

**Фокина Ольга Михайловна**, к.э.н., доцент,  
(e-mail: [omfokina@mail.ru](mailto:omfokina@mail.ru))

**Сметанин Евгений Александрович**, студент  
(e-mail: [genek\\_2001@bk.ru](mailto:genek_2001@bk.ru))

*Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Воронежский филиал), г. Воронеж, Россия*

## **УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ОПЦИОНЫ И ПРОБЛЕМЫ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ**

***Аннотация.** Применение методов и моделей управленческих или реальных опционов позволяет оценивать инвестиционные решения с учетом рисков, создает условия для управления проектом с учетом изменяющихся внешних и внутренних условий. В статье показана сущность управленческих опционов, характеристики отдельных реальных опционов, условия использования реальных опционов*

***Ключевые слова:** метод реальных опционов, проблемы применения.*

Инструментарий реального или управленческого опциона в явной или неявной форме применяется в управлении инвестиционной и текущей деятельностью предприятий и организаций. Выделяют несколько свойств управленческих опционов, которые, по нашему мнению, подтверждают базовые признаки его: связан с возможностью, правом, но не обязанностью инвестирования в реальные активы; обеспечивает гибкость управленческих решений; формирует способность использовать преимущества риска и неопределенности. Реальные опционы (РО) идентифицируют различно, например, как аналитический инструмент, приложение теории финансовых опционов, способ мышления, организационный процесс. Действительно, в основу формирования теории реальных опционов положена теория финансовых опционов, владение данным инструментарием требует компетенций принятия стратегических решений, должно быть оформлено в соответствующих организационных процедурах.

Если реальный опцион является возможностью, или правом, принять некоторое управленческое решение в будущем, корректировать ход осуществления проекта при изменении внешних и внутренних условий реализации, то необходимо проверить следующее: встроен в управление инвестициями (или текущей деятельностью предприятия) до начала инвестирования, «заготовлен», при этом зачастую присутствуют необратимые затраты, возможность и право изменять ход, условия реализации проекта. Здесь отметим, что все признаки такого управленческого решения присутствуют в организации производства товаров двойного назначения, описаны в отечественной истории экономики.

Существует множество взглядов на классификацию опционов. Например, А.В. Бухвалов [1] считает, что наиболее важные классификации - по типу неопределенности и возможности реплицирования, по отраслевому признаку. Реальные опционы классифицируют С. Майерс, М. Брейли, Валдайцев С.В. [2], М.В. Грачева [3], М.А. Лимитовский [5] и многие другие [7,8].

Для практических целей оценки инвестиционные решения (их идентифицируют, как опционы на стороне активов) и финансовые решения (опционы на стороне пассивов) целесообразно разграничить. Относительно финансовых решений заметим, что при выборе схемы финансирования проекта создаются будущие резервы, обеспечивается гибкость, возможность развития и продолжения при преимущественном использовании собственных источников финансирования. При использовании схем лизинга в частных случаях можно обеспечить выход из проекта, а оборудование может быть возвращено лизингодателю.

Опционы на стороне активов могут быть связаны с изменением масштаба проекта (стратегического роста, сокращения, отказ от проекта, выход из проекта в процессе его инвестиционной или эксплуатационной фазы), времени и условий реализации (отсрочка, приостановка, ожидание, изменение деятельности или условий, выбор времени реализации проекта), развития (тиражирование, продолжение, расширение видов деятельности).

Опцион на изменение. Наиболее общий, включает множество решений, сущность в возможности организации переключится с одного поставщика, продукта, технологии на другие их типы для обеспечения гибкого реагирования на изменяющиеся условия рынка.

К примеру, рассмотрим установку, генерирующую тепло или электроэнергию. Она может использовать как один вид топлива, так и несколько одновременно. Очевидно, что второй вариант выгоднее так как позволяет выбирать наиболее дешёвый вид топлива для эксплуатации в реальный момент времени, что сказывается на гибкости установки, демонстрирует И.Я. Лукасевич [6]. Так и с инвестициями в производственную линию, выпускающую несколько видов продукции или быстро переключаться для выпуска нового продукта в случае изменения спроса. Такие инвестиции повышают гибкость управления и обеспечивают большую стабильность бизнеса. Встраивание такого опциона рассматривается в теории организации производства, где и известен принцип гибкости.

К тому же инвестиции в тот или иной продукт позволяют выйти на смежные рынки или изучить выпуск дополняющих товаров или услуг. Например, компании, ранее занимающиеся только сотовой связью, теперь устанавливают также кабельное телевидение, Интернет и т.д.

Опционы роста, развития. Такие решения востребованы, если дополнительные инвестиции могут привести к расширению деятельности проекта (увеличение рынка сбыта продукции), увеличению масштаба проекта. При этом первоначальный (базовый) проект может иметь небольшую доход-

ность, на уровне или даже ниже альтернативных вариантов. Возможность дальнейшего расширения делает этот проект привлекательным.

Сущность опциона изменения условий деятельности состоит в том, что в проектах предусматривается возможность инвестирования траншами, этапами. Очередной этап инвестирования осуществляется только тогда и только тогда, когда предшествующий является успешным. Это особенно значимо для крупных инвестиций, характеризующихся высоким технологическим риском, например, в фармацевтике или высоких технологиях в целом. По сравнению с составными вариантами роста, последовательные варианты инвестирования относятся к одному и тому же проекту, реализация которого зависит от завершения последовательных этапов, тогда как в случае составного варианта – это полноценный проект, который может породить второй проект.

Опционы ожидания (опция синхронизации или опция задержки). Исходное положение – проект, менее ценный сегодня, станет более ценным позже. Не отменяется проект, а откладывается до тех пор, пока условия не улучшатся, станут благоприятными. Например, производственная фирма может отложить принятие решения о покупке нового завода до конца этого или следующего года.

Опцион на сокращение – чаще всего связывают с возможностью на определенное время или на определенном сегменте рынка уменьшить объем продаж. Встройка, создание условий для него значимо в проектах с высоким риском, дает шанс уменьшить убытки, повышает устойчивость проекта.

Отклонение уже начатых, но оказывающихся неэкономичными проектов – опцион на отказ от реализации. Если для проекта требуется высокопроизводительное оборудование, обеспечивающее высокое качество продукции, то для его окупаемости необходимо полное использование мощности. Предлагаемый в таком случае для выхода из проекта вариант с использованием лизинга, приемлем для стандартного оборудования, но невозможен для финансового лизинга, предусматривающего изготовление под заказ предприятия-реципиента.

В этом случае вариант отказа от реализации разрабатывается менеджерами предприятия-реципиента во взаимодействии с проектной организацией.

Вариант отказа должен дать инвестору возможность прекратить проект или отказаться от проекта, чтобы реализовать его ликвидационную стоимость. Главное – дает инвестору право отказаться от проекта еще до завершения срока жизни проекта, продать оставшуюся часть проекта или денежные потоки по остаточной стоимости или стоимости лома. Как правило, владелец продает проект или отказывается от него, если приведенная стоимость оставшихся денежных потоков меньше ликвидационной стоимости.

Применение метода опционов имеет ограничения, основное из них сложность математических инструментов, на которых основана оценка реальных опционов [3, 6]. Решение – удобными для компаний становятся разнообразные модели реальных опционов, отличающиеся как по характеру используемых базовых активов, так и по используемой временной модели.

Имеются рекомендации по упрощению моделей, что, например, связано с предположениями о бесконечном сроке службы оборудования, жизни проекта, предприятия. Если при этом для оценки принимают денежные потоки с учетом дисконтирования, то уже за пределами семи-восьмилетнего срока потеря точности невелика.

При этом необходимо избегать чрезмерно упрощенных моделей определения денежных потоков. В моделировании, встройке вариантов реализации проекта, важно иметь возможность учитывать множество параметров, характерных для реальных ситуаций инвестиционных проектов, таких как налогообложение, задержки платежей, различные элементы расходов (промежуточное потребление, расходы на персонал, другие расходы и т. д.), а также элементы стратегического порядка, такого как жизненный цикл деятельности, технологические неопределенности.

Требования к разработке моделей реальных опционов: упрощение математических инструментов и улучшение моделирования денежных потоков для учета параметров, характерных для реальных ситуаций, формирующих основу для управления проектом. Хороший компромисс может быть достигнут с использованием биномиальных моделей [6,9].

Реальные опционы – это набор относительно новых инструментов, доступных лицам, принимающим решения, для лучшей оценки потенциала создания стоимости инвестиционных проектов. Реальные опционы не учитывают созданной стоимости в прошлом, но дают представление о потенциале создания стоимости инвестиционного проекта в будущем. Они позволяют лучше отражать риск, как переменную в финансовой оценке. Кроме того, реальные опционы формируются специалистами, имеющими компетенции инвестиционного и финансового анализа, анализа эффективности бизнеса, стратегического планирования и управления, оценки бизнеса.

Анализ гибкости проекта имеет фундаментальное значение, поскольку он ставит действия менеджеров в центр процесса создания ценности компаний. Поэтому требуется, чтобы процесс оценки не был отделен от процесса управления инвестиционным проектом.

Реальные опционы с использованием инструментария финансовой оценкой и стратегического планирования, позволяют сравнивать различные варианты инвестиций, связывая их с промышленной и коммерческой логикой и делая возможным получить динамический инвестиционный план, который будет оптимизирован в соответствии с полученными промежуточными (поэтапными) результатами его осуществления.

Компетенции топ-менеджеров по оценке инвестиций с учетом рисков на основе реальных опционов могут формироваться также при наличии знаний, и, несомненно, опыта организации производства и управления, маркетинга, региональной экономики.

Выявить варианты управленческих решений по обеспечению жизнеспособности проекта можно на основе SWOT анализа, матрицы вероятностей и последствий, анализа сценариев. Необходимо оценивать этапы жизненного цикла при проектировании и моменты времени при осуществлении проекта, когда возникает необходимость и возможность пересмотра инвестиционных решений, уяснить, параметры проекта (компоненты доходов, расходов), изменение которых требует пересмотра инвестиционных решений. Необходимо выделить такие ситуации по фазам жизненного цикла проекта. Для прединвестиционной фазы – это отказ, ожидание, задержка, корректировка параметров. Для инвестиционной фазы – рост, развитие, тиражирование, переключение, приостановка, выход, продажа. Для эксплуатационной – изменение выпускаемой продукции на основе возможностей технологии, например, продукция двойного назначения, перепрофилирование, тиражирование, продление срока жизни проекта, передача лицензии или оставление за собой прав). Выделив ликвидационную фазу получим – выход из проекта с высокой величиной остаточной стоимости, возможно и сохранение прав на возвращенное в проект.

Вывод. Рассмотрение инвестиционного проекта с позиции его полезности для заинтересованных лиц, формирования стоимости для собственников, выгод для территории его размещения должно предусматривать использования теории реальных опционов. Результатом станет повышение инвестиционной привлекательности проекта и рост потенциала территории его размещения.

### Список литературы

1. Бухвалов А. В. Реальные опционы в менеджменте: классификация и приложения / А. В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – 2004. — № 2. – С. 27 – 56.
2. Валдайцев С. В. Оценка интеллектуальной собственности / С. В. Валдайцев; СПбГУ, экон. факультет. — М.: ЗАО «Издательство» Экономика», 2010 – 471 с.
3. Грачева, М. В. Реальные опционы как инструменты управления проектными рисками / М. В. Грачева, Е. А. Петренева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 10(292). – С. 2-14.
4. Королев, А. В. Экономико-математические методы и моделирование: учебник и практикум для вузов / А. В. Королев. – Москва: Издательство Юрайт, 2022. — 280 с.
5. Лимитовский М. А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках / М. А. Лимитовский. – М.: Дело, 2004. – 527 с.

6. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент в 2 ч. Часть 2. Инвестиционная и финансовая политика фирмы: учебник и практикум для вузов / И. Я. Лукасевич. — 4-е изд., перераб. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2022. — 304 с.

7. Преображенский, Б. Г. Инвестиционный анализ и управление региональными инвестиционными проектами на основе реальных опционов / Б. Г. Преображенский, О. М. Фокина // Регион: системы, экономика, управление. — 2017. — № 3(38). — С. 39-48.

8. Управление инвестиционной активностью / Под ред. проф. Анискина Ю.П. — М.: Омега-Л, 2007. — 272 с

9. Шимко П. Д. Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / П. Д. Шимко. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2021. — 493 с.