

УДК 336.763
ББК 65.264.18

Замылин Иван Евгеньевич,

аспирант каф. менеджмента, маркетинга и организации производства
Волгоградского государственного технического университета,
г. Волгоград,
e-mail: zamylin@yahoo.com

К ВОПРОСУ О СТРАТЕГИИ И МЕТОДИКЕ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ

ABOUT THE STRATEGY AND TECHNIQUE OF REAL OPTIONS PORTFOLIO FORMATION

Несмотря на актуальность, проблема формирования портфеля реальных опционов получила недостаточное внимание со стороны ученых. В настоящей статье на основании проведенного в штате Флорида (США) исследования представлен авторский подход к разрешению данной проблемы, состоящий из пяти элементов: определения области поиска, осуществления направленного сканирования, интерпретации полученного материала, анализа релевантности и ценности реального опциона и видоизменения организационной структуры в связи с покупкой реального опциона. Каждый из этапов критически проанализирован и описан с использованием примеров передовой практики.

Despite of its importance, the issue of real options portfolio formation did not get sufficient scientific attention. The article, on the basis of research conducted in Florida (USA), has presented the author's approach to the solution of the said issue consisting of five components: determination of the scope of investigation, performance of the targeted scanning, interpretation of obtained materials, analysis of relevance and value of the real option and modifications of the organizational structure due to the purchasing of the real option. Each of the steps has been critically analyzed and described using examples of the best practice.

Ключевые слова: портфель реальных опционов, организационная структура компании, стратегическое планирование, увеличение добавленной стоимости, реальный опцион, стратегия, опцион, инвестиции, проект.

Keywords: real options portfolio, company's organizational structure, strategic planning, value added augmentation, real option, strategy, option, investments, project.

Многочисленные исследования показывают, что решающим фактором, определяющим успех компании, является наличие грамотной стратегии долгосрочного развития предприятия и ее эффективное исполнение. Важно, чтобы деятельность предприятия была ориентирована не только на достижение оперативных целей, но и создание возможностей для роста в перспективе пяти или десяти лет. Так, американские исследователи Дэй и Шумейкер отмечают, что большое количество компаний может отлично существовать на протяжении небольшого промежутка времени, не инвестируя в будущий рост, однако они становятся очень уязвимы в долгосрочной перспективе и редко могут эффективно ответить на угрозы, возникающие на периферии рынка [1, р. 12].

Для обеспечения стабильного развития организации менеджеры должны постоянно вкладывать финансовые ресурсы в активы, которые будут генерировать денежные

потоки в будущем. Однако в условиях динамично меняющейся среды, что характерно для большого количества рынков (особенно IT-технологий, машиностроения, биотехнологий), компании часто не в состоянии инвестировать во все перспективные проекты из-за отсутствия достаточного количества капитальных ресурсов и высокой неопределенности относительно потенциала технологий. В такой ситуации особую актуальность приобретает порционный инвестиции в большое количество различных проектов, иначе говоря, вложения в реальные опционы.

В настоящее время все больше исследователей уделяют внимание данной проблеме. Значительное количество научных трудов посвящено оценке реальных опционов [2–4]. Изыскания ведутся в области стратегического управления реальными опционами в условиях высокой неопределенности [5–7], связи теории игр и реальных опционов [8, 9], часто экономисты используют модель реальных опционов для анализа различных отраслей экономики [10–12]. Существенно меньше внимания уделено проблемам формирования и управления портфелями реальных опционов. В своей книге Рейнер Брош анализирует проблемы оценки реальных опционов, состоящих в портфеле, обсуждает вопросы, касающиеся управления портфелем. Практически нет статей, посвященных данному вопросу. Можно лишь отметить исследование Р. Бельдербоса и Д. Жоу, в рамках которого авторы анализируют практику дивестирования транснациональными корпорациями зарубежных подразделений, используя модель портфеля реальных опционов. Отсутствуют работы, изучающие стратегии формирования портфеля реальных опционов, обобщающие накопленную практику.

В настоящей статье предпринята попытка частично заполнить образовавшийся пробел и обсудить порядок и последовательность формирования портфеля реальных опционов, проанализировать примеры использования данного подхода лидирующими мировыми компаниями.

В результате исследования, проведенного совместно с профессором Университета Центральной Флориды Э. Даниилсоном, мы пришли к выводу, что эффективная стратегия формирования портфеля реальных опционов складывается из пяти составляющих:

- 1) определение области поиска;
- 2) направленное сканирование;
- 3) интерпретация;
- 4) анализ релевантности и ценности реального опциона и решение о его приобретении;
- 5) видоизменение организационной структуры в связи с покупкой реального опциона.

1. В рамках первого этапа компании необходимо осуществить большую интеллектуальную работу, направленную на соотнесение собственных стратегических планов

и направлений эволюции отрасли и окружающей среды. В результате анкетирования 120 компаний, имеющих бизнес в штате Флорида, было установлено, что многие предприятия определяют область поиска реальных опционов, задавая следующие вопросы: какие возможные и «невозможные» сценарии развития отрасли могут оказать воздействие на функционирование компании? В каком направлении и как сильно могут измениться предпочтения потребителей? Насколько предыдущее развитие отрасли может повлиять на ее состояние сегодня и перспективы эволюции завтра? Такие вопросы позволяют определить границы интересующей компанию зоны.

При определении области поиска очень многое зависит от того, насколько хорошо организация понимает собственный бизнес и способна предсказать возможные варианты его развития. Истории корпоративного управления известно большое количество примеров, когда компании теряли клиентов и даже исчезали с рынка, потому что неправильно определяли границы бизнеса. В ставшем классическим труде «Рыночная близорукость» («Marketing myopia») Теодор Левитт обращает внимание на то, что железнодорожные компании в США потеряли рынок, потому что определили свой бизнес как железнодорожный, а не транспортный (упустив тем самым огромное количество реальных опционов, лежавших на периферии рынка). Голливуд утратил свое влияние, поскольку компании, там работающие, сузили свой рынок до производства фильмов (потеряв все реальные опционы, которые были связаны с рынком развлечений) [13]. К этому ряду можно добавить такие компании, как Encyclopedia Britannica, которая не заметила, как информационные ресурсы приобрели электронный вид; Kodak, которая упустила момент, когда люди переключились на цифровые фотоаппараты; Blockbuster, которая не подумала о том, что видео высокого качества может быть передано по каналам Интернет, и проиграла конкурентную борьбу; Netflix, которая за много лет до массового распространения высокоскоростного Интернета приобрела реальный опцион на сдачу в аренду электронных копий фильмов, и т. д.

Важно понимать, что ценность реального опциона не ограничивается правом на реализацию некоторого проекта. В теории корпоративного финансового менеджмента выделяются следующие виды реальных опционов:

- опцион на отказ от проекта (option to abandon) предполагает возможность компании продать денежные потоки до окончания срока осуществления проекта при реализации неблагоприятного сценария;

- опцион на расширение проекта (option to expand) позволяет управляющим предприятиям увеличить инвестиционную программу при наступлении благоприятных событий;

- опцион на приостановку проекта (option to delay) учитывает возможность менеджмента организации сократить ресурсы компании, выделяемые для работы над проектом, в период снижения цен или повышения издержек на комплектующие, если такая ситуация является временной [2, с. 772–817].

Наиболее важным выводом, который следует из данной классификации, является понимание того, что областью поиска реальных опционов служит не только внешняя среда, окружающая компанию, но и активы, которыми располагает предприятие, бизнес-процессы, накопленные интеллектуальные ресурсы и т. д.

2. На втором этапе менеджменту организации необходимо отсканировать полученную зону на предмет наличия реальных опционов.

Существует большое количество рекомендаций относительно того, как сканирование должно быть осуществлено. В книге «Периферийное зрение: сигналы, которые могут «сделать» или погубить вашу компанию» предложено сканировать среду, изучая каждый из следующих элементов: клиенты и конкуренты, возникающие технологии, бизнес-процессы внутри фирмы, факторы, влияющие на состояние среды (influencers and shapers) [1, с. 49].

Очевидно, наиболее ценными источниками информации являются специализированные журналы, а также, конечно, поисковые системы сети Интернет. Есть большое количество платных продуктов, которые предоставляют возможности улучшенной фильтрации, например WebFountain – программа, разработанная IBM, которая позволяет искать релевантную информацию в блогах, журнальных и газетных статьях, книгах и т. д.¹

3. Большинство информации, которую компания получает в результате сканирования, является неполной и часто двусмысленной. Для того чтобы отфильтровать и систематизировать входящие данные, организации обращаются к процессу интерпретации материала. Наше исследование показало, что две проблемы, с которыми предприятия сталкиваются чаще всего, это неспособность определить реальную угрозу или возможность до того момента, когда уже поздно, и неверное заключение относительно стоимости реального опциона.

На данном этапе компании стоит найти новую информацию, построить несколько гипотез, создать возможности для обсуждения различных вариантов интерпретации, использовать «распределенные знания» (опыт, накопленный исполнителями в процессе обслуживания клиентов). Так, признанный лидер в области авиаперевозок компания Singaporean Airlines [14] отводит важную роль экипажу самолета в распознавании и интерпретации различных сигналов, касающихся предпочтений потребителей. Герракиос и Вирц утверждают, что Singaporean Airlines основывает большое количество решений относительно приобретения реальных опционов и управления ими на предложениях и советах, исходящих от непосредственных исполнителей.

4. Решение о включении реального опциона в портфель должно приниматься на основе формальных критериев относительно стоимости и релевантности опциона, а также оценки динамики и направления развития рынка, которая, в свою очередь, может основываться как на простых методах типа SWOT-анализа, так и сложных многофакторных моделях симуляции.

Интерес представляет история развития технологии Nike+. В 2006 г. компания приняла к рассмотрению проект, который казался безнадежным при оценке с помощью чистой приведенной стоимости. Идея состояла в том, чтобы интегрировать продукты корпорации Nike и Apple: кроссовки и iPod соответственно. Компании разработали специальное устройство, крепившееся к обуви и передававшее сигналы плееру, который, в свою очередь, показывал скорость бегуна, пройденную дистанцию и т. д. Только благодаря оценке реальных опционов, заложенных в проект, было принято решение о финансировании проекта. В результате на этапе реализации Nike исполнила большое количество реальных опционов и увеличила входящие денежные потоки за счет источников, которые были неочевидны в самом начале [15].

¹ Дополнительную информацию о WebFountain можно найти в: Menon A. A. Tomkins Learning about the market's periphery: IBM's WebFountain // Long Range Planning. 2004. Vol. 37(2).

При принятии решения о включении реального опциона в портфель очень важна его оценка с позиции релевантности. Компания в обязательном порядке должна соотнести собственную стратегию, видение и появившуюся возможность, чтобы оценить их совместимость. Особое значение имеет грамотное бюджетирование проектов. Так, многие исследования показывают, что предприятия довольно часто переоценивают свои финансовые возможности и, как результат, тратят чересчур много средств на приобретение реальных опционов, не имея ясного представления об источниках финансирования, когда возникает благоприятная ситуация для исполнения опциона [2].

5. Очень часто предприятие в состоянии эффективно пройти все четыре этапа, однако, тем не менее, не может результативно реализовать проект. Чаще всего такая проблема обусловлена диссонансом, который возникает между существующей организационной структурой компании и требованиями, которые предъявляет стратегия реальных опционов к ней. В соответствии с нашим исследованием из 67 компаний, вошедших в фокус-группу, 54 сообщили о том, что данная проблема является для них серьезной или очень серьезной.

Для того чтобы преодолеть подобные противоречия, предприятие должно быть построено в соответствии с принципами и правилами гибкости, модулярности и распределенной инновационной деятельности (distributed innovation). Мы обнаружили, что данные свойства позволяют наиболее эффективным образом интегрировать стратегию реальных опционов в систему стратегического планирования на предприятии.

Замечательной иллюстрацией нашей методики является подход компании Google к формированию портфеля реальных опционов. Осознавая, что рынок интернет-рекламы близок к насыщению, корпорация инвестирует значительные финансовые ресурсы в смежные отрасли. Так, на про-

тяжении последних двух лет предприятие вышло на рынок локальной и мобильной рекламы, потокового интернет-телевидения, виртуализации бизнес-процессов, VoIP-телефонии и т. д. При этом работа по поиску потенциальных и перспективных направлений развития бизнеса начинается с определения важных и стратегически интересных проектов, корпорация уделяет значительное внимание сканированию окружающей среды. Интерпретация результатов осуществляется на нескольких уровнях иерархии в компании. Помимо этого, корпорация активно применяет принцип модулярности при построении организационной структуры, что позволяет быстро и просто менять направления развития, расширять продуктовую линейку и заменять существующие продукты, немедленно и эффективно реагировать на действия конкурентов и извлекать максимальную пользу от возможностей, появляющихся на периферии рынка.

Экономической теории хорошо известно, что рост предприятия осуществляется через капитальные инвестиции. Гораздо меньше внимания уделено тому, что капитальным инвестициям предшествуют вложения в реальные опционы, которые только в случае ожидаемого компанией развития технологий, рынка или других институтов приобретают форму капитальных вложений. При этом реальные опционы имеют универсальную природу, т. е. возникают при принятии любого стратегически важного решения.

Наше исследование показало, что компании недостаточно просто знать и точно предсказывать траекторию развития рынка. Предприятию необходимо приложить огромное количество управленческих усилий для того, чтобы извлечь максимальную выгоду из появившихся реальных опционов на периферии рынка. Только в случае правильной интерпретации, грамотной оценки стоимости, эффективной и гибкой организационной структуры реальный опцион добавляет стоимость компании и способствует ее развитию.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК / REFERENCES

1. Day G., Schoemaker P. *Peripheral Vision: Detecting the Weak Signals that will Make or Break your Company*. Harvard: Business School Press, 2006. 248 p.
2. Damodaran A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. N.-Y.: Wiley, 2002. 992 p.
3. Shockley R. L. *An Applied Course in Real Options Valuation*. Los Angeles: South-Western College, 2006. 368 p.
4. Shulmerich M. *Real Options Valuation: The Importance of Interest Rate Modeling in Theory and Practice*. Munich: Springer, 2010. 389 p.
5. Amram M., Kulatilaka N. *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*. Oxford: Oxford University Press, 1998. 246 p.
6. Trigeorgis L. *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. Boston: The MIT Press, 1996. 427 p.
7. Shwartz E. S., Trigeorgis L. *Real Options and Investment Under Uncertainty: Classical Readings and Contributions*. Boston: The MIT Press, 2004. 881 p.
8. Smith H. T. J., Trigeorgis L. *Strategic Investment: Real Options and Games*. New Jersey: Princeton University Press, 2004. 472 p.
9. Huisman K. J. M. *Technology Investment: A Game Theoretic Real Options Approach*. Munich: Springer, 2010. 276 p.
10. Ronn E. I. *Real Options and Energy Management: Using Options Methodology to Enhance Capital Budgeting Decisions*. London: Risk Books, 2003. 744 p.
11. Nembhard H. B., Aktan M. *Real Options in Engineering, Design, Operations and Management*. N.-Y.: CRC Press, 2009. 253 p.
12. Paxson D. *Real R&D Options*. Maryland Heights: Butterworth-Heinemann, 2003. 333 p.
13. Levitt T. *Marketing Myopia* // Harvard Business Review. September – October 1975. P. 23–172.
14. Heracleous L., Wirtz J. *Singaporean Airlines' Balancing Act* // Harvard Business Review. July–August 2010. P. 145–149.
15. Ofek E., Wathieu L. *Trends That Could Shake Up Your Business* // Harvard Business Review. July – August 2010. P. 125–131.