

СЕКЦИЯ 1: ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЕМ КРУПНОМАСШТАБНЫХ СИСТЕМ, ВКЛЮЧАЯ ТНК, ГОСХОЛДИНГИ И ГОСКОРПОРАЦИИ

DOI:

ВЫБОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ И ОПТИМИЗАЦИЯ ЦЕПОЧКИ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Акинфиев В.К.

Институт проблем управления им. В.А. Трапезникова РАН

Россия, г. Москва, ул. Профсоюзная д.65

akinf.valery@yandex.ru

Аннотация: В докладе проанализирована связь между структурой цепочек создания стоимости интегрированных компаний и их акционерной стоимостью. Приводится общая постановка задачи выбора инвестиционной стратегии развития применительно к промышленным компаниям, имеющих сложную структуру производственных активов. Рассматриваются методологические вопросы построения комплексов взаимосвязанных инвестиционных моделей при решении задач управления акционерной стоимостью компаний.

Ключевые слова: стратегического развития компании, инвестиции, акционерная стоимость.

1 Цепочки создания стоимости и акционерная стоимость компаний

Одна из важнейших целей стратегического развития компании - усиление позиций компании на рынке и получение конкурентных преимуществ, в том числе, за счет увеличения масштаба производства (доли рынка) и более высокой (чем среднерыночная) маржинальной прибыли на единицу производимой продукции. На эти показатели оказывает существенное влияние структура цепочки создания стоимости компании.

Большинство крупных российских холдингов являются диверсифицированными компаниями, каждое из направлений бизнеса которой также включает группу компаний, имеющую ту или иную степень вертикальной интеграции.

Разница в структуре издержек между компаниями объясняется одной или несколькими перечисленными причинами [1]:

Разные цены на сырье, энергию и другие материалы, приобретаемые у поставщиков или получаемыми от компаний, являющихся дочерними или зависимыми обществами.

Различия в производственных технологиях, разный срок службы оборудования и производственных мощностей. Конкуренты обновляют оборудование и производственные мощности в разное время, поэтому их предприятия различаются по производительности и постоянным издержкам.

Разница в издержках производства, в свою очередь, связанная с разницей в уровне производительности, накопленном опыте, оплате труда и пр.

Разные затраты на маркетинг, рекламу, продвижение, содержание складских помещений, административные расходы.

Разные расходы на транспортировку материалов и готовой продукции, а также доставку заказов покупателям. Различия в издержках на сбыт.

Эти различия могут быть значительными в зависимости от различия в структуре и степени вертикальной интеграции компаний.

Компании, как правило, связаны между собой отношениями типа «поставщик - покупатель», образуя отраслевую цепочку создания стоимости (рис 1).

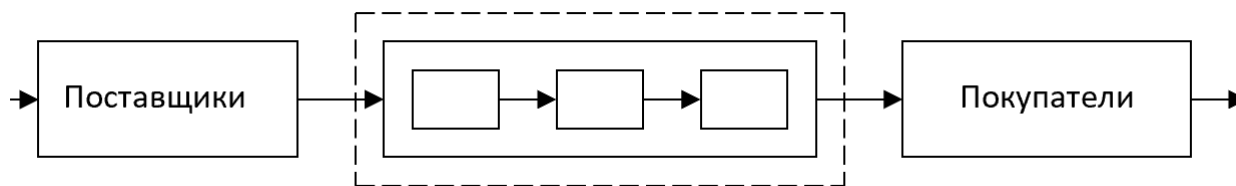


Рис. 1. Отраслевая цепочка создания стоимости

На стыке цепочки стоимости между компаниями ведется борьба за маржу отраслевой цепочки создания стоимости. Компания стремится купить дешевле и продать дороже рынка. Перетянуть на себя часть отраслевой маржи компания может либо за счет вертикальной интеграции, либо за счет создания дополнительной стоимости для покупателей, в том числе за счет повышения качества продукции, упаковки и удобства доставки продукции покупателю, сокращению времени выполнения заказа, заключения долгосрочных партнерских соглашений.

Для компаний, имеющих сложную интегрированную структуру группы взаимосвязанных предприятий, «цепочка создания стоимости» имеет достаточно сложную и разветвленную структуру. Анализ таких цепочек достаточно трудоемок и практически невозможен без внедрения информационных автоматизированных подсистем учета и анализа издержек по этапам цепочки создания стоимости компании.

Структура цепочки создания стоимости вертикально-интегрированной компании может характеризоваться следующими параметрами:

- Степенью обеспеченности компании основными видами сырья, производимыми на дочерних предприятиях (в %).
- Масштаб производства (объем выпуска продукции и доля рынка).
- Степень диверсификации продукции (присутствие компании в рыночных сегментах рынка продукции)
- Доля рынка, которую занимает компания в каждом сегменте (в %).
- Уровень маржи в различных звеньях цепочки создания стоимости (в %).
- Общий уровень маржи компании по консолидированной отчетности (в %).

Стратегия развития компаний должна преследовать цели построения (за счет органического роста и приобретений) такой сбалансированной цепочки создания стоимости компании, которая бы обеспечивала ее максимальную рыночную стоимость на вложенный акционерный капитал.

Одна из задач, которая возникает при инвестировании в вертикальную интеграцию компании, состоит в выборе инвестиционных решений из альтернатив [2, 3]:

- Купить готовую компанию, имеющую хорошие экономические показатели и перспективы развития. Для таких сделок характерны высокие разовые затраты и относительно низкий риск.
- Купить компанию с низкими экономическими показателями. А затем инвестировать в нее средства с целью улучшения экономических показателей приобретенной компании. Для таких сделок характерны относительно низкие разовые затраты и затем растянутые во времени затраты, а также повышенный риск.
- Создать новое производство и новую компанию. Для таких сделок характерны высокие растянутые во времени затраты и высокий риск. При этом, за счет современных технологических решений и оборудования может быть достигнута более низкая себестоимость продукции, чем в вариантах покупки готовой компании.

При решении этой задачи выбора необходимо учитывать особенности, характерные для перечисленных типов инвестиционных решений (покупка актива, покупка актива с последующей реализацией инвестиционной программы и строительство нового производственного объекта).

Решение о приобретении других компаний является инвестиционным решением и поэтому должно оцениваться по тем же критериям, как и проекты строительства нового предприятия или покупки нового оборудования. Выбрать инвестиционное решение: «построить или купить» сводится к оценке и сравнению затрат и выгод от этих двух видов инвестиций [4].

Различные инвестиционные решения существенно меняют цепочку создания стоимости компании. Особенно это относится к инвестиционным решениям в области приобретений. Отсюда следует вывод - при анализе и выборе инвестиционных решений необходимо анализировать и оценивать цепочку создания стоимости компании до реализации, и после реализации инвестиционного решения.

Задача оценки и выбора инвестиционных решений для вертикально-интегрированных компаний усложняется и тем, что реализуется сразу несколько проектов, в том числе, в различных дочерних предприятиях компании, технологически и финансово взаимосвязанных между собой. Проекты также зависимы друг от друга. Поэтому задача оценки эффективности как каждого отдельно взятого проекта, так и совокупности проектов (инвестиционной программы) для вертикально-интегрированных компаний является достаточно сложной и мало исследованной.

Проведенный анализ показывает, что для оценки, сравнения и выбора наиболее эффективного инвестиционного решения необходима разработка производственно-финансовых расчетных моделей, позволяющих учитывать основные значимые параметры сравниваемых инвестиционных решений.

Выбор инвестиционного решения типа «построить или купить» базируется на анализе и выборе компанией стратегических направлений развития и способов интеграции, а также выборе схем финансирования сделок (собственные или заемные средства).

2 Проблемы оценки и выбора инвестиционных решений.

В докладе анализируются некоторые из перечисленных проблем и рассмотрены возможные направления и методы их решения. Это, прежде всего:

- Проблема оценки и выбора стратегических и инвестиционных решений в вертикально-интегрированных компаниях;
- Проблема учета и снижения рисков при принятии инвестиционных решений, включая учет многовариантности сценарных условий развития;
- Проблема оценки адаптационных свойств принимаемых инвестиционных решений и управление процессом их реализации.

На практике компании используют несколько подходов к оценке и выбору стратегических планов.

Стоимостной подход. В соответствии с этим подходом, главной целью существования компании является генерация свободного денежного потока, который является собственностью акционеров компании. Акционеры по своему усмотрению могут использовать его, как на развитие компании, так и на другие цели.

Критерием оптимальности стратегического плана в данном случае является, как правило, показатель приведенной стоимости денежного потока за период прогноза. К сожалению, все методы оценки денежных потоков, очень чувствительны к рыночной конъюнктуре, которая, как было сказано ранее, трудно прогнозируема.

Целевой подход. Данный подход состоит в построении некоего желаемого «образа компании», который и является целью ее развития. При этом определяются сроки и ресурсы для достижения поставленных целей. Критерием оценки оптимальности стратегического плана в этом случае может являться минимизация затрат (ресурсов или времени) на их реализацию.

Данный подход оперирует, как правило, достаточно легко оцениваемыми показателями типа производственная мощность, технологическое совершенство и гибкость, современный уровень управления производственными процессами, эффективность менеджмента, уровень компетенции и профессионализма персонала, его мотивированность и др. Затраты на реализацию стратегических задач также возможно оценить и контролировать. Данный подход отчасти свободен от недостатка стоимостного подхода и не сильно подвержен влиянию рыночной конъюнктуры.

На практике оба этих подхода, по мнению автора, должны быть объединены в общую схему стратегического планирования, согласно которой цели развития определяются в соответствии с целевым подходом, а «траектория» развития выбирается исходя из принципов стоимостного подхода [3, 4].

Важное значение имеет адекватная оценка сценарных условий осуществления инвестиционных программ. Ошибки в прогнозе сценарных условиях, положенных в основу выбора инвестиционных решений компании, в период кризиса приводят к нежелательным последствиям, в том числе, замораживанию значительных финансовых средств, связанных с невозможностью и нецелесообразностью финансирования начатых проектов, уменьшению эффективности (или отрицательной эффективностью) завершенных проектов. Привлечение значительных заемных финансовых средств для реализации инвестиционных программ в периоды спада может поставить компанию в тяжелое финансовое положение, вплоть до банкротства.

Так, например, мировой финансовый кризис 2008 года привел к значительному падению спроса на сталь на многих рынках и заставил металлургов пересмотреть свои инвестиционные планы. Крупнейшие металлургические компании сообщили о снижении производства в 4 квартале 2008 года и планах снижения производства в 2009 году, а также значительном сокращении инвестиционных программ. Одна из причин сложившейся ситуации состоит в том, что компании не были готовы к такому развитию событий.

Анализ данной ситуации позволяет выявить ряд проблем управления инвестиционной деятельностью промышленных компаний. Некоторые из них связаны с недостаточно последовательным использованием на практике научных методов и методик, а некоторые обусловлены объективными трудностями прогнозирования.

Современный деловой мир характеризуется крайне нестабильной и сложной деловой обстановкой. Поэтому на первое место выходят такие качества компании как стратегическая гибкость,

стратегическая реактивность, динамический потенциал, динамические ключевые компетенции и адаптивность [1]. По мнению многих авторов, самая главная задача стратегического менеджмента состоит в балансировании между стабильностью, необходимой для стратегического планирования и процессов принятия решений, и нестабильностью, способствующей постоянному изменению и адаптации к меняющимся условиям. Экономическая среда является ключевой переменной в выборе поведения компании, включая долгосрочный аспект этого поведения.

В процессе стратегического планирования для проверки устойчивости и гибкости планов развития компании и для выработки способности у руководства реактивности необходимо использовать сценарные подходы. По мнению [2] стратегическая реактивность должна включать в себя способность «быстро» 1) замечать изменения в деловой среде; 2) выработать концепцию отклика на эти изменения и 3) перераспределять ресурсы для принятия ответных мер.

3 Оптимизация инвестиционных программ развития компаний

3.1 Постановка задачи

Рассматривается общая постановка задачи выбора инвестиционной стратегии развития применительно к промышленным компаниям, имеющих сложную структуру производственных активов (предприятий), объединенных общей технологической схемой производства продукции (вертикально-интегрированные компании) [1]. Заметим, что выбор состава и очередности инвестиционных проектов определяет «траекторию» изменения во времени производственно-финансовых показателей компании и степень их приближения к сформулированным намеченным целям стратегического развития.

Задача оптимизации состоит в выборе наилучшего варианта инвестиционной программы развития компании (составе и очередности реализации проектов) в смысле выбранного критерия оптимизации при заданных ограничениях на выполнение целевых установок; на общую стоимость программы; на требуемый уровень доходности инвестиционной программы.

Введем следующие обозначения:

$P(t) = \{p_1(t), \dots, p_n(t)\}$ - вектор производственно-финансовых показателей компании; t - период времени, $t \in [t_1, t_2]$, где t_1 и t_2 - начало и конец прогнозного периода (периода планирования).

Компоненты вектора $P(t)$ могут содержать, например, следующие показатели:

$p_1(t)$ - объем производства продукции в период t (масштаб производства),

$p_2(t)$ - выручка от реализации за период t ,

$p_3(t)$ - маржинальная прибыль за период t ,

$p_4(t)$ - EBITDA за период t ,

$p_5(t)$ - экономическая добавленная стоимость (EVA) за период t ,

$p_6(t)$ - свободный денежный поток компании (NCF) за период t .

Заметим, что для вертикально-интегрированных компаний вектор $P(t)$ зависит от динамики изменения производственно-финансовых показателей компаний, входящих в группу, степени их интеграции и его компоненты могут быть рассчитаны, как правило, с использованием процедур консолидации прогнозных финансовых отчетов компаний.

3.2. Формализация целей развития компании.

До начала решения задачи выбора оптимального портфеля проектов должны быть определены стратегические цели развития бизнеса, которые описываются в виде целевых значений некоторых компонент вектора производственно-финансовых показателей компании $P(t)$ в некоторые заданные периоды времени. Например, в качестве целей развития бизнеса могут выступать: увеличение производства продукции с уровня $p_1(t_1)$ до уровня $p_1^*(t^*)$, где t^* - заданный период времени ($t^* \in [t_1, t_2]$), увеличение выручки от реализации продукции с уровня $p_2(t_1)$ до уровня $p_2^*(t^*)$ или увеличение показателя EBITDA с уровня $p_4(t_1)$ до уровня $p_4^*(t^*)$.

Заданные таким образом цели развития бизнеса выступают в качестве ограничений в задаче оптимизации на допустимую траекторию изменения вектора $P(t)$. Выполнение данных ограничений проверяется в определенные периоды времени (t^*) и поэтому называются терминальными.

$$(1) \quad P(t_1) = \{p_1(t_1), \dots, p_n(t_1)\} \rightarrow P(t_2) = \{p_1(t_2), \dots, p_n(t_2)\}$$

где $P(t_2)$ - желаемое состояние, в которое должна перейти система (компания) в результате выбора и реализации комплекса инвестиционных решений, направленных на ее развитие. Разумеется, что не

все компоненты вектора $P(t_2)$ могут быть заданы как цели развития компании. Часть компонентов остается свободными и определяется в процессе решения задачи.

3.3 Выбор оптимального портфеля проектов (инвестиционной программы).

Решение данной задачи направлено на выбор оптимальной траектории развития компании.

$$(2) \quad P(t) = \{p_1(t), \dots, p_n(t)\}, \text{ где } t \in [t_1, t_2]$$

При выполнении следующих ограничений:

- терминальные ограничения, которые определяются выбранными целями развития,
- ограничения на объем ресурсов, необходимых для реализации инвестиционной программы развития,
- ограничения технологического, технического и маркетингового характера на выбор возможных инвестиционных решений.

Пусть $X(x_1, \dots, x_m)$ - вектор параметров, характеризующий вариант инвестиционной программы компании (набор инвестиционных проектов и их параметров), который является искомой переменной (управлением) в задаче оптимизации. Очевидно, траектория развития компании $P(t)$ зависит от выбранного вектора $X(x_1, \dots, x_m)$ и вектора внешних сценарных условий функционирования компании - $\mathcal{R}(r_1(t), \dots, r_k(t))$.

$\mathcal{R}(r_1(t), \dots, r_k(t))$ характеризует изменение спроса и цен на выпускаемую продукцию, цен на сырье и другие компоненты производства, условия накладываемые органами государственной власти (институтами) на правила ведения бизнеса, включая правила начисления и уплаты налогов и других обязательных платежей.

$$(3) \quad f\{P(t, X(x_1, \dots, x_m), \mathcal{R}(r_1(t), \dots, r_k(t)))\} \rightarrow \max$$

Где $f\{P(t)\}$ выбранная метрика в пространстве производственно-финансовых параметров компании. В качестве метрики целесообразно выбрать интегральный показатель приведенной стоимости свободного денежного потока компании NPV ($pn(t)$) или, что эквивалентно, показатель чистой приведенной стоимостью денежного потока (NPV) варианта инвестиционной программы развития компании. Последний показатель вычисляется как разность между NPV ($pn(t)$) для сценария «Реализация варианта инвестиционной программы» и NPV ($pn(t)$) сценария отказа от реализации инвестиционной программы.

При ограничениях:

- терминальные ограничения, которые определяются выбранными целями развития,

$$(4) \quad P(t^*, X(x_1, \dots, x_m), \mathcal{R}(r_1(t), \dots, r_k(t))) \geq P(t^*)$$

- ограничения на суммарный объем ресурсов, выделенных на реализацию портфеля инвестиционных проектов,

$$(5) \quad \sum_{t=t_1}^{t_2} R(t, X(x_1, \dots, x_m)) \leq R$$

где $R(t, X(x_1, \dots, x_m))$ - объем финансирования программы X в период t , R - бюджет инвестиционной программы. Заметим, что кроме финансовых ограничений, в задаче необходимо учитывать также и ограничения на наличие трудовых ресурсов.

- ограничения технологического, технического и маркетингового характера на выбор возможных инвестиционных решений,

$$(6) \quad X(x_1, \dots, x_m) \in D$$

Где множество D задается в виде графа вариантов инвестиционной программы.

- других ограничений на выбор возможных инвестиционных решений, в том числе связанных с допустимым уровнем риска портфеля и его гибкостью.

$$(7) \quad \mathfrak{I}(X(x_1, \dots, x_m), \mathcal{R}(r_1(t), \dots, r_k(t))) \leq M$$

где M - допустимый уровень риска программы.

Следует заметить, что операторы, используемые в математической постановке задачи (3), (4), (6) и (7), задаются в виде алгоритмически заданных соотношений. Поэтому классический аппарат теории

оптимизации, разработанный для объектов, описываемых либо линейными, либо нелинейными аналитическими выражениями (формулами), здесь не применим.

3.4 Схема решения задачи.

Общая схема решения задачи состоит в сравнении и выборе вариантов инвестиционной программы на основе оценки показателей их эффективности, рассчитанных с использованием компьютерной производственно-финансовой модели компании (рисунок 2).

Исходная информация (варьируется)		Результат решения задачи
1. Целевые установки. Ограничения, заданные оператором (4)		1. Оптимальный состав проектов, очередность и продолжительность их реализации: $X_{opt}(x_1, \dots, x_m)$
2. Внешние сценарные условия. Оператор $\mathcal{R}(r_1, \dots, r_k)$		2. Стоимость отдельных проектов и стоимость инвестиционной программы в целом
3. Варианты инвестиционной программы (состав проектов, их характеристики и очередность реализации). Ограничения, заданные операторами (5) и (6)	3. Прогноз динамики производственных и финансовых показателей компании. Показатели эффективности программы. Функционал, заданный оператором (3).	

Рис. 2. Общая схема решения задачи

При этом могут варьироваться целевые установки развития компании, множество вариантов программы развития, а также внешние сценарные условия. Для поиска решения в некоторых случаях могут быть использованы различные методы, в том числе переборные алгоритмы оптимизации или методы оптимизационно-имитационного подхода [2]. Заметим, что применение регулярных поисковых процедур для решения задач подобного типа встречает, как правило, большие трудности.

В результате решения задачи выбирается оптимальный вектор $X_{opt}(x_1, \dots, x_m)$ и, соответствующая ему, оптимальная траектория развития компании.

$$P_{opt}(t) = \{p_1 opt(t), \dots, p_n opt(t)\}, \text{ где } t \in [t_1, t_2].$$

Необходимым условием решения поставленной задачи является разработка комплекса взаимосвязанных моделей, описывающих объект оптимизации (алгоритмически заданные соотношения между производственной и инвестиционной программой развития компании, а также вектором ее производственно-финансовых показателей).

4 Ранжирование инвестиционных проектов компании: анализ подходов.

4.1 Постановка проблемы

Известно, что проблема оценки и выбора инвестиционных решений является многофакторной и многокритериальной задачей. Заметим, что в большинстве случаев задача оценки эффективности проекта является вспомогательным, подготовительным этапом при принятии инвестиционных решений. В дальнейшем возникает необходимость в решении задачи ранжирования множества инвестиционных вариантов и выбора наиболее привлекательных из них. Сравнение проектов с целью принятия эффективных инвестиционных проектов является самой сложной проблемой возникающей на стадии управления реальными инвестициями компании [1, 2].

Для оценки эффективности и выбора инвестиционных проектов, в рамках метода дисконтирования денежных потоков DCF, обычно рассчитывают несколько показателей, в том числе: чистый дисконтированный доход NPV, внутренняя норма доходности IRR, индекс рентабельности PI и дисконтированный срок окупаемости DPP. Однако, на практике, совместное использование перечисленных показателей при решении задачи выбора инвестиционных решений наталкивается на ряд трудностей. Это связано с известной проблема противоречивости показателей эффективности (ранжирование инвестиционных проектов по различным показателям может дать различный результат). Кроме этого, ситуацию осложняет различная размерность показателей и, наконец, их различная важность с точки зрения учета при принятии инвестиционных решений.

Вопрос выбора того или иного показателя эффективности в качестве ведущего критерия, как в отечественной, так и в зарубежной литературе вызывает многочисленные споры, что вполне естественно - каждый из показателей обладает как неоспоримыми достоинствами, так и определенными недостатками [2 - 9].

4.2. Выбор ведущего показателя

Рассмотрим достоинства и недостатки основных показателей финансовой оценки инвестиционных проектов.

Чистый дисконтированный доход – абсолютный показатель, который позволяет оценить величину дохода от реализации проекта и о потенциальном вкладе проекта в увеличение капитала компании. Его чаще используют аналитики. Основным недостатком чистого дисконтированного дохода состоит в том, он не учитывает масштаб инвестиций, поскольку, является абсолютным показателем.

Внутренняя норма доходности является относительным показателем, которая показывает ожидаемую норму доходности капитала проекта, но на ее основе невозможно судить о потенциальном вкладе проекта в увеличение капитала компании.

Имеются сторонники использовать в качестве ведущего критерия индекс рентабельности, который характеризует уровень доходов на единицу затрат, т.е. эффективность вложений. Чем больше значение этого показателя, тем выше отдача каждой единицы денежных средств, инвестированных в проект. Благодаря этому он очень удобен при выборе проекта из ряда альтернативных вариантов инвестиций, имеющих примерно одинаковые значения NPV.

Резюмируя следует отметить, что NPV дает информацию о приросте благосостояния акционеров компании, IRR показывает ожидаемую норму доходности инвестиционных затрат в оцениваемый проект, PI характеризует уровень доходов на единицу затрат, DPP позволяет оценить срок в течение которого доходы проекта покроют его расходы. Таким образом, приходим к выводу, что инвестиционный проект адекватно может быть описан набором критериев, а использование только одного критерия является сильным упрощением и может привести к ошибкам.

Возможны ситуации, когда для всесторонней оценки проекта недостаточно перечисленных показателей. Возможны ситуации, когда кроме показателей экономической эффективности проекта, должны быть рассмотрены и включены в дальнейшие расчеты критерии, отражающие экологическую эффективность проекта, его значимость для бюджета региона в виде поступлений налогов и/или количества создаваемых рабочих мест и прочие. В этом случае необходимо определить набор дополнительных критериев, характерных для конкретного случая.

Чтобы преодолеть указанные трудности, связаны с анализом DCF, большинство компаний используют более одного финансового показателя при принятии инвестиционных решений [4, 5]. Эта практика, однако, не позволяет преодолеть фундаментальную проблему, связанную с многофакторностью и многокритериальностью задачи. Чрезмерное увлечение менеджерами финансовым анализом, в ряде случаев, не позволяет им дать «зеленый свет» для стратегических инвестиций, которые имеют решающее значение для долгосрочного успеха организации [6]. Это, в свою очередь, имеет далеко идущие последствия для инноваций и роста.

4.3 Использование обобщенных показателей эффективности. Учет стратегических целей развития компании

Очевидно, что для решения задач оценки эффективности и сравнения инвестиционных проектов целесообразно применять методы, позволяющие сводить набор критериев эффективности в один итоговый показатель (обобщенный показатель эффективности), обеспечивающий однозначную оценку и ранжирование проектов. С такого рода обобщением связан ряд сложностей. Во-первых, необходимо определиться со способом комбинирования частных исходных критериев в обобщенный показатель. Во-вторых, каждый частный параметр имеет свою размерность, поэтому требуется введение единой безразмерной шкалы для всех параметров.

В [2] предложен способ агрегирования исходных показателей на основе применения логических матриц. В рамках данного подхода используется система критериев (числовых и качественных оценок), имеющих иерархическую структуру.

На первом этапе для сравнения рассчитывается рейтинг проектов, который, например, равен $(1/\sum \text{мест показателей}) \times 4$. Формула для вычисления рейтинга составлена таким образом, что "идеальный" вариант инвестиций имеет максимальный рейтинг равный единице.

На втором этапе варианты сравниваются не только на основе числовых характеристик, но и на основе ряда качественных оценок, таких как «соответствие варианта стратегии развития компании» и

«уровень рыночных рисков» и других оценок. Оценки по этим критериям позволяют составить общее представление о недостатках и преимуществах конкретного инвестиционного проекта. В основе данного сравнительного анализа лежит аналог метода, предложенного Т. Саати, который обеспечивает формальную обработку суждений и предпочтений экспертов на основе анализа попарных предпочтений проектов по каждому из показателей.

Часто выбирают проекты, которые приводят к наибольшим поступлениям денежных средств по сравнению с альтернативными проектами. Но что произойдет, если эта оценка не совпадают со стратегическими целями компании? Критерии финансовой оценки инвестиционных проектов могут входить в конфликт с их стратегической оценкой, то есть со степенью соответствия их стратегическим целям развития компании [7,8].

Многие проекты, обладающие стратегическими преимуществами, могут повлиять на долгосрочную позицию компании на рынке, в том числе за счет повышения гибкости производства, создания конкурентных преимуществ и развития способность реагировать на новые потребности клиентов. Ответ на этот вопрос тесно связано с возможностью компании одновременно принимать во внимание как краткосрочные, так и долгосрочные цели. Компании могут дополнять свои традиционные методы оценки инвестиций стратегическим анализом, который помогает выровнять краткосрочные и долгосрочные цели.

В последние годы накопились эмпирические доказательства того, что компании неохотно вкладывают средства в инвестиционные проекты [9]. Ситуация объясняется тем, что компании сталкиваются с дилеммой: слишком много денег на балансе и слишком мало привлекательных инвестиционных проектов. Наиболее вероятным объяснением этого является то, что фактический опыт компаний зачастую приводит к разочарованию, фактическая финансовая отдача, рассчитанная по методу DCF, оказалась зачастую ниже стоимости капитала компании [9].

Дилемма, с которой сталкиваются финансовые менеджеры сегодня, является: слишком много денег гоняется за слишком малым количеством высокодоходных проектов. Финансовые менеджеры вкладывают избыточные денежные средства в краткосрочные финансовые вложения, доходность которых оказывается ниже стоимости капитала компании.

Есть два фактора, которые могут объяснить эту ситуацию:

1. Финансовые директора не слишком доверяют результатам анализа DCF.
2. Высокодоходные проекты встречаются редко. Финансовые аналитики начинают признавать, что в реальности глобальная конкуренция быстро сокращает любое конкурентное преимущество и инвестиций с положительным NPV будет сравнительно редки.

В этой ситуации необходимо отходить от стандартных схем оценки ставки требуемой доходности по инвестиционным проектам, особенно увлечением использованием премий и надбавок в ставке дисконтирования в анализе DCF. Слишком высокий порог требуемой доходности, снижает желание менеджеров заниматься инвестиционными проектами в компании, что негативно сказывается на потенциале ее развития и акционерной стоимости.

Литература

1. *Портер М.* Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость/ Пер. с англ. - 2-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. - 715 с.
2. *Цвиркун А.Д., Акинфиев В.К.* Анализ инвестиций и бизнес-план: Методы и инструментальные средства. – М.: Издательство «Ось-89», 2002. – 288 с.
3. *Линдгрэн М., Бандхольд Х.* Сценарное планирование. Связь между будущим и стратегией. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009. -256 с.
4. *Акинфиев В.К.* Системный анализ и методы управления стоимостью вертикально-интегрированных компаний (на примере металлургии) // Вторая Международная конференция «Системный анализ и информационные технологии» САИТ-2007 (сентябрь 2007, Обнинск, Россия): Труды конференции. Т. 2, стр. 86-90.
5. *Акинфиев В.К.* Выбор инвестиционных решений и оптимизация цепочки создания стоимости компании. // Вторая Международная конференция «Управление развитием крупномасштабными системами» MLSD-2008, Труды конференции, М.: Институт проблем управления РАН, 2008.
6. *Акинфиев В. К.* Управление развитием интегрированных промышленных компаний: теория и практика (на примере черной металлургии). – М.: ЛЕНАНД, 2011.- 224 с.

7. *Alkaraan, F., & Northcott, D. (2006). Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools? A study of practice in large UK manufacturing companies. The British Accounting Review, 38, 149–173.*
8. *Arnold, G. (2007). Essentials of Corporate Financial Management (3rd ed.) Essex, UK: FT/Pearson.*
9. *Lefley, F. (2004). An assessment of various approaches for evaluating project strategic benefits: Recommending the strategic index. Management Decision, 42(7/8), 850–861.*
10. *James S. Sagner. (2007) Capital Budgeting: Problems and New Approaches. The Journal of Corporate Accounting & Finance / November/December 2007, 39-44.*