Гришина, Светлана Алексеевна. Опционный подход к оценке инвестиционных проектов при изменении источника финансирования : на примере железнодорожной отрасли : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Гришина Светлана Алексеевна; [Место защиты: Рос. эконом. ун-т им. Г.В. Плеханова].- Москва, 2012.- 165 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/3424

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Экономическая и политическая конъюнктура, объективно сложившаяся в Российской Федерации в последнее десятилетие ХХ века, привела к значительному износу основных фондов большинства компаний различных отраслей экономики. Для модернизации материально-технической базы таких компаний требуется большой объем инвестиций. При этом обновлять основательно изношенные производственные мощности только за счет собственных средств компаний, или же только за счет государственного финансирования не представляется возможным. В этих условиях крайне важно привлечение альтернативных источников финансирования.

Это в полной мере касается и железнодорожного транспорта. Общий уровень износа производственных фондов объектов инфраструктуры отрасли составляет на сегодняшний день по экспертным оценкам от 55% до 65%. Таким образом, состояние отрасли уже не позволяет ей бесперебойно функционировать и удовлетворять стремительно растущие потребности экономических субъектов в железнодорожных перевозках. В этой связи вопрос привлечения инвестиций в железнодорожный комплекс России стоит в настоящее время очень остро.

Кризисные явления в мировой экономике в 2008-2010 гг., а также угроза рецессии, наблюдаемая в настоящее время, привели к уходу большинства инвесторов с развивающихся рынков и в значительной степени обострили и без того непростую для нашей страны проблему привлечения инвестиций в реальный сектор. Российские банки в этих условиях в стремлении не допустить рост проблемных кредитов вполне оправданно ужесточают требования к потенциальным заемщикам.

Решение о целесообразности вложения инвестиций в тот или иной инвестиционный проект принимается инвесторами по результатам оценки его экономической эффективности. Адекватность оценки, в свою очередь, напрямую зависит от используемых методологических подходов. В этой связи совершенствование методов оценки, использование современных подходов, позволяющих количественно оценить заложенные в инвестиционных проектах потенциальные возможности и повысить тем самым качество проработки проектов и принимаемых решений, представляется сейчас крайне актуальным и необходимым.

Методический инструментарий, наиболее широко применяемый в настоящее время в мире для оценки экономической эффективности инвестиционных проектов, основан на использовании принципа дисконтирования денежных потоков (принцип DCF, Discounted Cash Flow). Однако зачастую данный подход не учитывает целого ряда факторов, оказывающих существенное влияние на эффективность инвестиционного проекта, среди которых стратегические перспективы развития бизнеса, возможность менеджмента вносить изменения в проект в процессе его реализации и другие. В последние годы в западных странах и практики, и ученые пришли к единому мнению – если проект содержит в себе один или несколько значительных опционов, практическое использование принципа DCF крайне затруднено. Опционы возникают в тех случаях, когда менеджмент компании может отложить принятие решения о характере операции до определенного момента в будущем, когда будет устранена значительная неопределенность.

В теории и практике инвестиционного проектирования за рубежом математические методы и теория опционного ценообразования в настоящее время приходят на смену принципу дисконтирования денежных потоков и находят все более широкое применение в практике анализа инвестиционных проектов в самых разных отраслях экономики, в том числе в горнодобывающей и перерабатывающей отраслях, нефтехимии, энергетике, фармацевтике, машиностроении. Опционный подход позволяет определить ценность управленческой гибкости и включить ее в стоимость проекта. При этом компания получает возможность инвестировать в те проекты, от которых неоправданно отказались конкуренты, использующие классический подход.

Таким образом, необходимость совершенствования методов оценки, в том числе развития теоретических, методологических и практических подходов к использованию концепции реальных опционов в различных отраслях экономики, включая выявление и идентификацию новых видов реальных опционов, и их адаптирования к российским условиям обусловили актуальность выбранной темы диссертационного исследования, а также его цель и задачи.

**Объектом исследования** являются инвестиционно-строительные проекты модернизации материально-технической базы компаний на примере железнодорожной отрасли. **Предметом исследования**являются источники их финансирования, в том числе лизинг, и методический инструментарий оценки стоимости проектов, включая современный опционный подход.

**Цель и задачи исследования.** Целью диссертационного исследования является совершенствование методов оценки экономической эффективности инвестиционно-строительных проектов модернизации материально-технической базы компаний на примере железнодорожной отрасли Российской Федерации на основе теоретических положений концепции реальных опционов, ее практической реализации, а также возможных форм привлечения инвестиций в проект.

С учетом намеченной цели в диссертации решались следующие задачи:

определить возможные формы привлечения инвестиций для реализации инвестиционно-строительных проектов модернизации материально-технической базы на примере железнодорожной отрасли Российской Федерации;

исследовать необходимость и доказать возможность изменения источника финансирования проекта в процессе его реализации;

проанализировать основные недостатки традиционных доходных методов оценки инвестиционных проектов и доказать возможность их нивелирования при использовании метода реальных опционов;

изучить основные положения концепции реальных опционов с точки зрения возможности ее практического использования в российских условиях на примере железнодорожной отрасли;

проанализировать существующие модели опционного ценообразования и сформулировать критерии отбора способа определения стоимости реальных опционов, заложенных в инвестиционных проектах;

разработать методику оценки эффективности инвестиционно-строительных проектов на основе теории реальных опционов с учетом возможности изменения формы привлечения инвестиций в проект в процессе его реализации;

доказать эффективность разработанной методики в сравнении с традиционными доходными методами оценки на практике.

**Область исследования.** Работа выполнена в соответствии с п.п. 3.22 «Формирование эффективной системы проектного финансирования» и 5.3 «Теория и методология оценки стоимости бизнеса» Паспорта специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Теоретическую и методологическую основу** проведенного исследования составили труды отечественных и зарубежных авторов в области анализа эффективности инвестиционных проектов, теории реальных опционов, изыскания и привлечения различных источников финансирования, в частности лизингового финансирования, среди которых необходимо отметить работы Р. Брейли, М. Бреннана, Ю. Бригхема, Л. Гапенски, А. Дамодарана, А. Диксита, Д. Ингерсолла, Дж. Кокса, Н. Кулатилака, С. Майерса, Р. Мертона, Д. Муна, Р. Пиндайка, С. Росса, М. Рубинштейна, Л. Тригеоргиса, А.С. Астахова, А.В. Бухвалова, Г.В. Выгона, В.Д. Газмана, В.А. Горемыкина, М.И. Лещенко, М.А. Лимитовского и ряда других исследователей.

Для решения поставленных в диссертации задач использовались современные методы научного познания, системного, функционального и экономико-статистического анализа, инвестиционного проектирования, аппарат теории вероятностей и математической статистики, теории случайных процессов и опционного ценообразования, экономико-математическое моделирование.

В качестве информационной базы диссертационного исследования были использованы отечественная и западная специальная литература по теме исследования, в том числе аналитические и информационные материалы, опубликованные в российской и зарубежной периодической печати, законодательные и нормативные акты, официальные данные Росстата и Банка России, материалы экспертных оценок, а также ресурсы сети Internet и данные железнодорожных операторских компаний.

**Научная новизна** диссертационного исследования состоит в развитии концепции реальных опционов за счет включения в стоимость инвестиционных проектов количественной оценки возможности изменения источника финансирования в процессе реализации проекта и применении ее в российских условиях на примере железнодорожной отрасли.

Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования, полученные лично автором, заключаются в следующем:

предложена система классификаций основных видов лизинга, основанная на увеличении количества разновидностей и раскрытии их внутренних особенностей;

выявлено дополнительное преимущество лизингового финансирования, состоящее в расширении возможностей использования метода реальных опционов для оценки стоимости инвестиционных проектов;

предложен методический подход к оценке стоимости инвестиционных проектов с учетом стоимостей идентифицированных в них реальных опционов, позволяющий нивелировать недостатки традиционных доходных методов оценки; сформулированы критерии отбора способа определения стоимости данных опционов, включающие: вид реального опциона, количество требуемых исходных данных, а также скорость расчета и относительную простоту получения результата;

предложен новый вид реальных опционов – опцион на изменение источника финансирования в процессе реализации инвестиционного проекта; дополнена классификация реальных опционов с выделением предложенного вида;

разработана и апробирована в железнодорожной отрасли Российской Федерации методика применения опциона на изменение источника финансирования при оценке эффективности инвестиционных проектов на примере его частного случая – опциона на лизинг.

Теоретическая и практическая значимость. Теоретическая значимость результатов диссертационного исследования состоит в возможности:

систематизировать все известные виды лизинга и их преимущества, что позволяет упростить использование данного источника финансирования при реализации инвестиционных проектов;

оценить преимущества опционного подхода при оценке эффективности инвестиционно-строительных проектов в Российской Федерации по сравнению с традиционными доходными методами оценки;

совершенствовать метод реальных опционов за счет формулирования критериев отбора способа определения стоимости реальных опционов, заложенных в инвестиционных проектах, идентификации и учета в стоимости проекта возможности (опциона) изменения источника финансирования в процессе его реализации и разработки методики ее количественной оценки.

Практическая значимость результатов исследования состоит в возможности:

адаптирования опционного подхода к российским условиям, что позволяет повысить качество инвестиционного проектирования и эффективность принимаемых решений в условиях неопределенности, в том числе в железнодорожной отрасли;

расширить границы использования метода реальных опционов за счет учета в стоимости инвестиционных проектов опциона на изменение источника финансирования, которым потенциально может обладать большинство российских проектов.

Выводы, предложения и рекомендации, содержащиеся в диссертации, способствуют развитию теоретических, методологических и практических основ концепции реальных опционов и могут быть использованы подразделениями промышленных, кредитных и инвестиционных компаний при формировании и обосновании инвестиционных программ по техническому перевооружению объектов основных средств.

Кроме того, результаты диссертационного исследования могут быть использованы в учебном процессе при разработке курсов «Оценка стоимости бизнеса», «Корпоративные финансы» и «Математические методы и модели в экономике», а также при подготовке специалистов и руководителей в области финансов и кредита.

**Апробация результатов исследования.** Результаты диссертационного исследования докладывались и обсуждались на заседании кафедры биржевого дела и ценных бумаг РЭУ им. Г.В. Плеханова, научно-практических конференциях и семинарах: IV Международной научно-практической конференции «Экономические науки в России и за рубежом» 17 октября 2011г., I Международной научно-практической конференции «Интеграция науки и практики как механизм эффективного развития современного общества» 20-21 октября 2011г. и Международной научно-практической конференции, посвященной 105-летию РЭУ имени Г.В. Плеханова «Методы количественных исследований процессов модернизации экономики и социальной сферы России» 15-16 марта 2012г.

Кроме того, рекомендации, приведенные в работе, и предложенные в ней алгоритмы были применены автором на практике. Результаты исследования были апробированы при оценке проекта финансирования затрат по строительству вагоноремонтного депо одним из независимых операторов железнодорожного транспорта, эффективность которого при первоначальном рассмотрении представлялась неочевидной. Полученные результаты способствовали повышению качества проработки инвестиционных проектов и эффективности принимаемых решений Управлением кредитования и проектного финансирования Департамента по работе с крупнейшими клиентами ОАО «Сбербанк России».

**Публикации.** Основные положения и выводы диссертации опубликованы в пяти научных статьях общим объемом 2,6 п.л., в том числе в двух статьях из перечня изданий, рекомендованных ВАК.

**Структура диссертационной работы.** Логика исследования определила структуру работы, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.