
Ващенко Т.В., Сокольникова И.В. Основные этапы формирования портфеля инвестиционных проектов компании // Информационно-экономические аспекты стандартизации и технического регулирования, 2018. № 6(46).

УДК 332.13, 332.14

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ КОМПАНИИ

Ващенко Т.В., кандидат экономических наук, доцент, доцент Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова,

Сокольникова И.В., кандидат экономических наук, доцент, доцент Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова

Аннотация. В статье сформулированы основные этапы отбора проектов в инвестиционный портфель компании на основе количественных и качественных требований. Приведена классификация методов отбора проектов при формировании инвестиционного портфеля, разработан подход по выявлению наиболее значимых со стратегической точки зрения проектов с помощью системы сбалансированных показателей. Акцентировано внимание на необходимость оценки добавленной стоимости, создаваемой проектом. Особое значение уделено взаимозависимым проектам, предлагается оценивать их положительное и негативное влияние на денежные потоки до расчета и оценки критериев экономической эффективности.

Ключевые слова: взаимозависимые проекты, инвестиционный портфель, инвестиционный проект, критерии экономической эффективности, методы отбора проектов, ограничения, отбор проектов, синергия, система сбалансированных показателей, экономическая добавленная стоимость.

UDC 332.13, 332.14

THE MAIN STEPS OF PROJECTS SELECTION TO BUILD AN INVESTMENT PORTFOLIO

Vashchenko T.V., Ph. D. in Economics associate professor of Plekhanov Russian University of Economics

Sokolnikova I.V., Ph. D. in Economics associate professor of Plekhanov Russian University of Economics

Abstract. The article formulates the main stages of project selection in the company's investment portfolio on the basis of quantitative and qualitative

requirements. The classification of project selection methods to build an investment portfolio is described, the approach to identify the most important projects from a strategic point of view applying a balanced scorecard is developed. Attention is focused on the need to assess the added value created by the project. It is emphasized that positive and negative impacts on cash flows of interdependent projects should be assessed before calculation of capital budgeting criteria.

Keywords: interdependent projects, investment portfolio, investment project, capital budgeting criteria, methods of project selections, constraints, project selection, synergy, balanced scorecard, economic value added.

Введение. Формирование устойчивых конкурентных преимуществ компании напрямую зависит от эффективности инвестиционной деятельности, в связи с чем первостепенное внимание должно быть уделено вопросам формирования и управления портфелем инвестиционных проектов. Активная инвестиционная деятельность приводит к тому, что компании одновременно реализуют несколько проектов. При этом возникает вопрос: как выявить проекты, которые необходимо обязательно реализовать с учетом ограниченного бюджета?

В последнее время многие авторы обращают внимание на необходимость отказаться от «инженерного» взгляда на проект, подчеркивая, что в первую очередь необходимо оценивать вклад проекта в реализацию стратегии компании, создание добавленной стоимости [5]. Действительно, проекты являются инструментами достижения стратегических целей. В связи с этим, несмотря на безусловную значимость экономико-математических методов для формирования и управления портфелем проектов, оценка соответствия проектов и портфеля в целом стратегии компании, степени обеспечения достижения ее генеральной цели имеют приоритетное значение при принятии управленческого решения о целесообразности выполнения проекта. В то же время существующие в компаниях требования к минимальной доходности, срокам реализации, а также ограниченность всех видов ресурсов должны быть учтены при определении критических значений

показателей эффективности инвестиционных проектов [1]. Безусловно, важной характеристикой портфеля является взаимовлияние денежных потоков проектов, поэтому необходимо выявить – какие проекты усиливают доходы друг друга, а какие приводят к сокращению.

Цель данного исследования заключается в описании основных этапов отбора проектов для формирования инвестиционного портфеля компании, обеспечивающего достижение стратегических целей и соответствующего количественным критериям эффективности деятельности.

Обзор источников по теме исследования. Основоположителем портфельной теории принято считать Гарри Марковица, раскрывшего принципы отбора ценных бумаг с учетом их важнейших характеристик: риска и доходности. Затем данная теория получила развитие и применение по отношению к продуктам и проектам. Результатом стало появление матриц Ансоффа, Бостонской консалтинговой группы (БКГ), Дженерал Электрик, а в 1990-ые годы методология управления портфелем проектов была выделена в отдельное научное направление [2]. Следует отметить, что первые модели ограничивались только количественными показателями проектов, а такие инструменты как дерево решений, линейное и нелинейное программирование, к сожалению, находили очень редкое применение на практике. В настоящее время методы, используемые для формирования портфеля проектов, можно разделить на три группы, показанные на рисунке 1.

◆ Тема формирования инвестиционного портфеля по-прежнему является актуальной, так как развитие систем стратегического планирования требует адаптации существующих подходов к новым требованиям. В то же время существует потребность в развитии методов, обеспечивающих оптимальное распределение ограниченных ресурсов между проектами. Современные проекты, входящие в портфель, характеризуются высоким уровнем взаимовлияния. Последнее приводит к тому, что прогнозная выручка одного проекта снижается за счет реализации другого (например, в случае выпуска

товаров-заменителей), а для других проектов можно ожидать роста денежных потоков за счет сокращения затрат в результате запуска системообразующего для компании проекта по переходу на новые, более эффективные технологии [8].



Рис 1. Методы формирования портфеля инвестиционных проектов
Источник: разработано авторами на основе [2, 3, 9]

Предлагаемая методика

В связи с увеличивающейся ролью менеджера проектов в управлении развитием компании необходимо разработать рекомендации по реализации различных видов инвестиционных проектов, инициируемых на основе выявления несовершенств с помощью системы сбалансированных показателей. Проекты должны быть направлены на достижение

стратегических целей компании, генерирование кумулятивного эффекта в результате реализации портфеля взаимоподдерживающих проектов, гарантирующих интенсивный характер развития компании. Это особенно важно в настоящее время, когда финансовые ресурсы компаний ограничены в связи с ситуацией на финансовом рынке, вызванной санкциями. Инвестиционные проекты должны быть направлены на создание стратегических активов или совершенствование их характеристик.

В соответствии с подходом Дж. Барни стратегические активы имеют следующие характеристики: обладают особой ценностью для компании; для них отсутствуют заменители; существуют значительные сложности в их копировании и воспроизведении; они редко встречаются у конкурентов [7]. Таким образом, наибольший интерес представляют проекты, направленные на создание стратегических активов, способных обеспечить конкурентоспособность услуг и продуктов компаний как на национальном, так и на мировом рынке. Инвестиционные проекты должны развивать ядро бизнеса компании, распыление сил на второстепенные проекты может оказаться опасным и привести к значительным потерям. В связи с этим предлагается отбирать проекты, отвечающие стратегическим целям компании, с применением подхода, основанного на системе сбалансированных показателей (см. рисунок 2).

Если цели собственников не могут быть достигнуты в связи с недостаточным спросом на продукцию компании или высоким уровнем конкуренции, то должны быть реализованы инвестиционные проекты, направленные на совершенствование существующих или создание новых продуктов и услуг. На рисунке 2 данный вид проектов обозначен ИП 1.

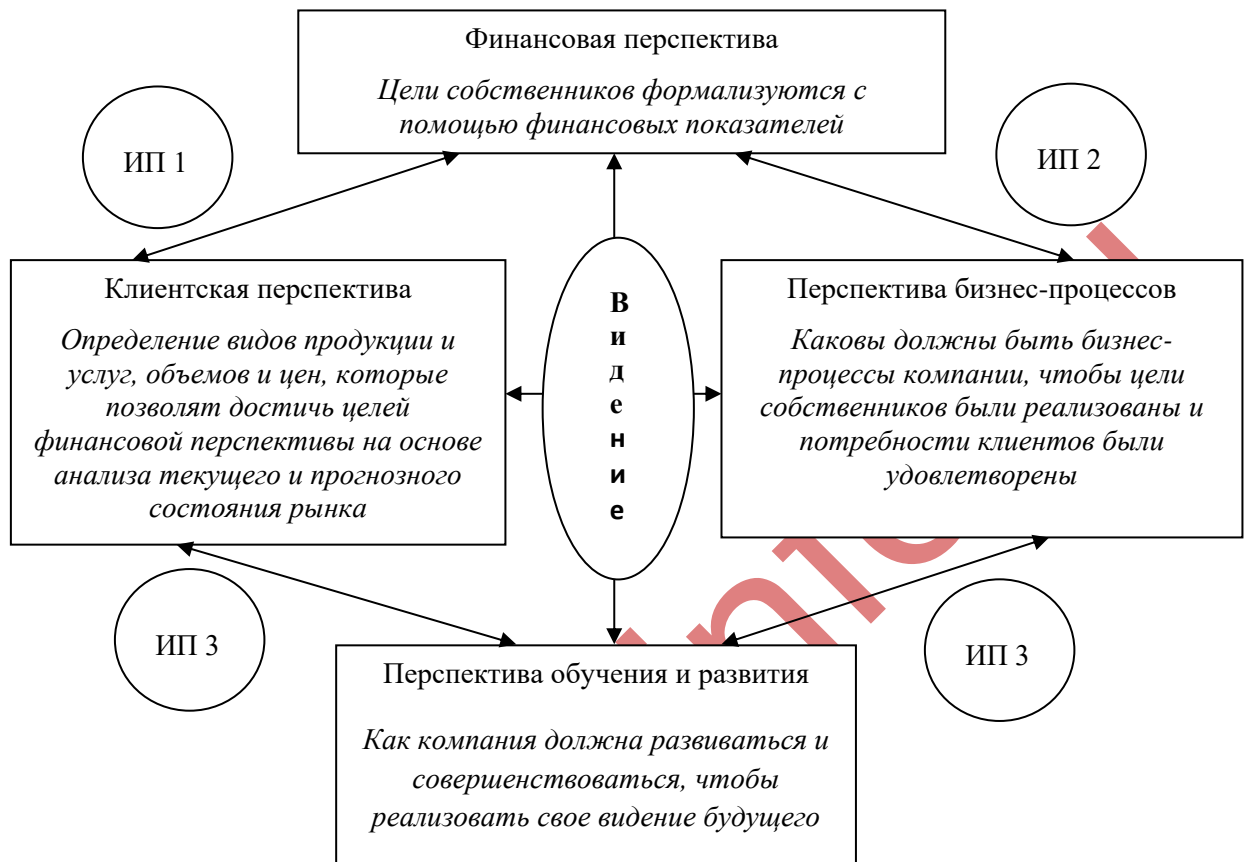


Рисунок 2. Определение перспективных инвестиционных проектов на основе анализа стратегии развития компании

ИП - инвестиционный проект

Источник: разработано авторами на основе [4].

Если бизнес-процессы компании не отвечают предъявляемым требованиям по срокам, качеству, стоимости и объему производства, то необходимо разработать инвестиционные проекты, обеспечивающие формирование новых производственных мощностей, улучшение характеристик технологических процессов, их автоматизацию и роботизацию. Данный вид инвестиционных проектов на рисунке 2 показан как ИП 2.

Третий вид инвестиционных проектов нацелен на развитие компании и ее персонала. В качестве примера можно привести внедрение новой информационной системы, способствующей повышению производительности

труда и переходу к качественно новому уровню управления на основе всестороннего и оперативного контроля и анализа деятельности компании с непрерывным мониторингом ключевых показателей эффективности. Данный вид проектов на рисунке 2 отмечен как ИП 3. Также к данному типу проектов должны быть отнесены программы обучения, направленные на формирование и совершенствование недостающих компетенций; внедрение гибких методов управления. Отсутствие компетенций выявляется на основе определения характеристик моделируемых бизнес-процессов и сопоставления их с фактическими показателями трудовой деятельности персонала.

Предлагаемый подход позволит компаниям достичь стратегических целей и создать устойчивые конкурентные преимущества благодаря портфелю отобранных приоритетных инвестиционных проектов.

Однако, как было отмечено выше, система формирования инвестиционного портфеля должна обеспечивать достижение стратегических целей и одновременно с этим иметь четкие количественные показатели, позволяющие измерить его экономическую эффективность. Следовательно, следующим шагом будет оценка финансовых показателей проекта. Вследствие того, что инвестиционные проекты предполагают, как правило, многолетний период реализации, при котором сроки инвестиций и поступлений не совпадают, более объективные результаты могут быть получены на основе таких динамических критериев экономической эффективности, как чистый приведенный доход (NPV), внутренняя норма доходности (IRR), срок окупаемости (DPP) и индекс рентабельности (IRR). Однако турбулентность, присущая как мировой экономике в целом, так и рынкам нашей страны в частности, требует расчета указанных критериев не один раз при оценке и отборе проектов, а ежегодно, чтобы отследить влияние новых эндогенных и экзогенных параметров экономической системы на критерии эффективности проектов. Ежегодный мониторинг проектов дает возможность оперативно адаптировать проекты к изменяющимся условиям и

обеспечить практическое применение современных принципов управления, предполагающих управленческую гибкость на всех стадиях реализации проекта. Истоки управленческой гибкости формируются еще на стадии отбора проектов посредством использования методики реальных опционов.

К сожалению, переоценка риска приводит к тому, что компании отказываются от проектов с существенным риском, но и большим потенциалом. В такой ситуации наиболее грамотным подходом будет принятие проекта и выстраивание плана действий в зависимости от развития ключевых факторов на практике. Действительно, предсказать будущее невозможно, но сформировать альтернативные варианты как планы реагирования на ситуацию и реализующиеся риски будет наиболее выгодным для компании. Как известно, ведение бизнеса без риска не представляется возможным, а инвестиционная деятельность по своей экономической сущности обладает более высоким риском по сравнению с текущей. Поэтому для экономически грамотного отбора проектов должны быть определены лимиты, показывающие максимально допустимый размер риска по каждому виду проектов, и реализован нелинейный подход к прогнозированию будущих результатов. На самых ранних этапах рассмотрения проекта необходимо предусмотреть возможность отказа от него с минимизацией негативных последствий или сокращения его масштаба в случае развития пессимистического сценария. И, наоборот, для оптимистического сценария необходимо выявить возможность роста и развития, то есть культивировать и тиражировать успех.

При этом, безусловно, ключевое значение имеет анализ влияния портфеля проектов на стоимость компании. В связи с этим результирующим показателем является сумма стоимости компании без портфеля инвестиционных проектов плюс сумма чистых приведенных стоимостей всех проектов. Данная формула является корректной как следствие свойства аддитивности критерия чистой приведенной стоимости:

Новая стоимость компании

$$= \text{стоимость компании без проекта} + \sum_{i=1}^n \text{чистая приведенная стоимость проекта,}$$

где n – число проектов, входящих в инвестиционный портфель.

Будет логично дополнить мониторинг финансовой эффективности проекта таким стоимостным показателем как экономическая добавленная стоимость (EVA – economic value added). Данный показатель в отличие от чистой приведенной стоимости, определяемой сразу за весь срок реализации проекта, будет отражать влияние проекта на финансовые результаты компании по годам. Однако в первые годы реализации проекта до наступления эксплуатационной стадии возможно снижение EVA, рассчитываемой для компании в целом, и даже получение отрицательных значений. Последнее обусловлено формированием новых активов, не приносящих на инвестиционной стадии доходов. Поэтому возможен расчет EVA как на основе всех активов компании, так и только той их части, которая используется в настоящее время в операционной деятельности компании.

В результате объединения инструментов стратегического и финансового анализа следует выделить следующие этапы формирования инвестиционного портфеля компании.

На первом этапе необходимо провести анализ соответствия проекта стратегическим целям компании. Как было отмечено выше, в зависимости от стратегических «разрывов», с которыми сталкивается компания, необходимо реализовать один или несколько проектов, направленных на совершенствование существующих или создание новых продуктов / услуг, расширение и обновление ресурсной базы, модернизацию бизнес-процессов, обучение и развитие персонала, внедрение новых управленческих технологий.

По влиянию на доходы компании проекты подразделяются на два типа. Первый тип обеспечивает рост выручки от реализации за счет выпуска новой,

улучшенной или дополнительной продукции. Второй тип приводит к увеличению денежных потоков за счет снижения затрат компании посредством модернизации или обновления оборудования, совершенствования бизнес-процессов. На рисунке 3 показано деление проектов на указанные типы.

На втором этапе необходимо оценить степень взаимосвязи между проектами. Положительный эффект компании могут получить за счет синергетического эффекта, например, за счет использования результатов одного проекта в другом или совместного использования созданных ценностей; проекты по обучению персонала позволяют повысить производительность и эффективность персонала, что положительно отражается на всех проектах.

И, конечно, проекты по созданию инноваций становятся мультипликаторами, положительно влияющими на проектную деятельность в целом.

Но, к сожалению, кроме синергии наблюдается также негативное влияние одного проекта на другой. Последнее происходит в случае конкуренции за единый рынок сбыта или предложении товаров или услуг, которые могут заменить друг друга [6]. Кроме того, в силу ограниченности всех видов ресурсов одобрение одного проекта не позволит реализовать другие. Запуск выбранных проектов загружает имеющееся оборудование, трудовые ресурсы, поглощает материалы и финансы. В связи с этим рекомендуется вначале определить, как взаимовлияние проектов отражается на их денежных потоках, а затем переходить к расчету критериев эффективности по отдельным проектам или взаимозависимым группам.

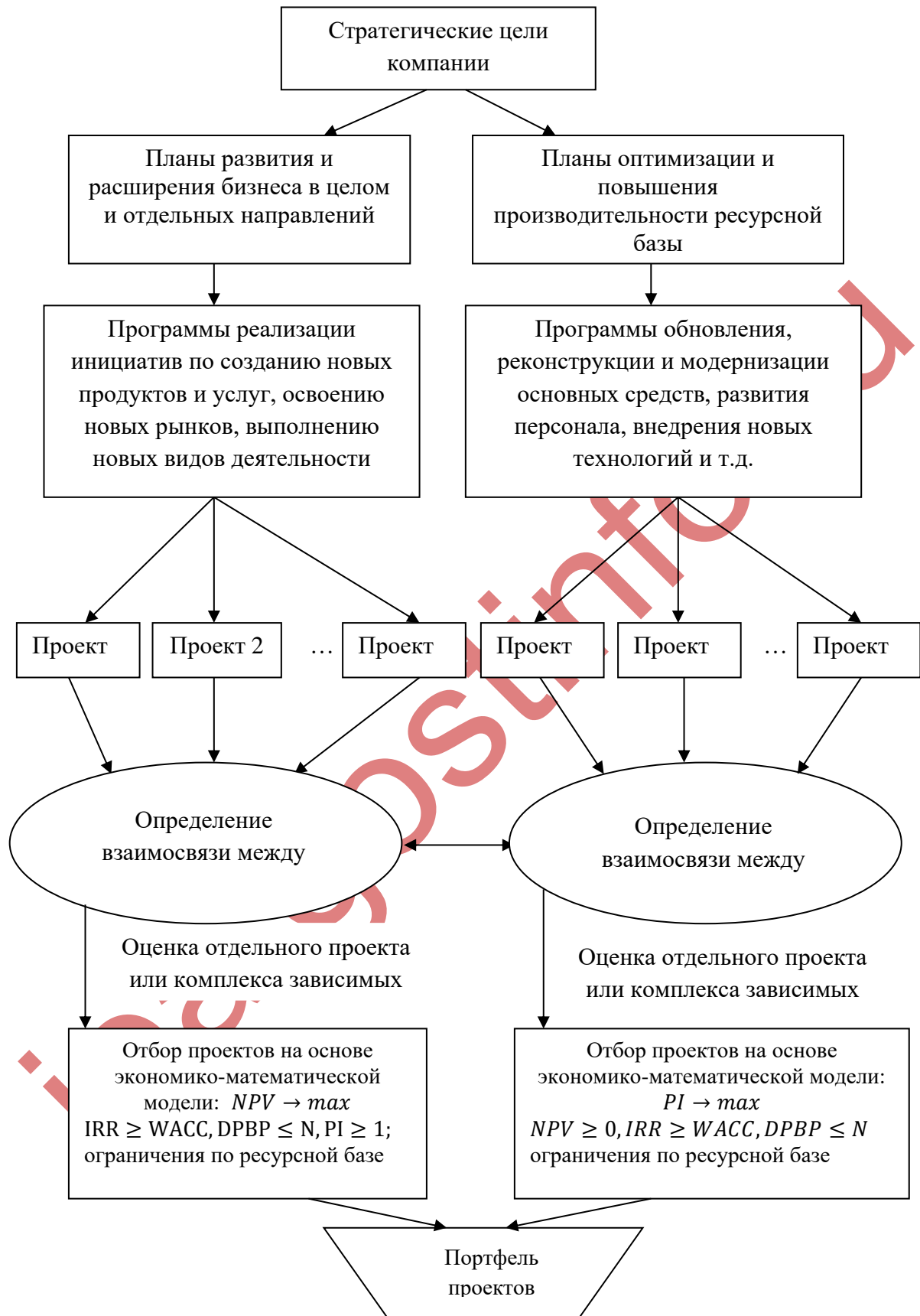


Рисунок 3. Основные этапы формирования портфеля инвестиционных проектов. Источник: разработано авторами

На третьем этапе осуществляется количественная оценка проектов, рассчитываются и анализируются критерии эффективности. Для проектов, создающих новую выручку, должна максимизироваться величина чистого приведенного дохода (NPV), индекс рентабельности (PI) должен быть больше единицы, внутренняя норма доходности (IRR) должна превышать средневзвешенную стоимость капитала компании (WACC), срок окупаемости (DPBP) должен находиться в установленном для компании диапазоне. Дополнительно необходимо установить лимиты по всем видам ресурсов компании: материальным, трудовым, финансовым. Для проектов, обеспечивающих обновление, модернизацию основных средств, развитие персонала, воплощение инновационных идей в технологиях качестве критерия оптимизации должен быть выбран показатель доходности (PI), так как в данном случае необходимо в первую очередь получить максимальную отдачу на единицу инвестирования, результатом станет устойчивый рост стоимости компании.

Заключение. Достижение целевых показателей развития компании возможно только на основе осуществления такой инвестиционной деятельности, которая будет направлена на формирование проектов, являющихся инструментами реализации стратегии компании. В связи с этим важно отслеживать, какую степень поддержки обеспечивают проекты генеральной стратегии, как формируются синергетические и разрушающие денежные потоки внутри инвестиционного портфеля, а также насколько однозначно сформированы критерии отбора проекта. Предложенный в статье подход к формированию портфеля объединяет стратегические и финансовые аспекты оценки инвестиционных проектов с учетом их направленности на рост выручки или модернизацию ресурсной базы, а также наличия взаимозависимости, анализируемой на базе денежных потоков.

Список использованных источников и литературы

1. Акулинин Ф.В. Инновационный климат как экономическая категория // Нормирование и оплата труда в промышленности. 2017. № 11. С. 34-40.
2. Бархатов В.Д. Механизм управления портфелем международных нефтегазовых проектов: Дисс. канд. эконом. наук. – М., 2013 – 161 с.
3. Жданова О.А., Бондаренко Т.Г. Поэтапный механизм отбор стартапов в финтех-акселераторы // Общество: политика, экономика, право. 2018. № 5. С. 67-71.
4. Каплан Р.С., Нортон Д.П. Сбалансированная система показателей – М.: Олимп-Бизнес, 2017. – 320 с.
5. Костинская Е.А. Оценка интегральной эффективности портфеля инвестиционных проектов для компании розничной торговли: Дисс. канд. эконом. наук. – М., 2013. – 177 с.
6. Пастор С., Пятанова В.И. Стратегии транснациональных корпораций для меняющихся моделей международной торговли // Международная торговля и торговая политика. 2017. № 2(10). С. 136-146.
7. Пономаренко Т.В. Механизм формирования стратегических конкурентных преимуществ горных компаний [Электронный ресурс] // Записки горного института. Современные проблемы развития минерально-сырьевого комплекса: геология и экономика - рецензируемый сборник научных трудов. Санкт-Петербург – 2011, том 194. С. 291-300. URL: <http://pmi.spmi.ru/index.php/pmi/article/view/1163/1214>;
8. Стреха П.А., Федосеева М.А. Учет взаимовлияния при оценке интегральной доходности группы проектов как ключевой фактор формирования модели финансового оценочного профиля // Транспортное дело России. 2015. № 3. С. 82-84.
9. Fotr J., Plevny M., Svecova L., Vacik E. Multi-criteria project portfolio optimization under risk and specific limitations [online] // Economics and management. – 2013. – Issue - 4 (XVI). – P. 71-87. <http://www.ekonomie-management.cz/en/archiv/search/detail/1095-multi-criteria-project-portfolio-optimization-under-risk-and-specific-limitations/> ;

© Т.В. Ващенко, 2018

© И.В. Сокольникова, 2018