уилсон К., Уолш К., Уэст Т., Фишмен Д., Эванс Ф.Ч.

Существенное влияние на совершенствование науки и практики финансового менеджмента и оценочной деятельности в России оказали труды таких специалистов, как Балабанов И.Т., Бланк И.А., Бочаров В.В., Валдайцев С.В., Грязнова А.Г., Иванов В.В., Лялин В.А., Ковалев В.В., Когденко В.Г., Мельник М.В., Рябых Д.А., Староверова Г.С., Медведев А.Ю., Сорокина И.В., Стоянова Е.С., Хорин А.Н., Шеремет А.Д. и др.

Несмотря на широкое освещение в специальной литературе различных проблем инвестиционного финансового менеджмента, вопросы формирования финансово-инвестиционной стратегии развития предприятий, главным вектором которой является наращение рыночной стоимости бизнеса, требуют дальнейших исследований и разработки соответствующих аналитических методик.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационного исследования состоит в решении научно-практической задачи разработки теоретических и методических подходов и практических рекомендаций для обоснования финансово-инвестиционной стратегии коммерческих организаций на основе совершенствования методики оценки рыночной стоимости бизнеса. Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи:**

обобщить отечественные и зарубежные теоретико-методологические подходы, дополнить и конкретизировать отдельные научные толкования терминологической и типологической базы в области финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса;

обосновать организационно-методические подходы к формированию системы информационного обеспечения финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса;

дополнить аппарат методического обеспечения разработки финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса;

адаптировать систему традиционных и экономико-математических методов анализа для разработки финансово-инвестиционной стратегии коммерческой организации; обосновать выбор способов оценки стоимости бизнеса;

обосновать содержание этапов, последовательность аналитических процедур, методов обработки информации и индикативных параметров при проведении финансово-инвестиционного анализа и оценки стоимости бизнеса на различных этапах разработки и реализации финансово-инвестиционной стратегии коммерческой организации;

разработать методику формирования финансово-инвестиционных стратегий, ориентированные на различные стратегические цели коммерческих организаций;

разработать методику оценки стоимости бизнеса для обоснования стратегических управленческих решений для реализации финансово-инвестиционной политики коммерческих организаций.

**Объект исследования.** Объектом исследования является финансово-экономическая деятельность коммерческих организаций, методический инструментарий формирования финансово-инвестиционной стратегии, методы и методики оценки рыночной стоимости бизнеса.

**Предмет исследования.** Предметом диссертационного исследования является финансово-инвестиционная стратегия деятельности коммерческих организаций различных организационно-правовых форм и направлений деятельности, функционирующих на российском рынке.

**Методологическая и теоретическая основа исследования.** Теоретико-методологическую основу исследования составили современные труды отечественных и зарубежных ученых и практиков, разработки специалистов международных консалтинговых и аудиторских компаний, законодательные акты, регулирующие деятельность коммерческих организаций, а также финансово-инвестиционные процессы в процедурах интеграции, реструктуризации и реорганизации бизнеса, нормативные акты, регулирующие порядок раскрытия финансовой отчетности, статистические данные зарубежных и российских обзоров по финансово-экономической тематике. Методологической основой послужила современная теория инвестиций, финансового анализа и финансового менеджмента. В процессе исследования применялись общенаучные методы познания: наблюдение, обобщение, сравнение, дедукция и индукция. При разработке схемы принятия финансово-инвестиционных решений использовались общелогические методы: анализ, синтез, абстрагирование, системный и структурно-функциональный. Использование метода моделирования позволило представить полученные в ходе исследования результаты в виде таблиц, схем, формул, систем уравнений.

**Область исследования.** Диссертационное исследование выполнено в соответствии с п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования», 5.3 «Теория и методология оценки стоимости бизнеса» Паспорта ВАК по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в разработке теоретических, организационно-методических положений и практических рекомендаций по совершенствованию процессов формирования финансово-инвестиционной стратегии коммерческих организаций, направленной на повышение эффективности деятельности и рост рыночной стоимости бизнеса.

В диссертации получены следующие результаты, которые отвечают требованиям научной новизны и выносятся на защиту:

уточнены сущность, принципы и элементы финансово-инвестиционной стратегии организации, а также определения понятий «финансово-инвестиционная стратегия организации», «оценка бизнеса», «стоимость бизнеса» (08.00.10, пп. 3.25, 5.3);

расширена классификация целей и видов финансово-инвестиционных стратегий коммерческих организаций, форм инвестиций, а также целей и видов оценки стоимости бизнеса (08.00.10, пп. 3.25, 5.3);

конкретизированы качественные характеристики финансово-инвестиционного анализа, его роль, место, формы, приемы и этапы в системе методического обеспечения финансово-инвестиционной стратегии (08.00.10, п. 3.25);

систематизированы методы оценки стоимости бизнеса, выделены их особенности и условия применения для разработки финансово-инвестиционных стратегий коммерческих организаций (08.00.10, п. 5.3);

определены методические подходы к формированию системы информационно-аналитического обеспечения финансово-инвестиционных стратегий коммерческих организаций и оценки стоимости бизнеса (08.00.10, пп. 3.25, 5.3);

разработана методика оценки результативности финансово-инвестиционной стратегии с целью приобретения бизнеса, раскрывающая последовательность этапов ее разработки и реализации, содержание и аналитическое обеспечение, с целью повышения потенциальной рыночной стоимости бизнеса (08.00.10, пп. 3.25, 5.3);

разработаны и внедрены локальные методики оценки стоимости бизнеса для формирования финансово-инвестиционной стратегии расширения сети телекоммуникационного холдинга и для формирования финансово-инвестиционной стратегии реструктуризации агропромышленного холдинга (08.00.10, пп. 3.25, 5.3).

**Теоретическая значимость результатов исследования.** Результаты исследования вносят существенный вклад в совершенствование методологии управления финансами хозяйствующих субъектов.

**Практическая значимость результатов исследования** состоит в том, что предложенные в его рамках методики ориентированы на широкое применение при обосновании финансово-инвестиционной политики коммерческих организаций, реализации стратегии роста рыночной стоимости бизнеса. Предложения и выводы, содержащиеся в диссертационном исследовании, позволяют восполнить недостаток практического опыта разработки финансово-инвестиционной стратегии предприятий и обоснования стоимости объектов приобретения - целостных имущественных комплексов, направленной на рост рыночной стоимости бизнеса. Обобщенная мировая и отечественная теория и практика финансово-инвестиционного анализа была положена в основу комплексной процедуры обоснования эффективности инвестиционной деятельности предприятий. Предложенные методики оценки рыночной стоимости потенциальных объектов инвестирования представляет собой универсальную модель для обоснования финансовой стратегии при реализации интеграционных и реорганизационных управленческих решений, направленных на рост рыночной стоимости бизнеса.

**Апробация результатов исследования.** Основные выводы диссертационного исследования, оформленные в виде «Методики обоснования финансово-инвестиционной стратегии коммерческой организации по реструктуризации бизнеса» и «Методики оценки стоимости объекта инвестирования при формировании финансово-инвестиционной стратегии коммерческой организации», апробированы и успешно используются в профессиональной консалтинговой деятельности ООО «Консалтинг. Новые Управленческие Технологии» и ООО «Селена Консультант» при оказании консалтинговых услуг коммерческим организациям. Практическое применение результатов диссертационного исследования подтверждается соответствующими справками о внедрении.

Результаты исследования докладывались и получили одобрение на Международной научно-практической конференции «Васильевские чтения-2011»: «Ценности и интересы современного общества» (г.Москва, РГТЭУ, 2011 г.); Научно-практической конференции «Бакановские чтения-2011» (г.Москва, РГТЭУ, 2011 г.); Научно-практической конференции «Бакановские чтения-2012» (г.Москва, РГТЭУ, 2012 г.); Международной научно-практической конференции «Юбилейные Х Румянцевские чтения»: Экономика, Государство и Общество в ХХI веке (г.Москва, РГТЭУ, 2012 г.).

**Публикации.** Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в 7 публикациях, общий объем которых составил 3,5 печ. л., в том числе три работы общим объемом 1,5 печ. л. опубликованы в изданиях, определенных ВАК для публикации результатов научных исследований.

**Объем и структура работы.** Диссертационная работа изложена на 179 страницах, состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, 8 рисунков, 23 таблицы, 51 приложение.

## Оценка стоимости бизнеса как элемент финансово-инвестиционной стратегии организации

Обобщая характеристики экономической сущности инвестиций предприятия Бланк А.И. [43, с. 17] в итоге формулирует собственное определение термина «инвестиции» состоящее в том, что: «Инвестиции предприятия представляют собой вложение капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) его хозяйственной деятельности с целью получения прибыли, а также достижения иного экономического или внеэкономического эффекта, осуществление которого базируется на рыночных принципах и связано с факторами времени, риска и ликвидности». Данное определение при более детальном рассмотрении не включает всех отмеченных им характеристик, а соответственно не лишено отмеченных им же недостатков определений данного понятия. Пытаясь уточнить понятие термина «инвестиции» Бланк А.И., как и многие другие специалисты, приходят к необходимости их более детальной классификации.

Объединяя рассмотренные выше определения стратегии, финансового управления, инвестиций и инвестиционной деятельности, следует дать определение и охарактеризовать понятие «финансово-инвестиционная стратегия организации». Это необходимо, поскольку проблемы обоснования финансово-инвестиционной стратегии, нацеленной на перспективы коммерческой организации, ее концептуальные положения и методы формирования для практического использования являются главенствующими в управленческой деятельности. Отдельные аспекты формирования финансово-инвестиционной стратегии рассматриваются в ряде работ российских и зарубежных авторов (А.И. Бланк, В.В. Ковалев, Бригхем Ю., Гапенски Л., Ван Хорн Дж. и др.) [46, с.38, 106, с. 87, 60, с. 6, 67, с.47], однако с учетом меняющихся экономических, финансовых, политических, социальных условий в теоретическом плане требует обоснования терминологическая база финансово-инвестиционной стратегии, в частности само ее понятие.

В современной литературе, посвященной вопросам финансового, инвестиционного и стратегического управления компанией представлен целый ряд далеко неоднозначных понятий. Чаще всего авторы разделяют понятия «финансовая стратегия» и «инвестиционная стратегия». Так, ряд авторов дает определение финансовой стратегии, как в узком, так и в широком смысле, например, «Финансовая стратегия - план мобилизации и расходования денежных средств в долгосрочной перспективе», «Система финансирования и расходования денежных средств, а также оценка их эффективности» [51, с. 43], «Прогнозирование долгосрочного оптимального обеспечения предприятия денежными ресурсами при их соответствующей структуре» [161, с. 163], «Сформированная система долгосрочных целей финансовой деятельности предприятия и наиболее эффективных путей их достижения, определяемых финансовой идеологией» [44, с. 37], «Финансовая стратегия - это часть функциональной стратегии предприятия, которая отвечает за обеспечение поступательного развития финансовой деятельности и финансовых отношений [122, с. 113], «Финансовая стратегия предполагает формирование и использование финансовых ресурсов для реализации базовой стратегии предприятия и соответствующих курсов действий. Она позволяет экономическим службам предприятия создавать и изменять финансовые ресурсы и определять их оптимальное использование для достижения целей функционирования и развития предприятия» [53, с. 44]. «Финансовая стратегия - представляет собой долговременный курс целенаправленного управления финансами для достижения общеорганизационных стратегических целей» [142, с. 139], «Финансовая стратегия компании - это генеральный план действий по своевременному обеспечению предприятия финансовыми ресурсами (денежными средствами) и по их эффективному использованию с целью капитализации компании [60, с. 46].

Относительно толкования понятия «инвестиционная стратегия» также нет однозначного мнения авторов. Так, одни специалисты утверждают, что инвестиционная стратегия представляет собой «формирование системы финансовых мер для достижения долгосрочных стратегических целей бизнеса через комбинирование неизменных параметров инвестиционного проекта или бизнеса, в том числе подготовкой документов по проекту, подтверждающих документов, обеспечения по проекту, оценка эффективности каждой стратегии и выбор стратегии, максимально совпадающей с долгосрочными стратегическими целями бизнеса в показателях повышенной приоритетности» [106, с. 270]. Другие авторы определяют инвестиционную стратегию как «...систему долгосрочных целей инвестиционной деятельности организации, определяемых общими задачами ее развития и инвестиционной идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения» [53, с 89], «...генеральное направление (программу, план) инвестиционной деятельности организации, следование которому в долгосрочной перспективе должно привести к достижению инвестиционных целей и получению ожидаемого инвестиционного эффекта» [156, с. 204], «Инвестиционная стратегия определяет приоритеты направлений и форм инвестиционной деятельности организации, характер формирования инвестиционных ресурсов и последовательность этапов реализаций долгосрочных инвестиционных целей, обеспечивающих предусмотренное общее развитие организации» [53, с. 291].

Ограниченное число мнений специалистов опубликовано в отношении объединенного определения понятия «финансово-инвестиционная стратегия». Так, Г.Б. Клейнер считает, что: «Под финансово-инвестиционной стратегией предприятия понимается совокупность стратегических решений, охватывающих выбор, приоритеты и размеры использования возможных источников привлечения и расходования финансовых средств». [148, с. 121].

Обобщая исследованные формулировки различных авторов, считаем необходимым уточнить и дать более развернутое определение понятия «финансово-инвестиционная стратегия». По нашему мнению, можно сформулировать ее следующим образом: финансово-инвестиционная стратегия представляет собой комплексную систему прогнозных целевых индикаторов результативности деятельности организации с необходимой детализацией и обоснованием объема и структуры финансово-экономических ресурсов и их источников, а также направлений их эффективного использования для повышения потенциальной рыночной стоимости бизнеса.

Представляя собой важную составляющую общей стратегии развития любого предприятия, финансово-инвестиционная стратегия носит по отношению к ней подчиненный характер и должна быть согласована с ее целями и направлениями. Вместе с тем, финансово-инвестиционная стратегия оказывает существенное влияние на формирование общей стратегии развития предприятия, что обусловливается основным вектором общей бизнес-стратегии - обеспечением высоких темпов экономического роста и укреплением конкурентных преимуществ, что в свою очередь, связано с тенденциями развития и товарного, и финансового сегментов рыночных отношений. Если тенденции развития товарного и финансового рынков не совпадают, может возникнуть ситуация, когда цели общей стратегии развития предприятия не могут быть реализованы в связи с финансовыми ограничениями. В этом случае финансово-инвестиционная стратегия вносит определенные коррективы в общую стратегию развития предприятия.

## Методическое обеспечение оценки стоимости объекта стратегического инвестирования

В разработку теории финансово-экономического инвестиционного анализа внесли существенный вклад как зарубежные, так и российские ученые. Однако, до настоящего времени остаются дискуссионными его некоторые теоретические аспекты. В первую очередь это касается самого определения понятия «финансово-инвестиционный анализ». Так, А.И. Бланк [45, с. 183] определяет инвестиционный анализ в виде процесса исследования инвестиционной активности и эффективности инвестиционной деятельности предприятия с целью выявления резервов их роста.

Обобщая мнения различных авторов, следует дать определение финансово-инвестиционного анализа, исходя из двух позиций: рассматривая его, во-первых, как обособленную область экономической науки, а во-вторых, как управленческую функцию.

Финансово-инвестиционный анализ с позиции природы его происхождения является системой знаний, отражающих определенный этап эволюционного развития аналитической мысли с учетом влияния факторов конъюнктуры социально-экономической среды.

Финансово-инвестиционный анализ с позиции его функционального назначения является системой знаний, формирующих теоретико-методологический базис компетенций для оценки уровня эффективности привлеченных капиталов и обеспечения его желаемого уровня на основе управления показателями результативности и экономичности использования ресурсов (сырьевых, финансовых, человеческих, временных и т.п.).

Основополагаюгцей целью финансово-инвестиционного анализа является формирование формализованной проекции будущего, прогнозируемых процессов, событий и их желаемых результатов, исходя из интересов различных пользователей генерируемой аналитической информации, главным из которых является собственник капитала.

Несмотря на то, что финансово-инвестиционный анализ как самостоятельное научное направление сформировался сравнительно недавно, его становление имеет глубокие исторические корни и определяется объективными закономерностями общественного развития. Понимание исторической взаимосвязи финансово-инвестиционного анализа и эволюции социально-экономических процессов позволяет осознать и объяснить причины и направления его дальнейшего развития под влиянием условий динамично изменяющейся социально-экономической среды, которое сможет проявлять себя на уровне совершенствования методик финансово-инвестиционного анализа, наполнения его теорию и практику новым содержанием.

Исторически анализ финансово-экономической информации стал обособляться как самостоятельное направление по мере появления и накопления систематизированных источников информации. Наличие информационной базы является главным условием, которое порождает естественную потребность человека в аналитическом изучении и критической оценке накопленных данных.

Особенности современной эволюции финансово-инвестиционного анализа заключаются в том, что он развивается не только как самостоятельное научное направление, но и как важнейшая составляющая других областей научных исследований, в том числе комплексной диагностики предприятий, отраслевых, географических сегментов и национальных экономик. Адаптируясь к современным инвестиционным стратегиям на микро- и макроуровне финансово-инвестиционный анализ сегодня, по сути, становится инновационным информативно-методическим инструментом, позволяя исследовать взаимосвязи множества финансовых показателей с широким перечнем нефинансовых индикаторов различной природы. Такое «смещение» вектора развития финансово-инвестиционного анализа в процессе его эволюции не подменяет его сущности, а лишь способствует расширению поля зрения финансового аналитика в решении его главной задачи - получении объективной оценки эффективности использования инвестированного капитала и решений, позволяющих его приумножать, создавать благоприятные условия для научно-технического прогресса.

Стратегический финансово-инвестиционный анализ направлен на информационно-аналитическое обеспечение процессов разработки стратегических целей, стратегий и формирования стратегического плана. Анализ носит периодический характер, оценивая неуправляемые показатели внешней среды предприятия, соотнося их с внутренними, управляемыми показателями. Стратегический финансово-инвестиционный анализ выполняет также функцию контроля реализации стратегии предприятия, направлен на информационно-аналитическое обеспечение процессов выявления стратегических проблем, оценку достижения целей и реализации стратегических планов, оценку эффективности реализуемых стратегий и затрат. При этом стратегический финансово-инвестиционный анализ должен осуществляться непрерывно и оперировать внутренними управляемыми показателями, соотнося их с контролируемыми показателями внешней среды.

Таким образом, значение стратегического финансово-инвестиционного анализа состоит в информационно-аналитическом обеспечении процессов принятия стратегических решений. Посредством анализа информация о внешнем окружении и внутренняя информация, формирующаяся в рамках стратегического планирования и контроллинга, систематизируется, классифицируется, агрегируется и поступает в систему принятия стратегических решений.

Методологической основой инструментария стратегического финансово-инвестиционного анализа являются общенаучные методы (системный и ситуационный анализ, комплексный подход, программно-целевое планирование и т.д.), аналитико-прогностические методы и методические приемы, заимствованные из разных областей знаний (социологии, психологии, антропологии, экологии, эстетики и т.д.).

Содержание финансово-инвестиционного анализа отличает его от других направлений финансово-экономического анализа и определяется присущей ему научно-методологической атрибутикой, которая подразумевает формулирование его предмета, объекта, целей и задач, видов, методов и этапов проведения. Поскольку предмет и цель финансово-инвестиционного анализа были представлен нами выше в формулировке его понятия, то следует раскрыть и другие дефиниции.

## Информационно-аналитическое обеспечение финансово-инвестиционной стратегии и оценки стоимости бизнеса

Как показала практика, в условиях недостаточно развитого фондового рынка сравнительный и доходный подходы не могут дать надежного результата в связи с отсутствием достоверной информации. В тоже время, оценка функционального и экономического износа в затратном (имущественном) подходе тоже производится на базе рыночной информации, которая у нас практически отсутствует. В связи с этим актуальной задачей является разработка методов оценки бизнеса, адаптированных к современным экономическим условиям, когда рынок капитала еще недостаточно активен.

С появлением опционов и подобных им инструментов (варрантов, конвертируемых облигаций) инвесторы получили право принимать решения, благодаря которым они могли с выгодой для себя воспользоваться удачным стечением обстоятельств или уменьшить потери. Все способы оценки опционов основываются на том, что существуют некие переломные точки, в которых владелец принимает решение об исполнении или отказе от опциона. Еще до этого момента владелец опциона делает некий расход, покупая опцион,-платит за право принять решение. Логика применения опционов к оценке инвестиционных проектов основана на том же подходе. Еще не зная результата, не имея исчерпывающей информации, компания начинает вкладывать деньги в проект, но существует момент времени, когда она может, получив дополнительную информацию или опыт, от этого проекта отказаться.

Руководство в состоянии действовать, поскольку многие инвестиционные возможности включают в себя реальные опционы, которые руководство может исполнить, когда фирма в этом заинтересована. Метод дисконтированного потока денежных средств не учитывает такую возможность увеличения стоимости, поскольку он безоговорочно воспринимает фирму как пассивного инвестора. Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов основана на предположении, что любая инвестиционная возможность для компании может быть рассмотрена как финансовый опцион, то есть компания имеет право, а не обязательство создать или приобрести активы в течение некоторого времени.

Достоинством опционных моделей при оценке бизнеса является то, что стоимость оцениваемого бизнеса зачастую является переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к его производственно-финансовым характеристикам условий. Именно такие переменные величины целесообразно оценивать с использованием техники опционного ценообразования. Этот метод не является заменой традиционных подходов к оценке стоимости инвестиционных проектов и бизнеса. Он, скорее, представляет собой дополнение, дающее возможность учитывать некоторые аспекты, не доступные такому методу, как метод чистой приведенной стоимости. Гибкость в принятии управленческих решений - это фактически актив компании, который может быть учтен в стоимости инвестиционного проекта или компании с помощью методики реальных опционов.

Научные исследования реальных опционов полностью базируются на той идее, что гибкость имеет определенную стоимость. Реальные опционы дают возможность изменять и принимать оптимальные решения в будущем в соответствии с поступающей информацией, причем эта возможность количественно оцениваются в момент анализа. Полноценное применение методики реальных опционов ставит цель увеличить организационную гибкость компании, которая подразумевает кардинальный пересмотр подходов к ведению бизнеса. Использование реальных опционов фактически меняет процесс формирования стратегии компании. Гибкость, несомненно, является преимуществом при реализации одного или нескольких инвестиционных проектов, но при построении всей стратегии компании на принципе гибкости, вероятность ее неудачной реализации достаточно высока.

В зависимости от условий различаются следующие виды реальных опционов: опцион на выбор времени принятия решения об осуществлении капитальных инвестиций; опцион роста - дополнительные возможности, которые могут появиться, после осуществления первоначальных инвестиций; опцион изменения масштаба - изменение масштабов производства в течение жизненного цикла проекта; опцион на отказ от реализации проекта и др.

Для оценки стоимости реальных опционов могут быть использованы два основных варианта биномиальная модель и модель оценки стоимости опционов Блэка-Шоулза. Биноминальная модель, применяемая для оценки крупных производственных комплексов, базируется на трех классических подходах к оценке бизнеса, интегрируя их в единую системную технологию. Теоретической основой являются важнейшие концепции корпоративных финансов: теория опционов, эффект левериджа и др. В основе модели лежат два допущения: в одном интервале времени могут быть только два варианта развития событий (худший и лучший) и инвесторы нейтрально относятся к риску. Поскольку стоимость бизнеса является синтезом анализа его прошлой (last) и будущей (future) деятельности, то биноминальная модель оценки базируется на двух неразрывных составляющих этих противоположных сторон стоимости.

## Методика оценки стоимости бизнеса для формирования финансово-инвестиционной стратегии расширения сети телекоммуникационного холдинга

Целью определения рыночной стоимости телекоммуникационного холдинга «BTS» является необходимость проведения потенциальной сделки приобретения профильных бизнесов для стратегической реструктуризации и повышения капитализации материнской компании. Оценка стоимости по состоянию на конец 2012 года необходима в связи с возникшей возможностью приобретения лидирующего альтернативного оператора. Для оценки стоимости бизнеса рассматривается деятельность телекоммуникационного холдинга «BTS» (далее - Компания). В ходе выполнения оценки использовалась ретроспективная информация о результативности деятельности компании за период 2006 - 2011 гг. За основу формирования финансово-инвестиционной стратегии принята обоснованная рыночная стоимости с целью оценки реальной рыночной стоимости компании (бизнеса) в целом. Структура сделки предполагает покупку холдинга и погашение инвестиций, предоставленных для финансирования приобретения операционных компаний в размере 219 млн. евро на конец 2012 г, и включает следующие объекты: собственную сеть; операционные компании с позитивной величиной EBITDA; привлекательные розничную и оптовую сети покупателей; возможности роста широкополосного доступа в Интернет (ШПД) и услугах по передаче данных; платформу для дальнейшей консолидации европейского рынка. Обзор перспектив рынка связи в странах с присутствием «BTS» представлен в Приложении 4. «BTS» начала свою деятельность в 1994 г., являясь на сегодня постоянным альтернативным телекоммуникационным поставщиком, предоставляющим услуги по обслуживанию в глобальной телекоммуникационной системе. Бурный рост компании наблюдался в течение прошлого десятилетия с расширением по регионам, особенно после индивидуальной отмены госконтроля телекоммуникационного сектора. Компания выросла путем приобретения нескольких ведущих телекоммуникационных операторов и ISPs - провайдеров в Польше, Чехии (Aliatel, Сети Telenor, Contactel, Nextra), Словакии (Telenor, Quadia) и Венгрии (Datanet). В 2007 г. в связи с большим ростом объема трафика компания преобразовала большую часть арендованной национальной сети в собственное волоконно-оптическое сетевое решение и была объявлена журналом «Capacity Magazine» лучшим оптовым поставщиком телекоммуникационных услуг в Европе. Холдинг является узнаваемым брендом в корпоративном секторе. Компания имеет сеть в пяти странах Европы, а именно: в Чехии, Польше, Словакии, Венгрии, Румынии.

Стратегические планы компании BTS. Компания планирует применить единую стратегию ко всей группе компаний, где есть свои линии связи, с учетом местных особенностей на рынке для каждой. Основное различие компаний - это госрегулирование статуса и результат консолидации на этом рынке. Объективные применения каждой сущности компании «BTS»: быть среди трех основных фиксированных операторов в стране, идеально - быть самым крупным альтернативным оператором, увеличить собственный объем в целевом сегменте рынка, значительно увеличить денежный поток к концу пятилетнего периода. Реализация маркетинговой стратегии, направленной на изменение прин ципов обслуживания и качественный прогресс в уровне сервиса, позволит упрочить позиции в доходном бизнес-секторе, увеличить лояльность потре бителей и узнаваемость брэнда. Описание организации инфраструктуры сети и услуги, предоставляемые компанией, представлены в Приложении 5. Организационная и штатная структура представлена в Приложении 6. Информация о финансовом состоянии холдинга представлена в Приложении 7. Рассматриваемый холдинг имеет более 100 тыс. клиентов в Европе и выручку в размере 382 млн., EBITDA 59 млн. (2011 г.). Сводная консолидированная таблица доходов и расходов за 2010-2011 гг. по холдингу представлена в Приложении 8. Анализ динамики показателей свидетельствует о росте EBITDA на 63%, что означает рост объемов продаж, прибыли и снижение затрат на 12%. Доля прямых затрат в их совокупной величине в 2011 г. увеличилась на 6% относительно 2009 г. Итоги балансовых разделов пассива за 2010-2011 гг., динамика показателей выручки и прибыли и краткое описание результатов анализа представлены в Приложениях 9-12.

Прогнозы трендов основных финансовых показателей на основе перспектив развития услуг с высокой добавленной стоимостью составлены не только с учетом формальных характеристик территории обслуживания, которые определяют потенциальный спрос (промышленный потенциал и уровень доходов населения), но и с учетом маркетинговых оценок текущих позиций оператора. Стабильный рост доходов за последние три года дает основание для ожидания дальнейшего роста доходов в будущем (Приложение 13). Маржинальная прибыль следует тренду доходов и прогнозирует дальнейший рост на ближайшие пять лет. (Приложение 14). Рост валовой маржи является невысоким за последние три года, рентабельность ожидается на том же уровне 37-38% (Приложение 15). Компания имеет положительные показатели прибыли EBITDA с 2005 г. и положительный денежный поток с 2009, соответственно и по динамике уровня EBITDA% наблюдается рост (Приложение 16). Инвестиционная активность компании и ее прогнозируемая динамика отражены показателями Приложений 17 - 18.

Анализ финансовой устойчивости компании проведен по данным показателей Приложения 19. Финансовое состояние компании в 2010 и 2011 г.г. определяется как нормально устойчивое, т.е. наличие собственных оборотных, долгосрочных заемных средств обеспечивает покрытие запасов и затрат. В 2011 году заметна положительная динамика в формировании общей величины основных источников запасов и затрат (+1,5%). Приведенные финансовые коэффициенты позволяют в целом судить о соответствии их значений уровням нормальных ограничений (Приложение 21).

Анализ ликвидности баланса проведен на основе ряда показателей, приведенных в Приложении 20, и свидетельствует о некотором снижении уровня ликвидности баланса. Анализ финансовых результатов, рентабельности и деловой активности представлен показателями Приложения 22, в котором содержится краткое описание финансово-экономической ситуации.

Оценка стоимости компании «BTS» с использованием затратного подхода. Метод «Чистых активов». Оценка статей баланса, участвующих в расчете стоимости чистых активов компании «BTS», и результат расчета их величины в соответствии с нормативным регламентом [28] на конец 2011 г. представлены в Приложении 23. Показатель «чистые активы» - это достаточно объективный показатель характера устойчивости и платежеспособности компании, так как в соответствии с законодательством хозяйствующие субъекты в директивном порядке должны обеспечивать уровень значения чистых активов [1, 3, 6]. С этой точки зрения показатель «чистые активы» может определять стартовую цену, которую согласен получить потенциальный продавец за все обыкновенные акции общества, так как он характеризует стоимость имущества, сформированного за счет собственных источников.