

ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ПРОЕКТОВ ИСХОДЯ ИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ФИРМЫ

В статье подробно рассматривается вопрос различных типов портфелей инвестиционных проектов, происходит сравнение их внутренней структуры и отличительные особенности от портфеля финансовых активов. Основной упор делается на изучение вопроса внутренней интеграции инвестиционных проектов в портфеле. Также в работе предлагается алгоритм анализ отдельного инвестиционного проекта на предмет его включения в инвестиционный портфель исходя из инвестиционной стратегии фирмы.

Все реализуемые предприятием инвестиционные проекты должны соответствовать инвестиционной стратегии фирмы, которая, в свою очередь, вытекает из миссии и общей стратегии бизнеса. Под стратегией в данной работе понимается определение долгосрочных направлений развития предприятия и разработка комплекса мероприятий их достижения (стратегическое планирование). Фактически в рамках разработки стратегии рассматриваются проблемы выбора (или смены) сферы деятельности фирмы и поиска новых направлений ее развития, которые непосредственно связаны с необходимостью осуществлять инвестиции. *Инвестиционной стратегия* является одной из функциональных стратегий, определяющая основные направления инвестирования, комплекс мероприятий по их осуществлению и план увязки планируемых инвестиционных проектов по ресурсам и приоритетам развития фирмы.

Инвестиционная стратегия, наряду с инновационной, является одной из важнейших функциональных стратегий фирмы. Обе данные стратегии преследуют наиболее долгосрочные цели, определяя структуру бизнеса, в рамках которой уже осуществляются все остальные стратегии, и конкурентоспособность в долгосрочной перспективе. При этом реализация инноваций всегда достаточно дорогостоящее мероприятие и требует значительных инвестиций. Фактически инновационная стратегия должна учитываться в инвестиционной стратегии и могла бы входить в нее в качестве составной части. Однако ее целесообразно и оправданно выделять в отдельную функциональную стратегию в связи с исключительной важностью инновационной деятельности для фирмы, а также различными целями инвестиционной и инновационной деятельности. Однако в рамках инвестиционной стратегии учитываются все осуществляемые инвестиционные проекты, в том числе и инновационные. В рамках предприятий (в особенности крупных корпораций), постоянно осуществляющих значительное количество инвестиционных проектов, принимаемые проекты должны вытекать из стратегии фирмы и в совокупности должны направлять развитие фирмы на достижение стратегических целей фирмы и выполнения ее миссии.

С понятием инвестиционной стратегии напрямую связано понятие инвестиционного процесса. Относительно инвестирования в ценные бумаги Шарп, Александер и Бэйли связывают понятие инвестиционного процесса с тем, «ка-

ким образом инвестор принимает решения при выборе бумаг, объемов и сроков вложения»[1].

В общем случае *инвестиционный процесс* – это процесс последовательного осуществления инвестиционной стратегии предприятия путём реализации инвестиционных проектов, или, другими словами, это процесс подбора, отбора (на основе инвестиционной стратегии) и обоснования инвестиционных проектов предприятия, а также набор правил их совместной реализации (в рамках портфеля инвестиционных проектов). Фактически центральным ядром инвестиционного процесса является создание единой методологии рассмотрения и дальнейшей реализации инвестиционных проектов с учетом внутренних взаимосвязей между проектами и операционной деятельностью предприятия. Такая методология позволяет выполнять работу за меньшее время, с меньшими издержками, задействуя меньше ресурсов и не жертвуя качеством конечного продукта проекта. При этом важнейшим элементом приведения стратегии в жизнь становится портфель инвестиционных проектов как совокупность проектов, который в своей целостности реализует инвестиционную стратегию предприятия.

В широком понимании портфель инвестиционных проектов – это «ряд инвестиционных проектов, производимых индивидом или организацией»[2]. Однако данное определение не совсем точно отражает истинную суть портфеля. Портфель инвестиционных проектов представляет новую сущность относительно отдельных проектов. В рамках наличия портфеля инвестиционных проектов весь портфель как совокупность взаимосвязанных и влияющих друг на друга проектов должен реализовывать стратегию развития фирмы. При этом именно портфель выступает в качестве объекта управления инвестиционной деятельностью фирмы.

Таким образом, под *портфелем инвестиционных проектов* предлагается понимать совокупность инвестиционных проектов фирмы, подобранных с учетом существующих внутренних взаимосвязей между ними и совместно выступающих в качестве объекта управления.

Взаимозависимости между проектами внутри портфеля достаточно сложны и многообразны, и могут быть связаны как с проблемой распределения ограниченных ресурсов между проектами, так и с воздействием результатов одних проектов на ход других.

Обычно принято выделять четыре типа взаимовлияния инвестиционных проектов друг на друга[3]:

- *Независимые проекты* – решение о принятии одного инвестиционного проекта не влияет на решение о принятии другого;
- *Альтернативные (взаимоисключающие) проекты* – проекты, которые не могут быть реализованы одновременно и принятие одного из них автоматически означает, что остальные должны быть отвергнуты;
- *Комплементарные (взаимодополняющие) проекты* – инвестиционные проекты, принятие которых способствует росту доходов (или уменьшению затрат) по одному или нескольким другим проектам;

- *Взаимозамещающие проекты* – инвестиционные проекты, принятие которых приводит к снижению доходов (или увеличению затрат) по одному или нескольким другим проектам.

В принципе с точки зрения конечных целей проекты в портфеле могут быть не связаны между собой, и при этом в рамках портфеля все равно будут существовать тесные взаимосвязи, поскольку проекты всегда существуют в рамках ограниченных ресурсов, которые должны быть распределены между всеми проектами на протяжении их полного срока жизни.

В целом на предприятии можно выделить следующие виды инвестиционных портфелей:

- портфель финансовых активов;
- портфель предприятий (бизнесов);
- портфель реальных инвестиционных проектов организации.

Задача формирования портфеля финансовых активов подробно изучена, существует целый ряд моделей, описывающих решение данной задачи. Основными параметрами при оптимизации являются доходность и риск входящих в портфель ценных бумаг. Специфика данного портфеля заключается в том, что входящие в него активы обладают высокой ликвидностью. В связи с этим портфель можно достаточно просто переформировать, пересмотрев входящие в него ценные бумаги.

Для предприятий, осуществляющих реальные инвестиции, особый интерес представляют два последних типа портфелей. В рамках их формирования, кроме параметров доходность-риск необходимо учитывать ряд других параметров, а сама задача становится на порядок сложнее.

Во-первых, реальные активы обычно обладают значительно меньшей ликвидностью, чем ценные бумаги, в связи с чем последующее переформирование портфеля реальных активов связано с высокими издержками, а в ряде случаев просто невозможно. Это налагает существенные ограничения на инвестора, требуя от него более осторожного подхода при первоначальном формировании портфеля, так как изменение его структуры в дальнейшем будет затруднено.

Во-вторых, в случае реальных активов оптимальность портфеля определяется не только спецификой самого актива, но и тем, как мы будем им управлять. В случае портфелей финансовых активов под управлением понимается сам процесс формирования и перепаковывания (переформирования) портфеля, в то время как бизнес и реальные проекты требуют еще и непосредственного управления в отдельности и с учетом взаимосвязей внутри портфеля. Это значительно расширяет понятие управления такими портфелями и усложняет задачу их формирования, поскольку оптимальность портфеля в условиях затрудненного перепаковывания зависит не только от того, насколько грамотно он сформирован, но и от того, насколько успешно управление отдельными активами (бизнесами или проектами).

В-третьих, в случае инвестиционных проектов огромную роль играет уже имеющийся у предприятия опыт работы с проектами сходной специфики (ведения бизнеса в данной отрасли), а сами выбираемые направления деятельно-

сти и принимаемые проекты формируют базу знаний, навыков и опыта, которая по большей части специфична для данного вида деятельности. Именно таким образом происходит формирование ключевых компетенций предприятия, которые в дальнейшем определяют выбор будущих направлений инвестирования. В какой-то степени такой эффект присутствует и в случае финансовых портфелей: расширение портфеля за счет выхода на новый рынок, например кроме акций включить в портфель облигации или производные ценные бумаги, тоже может потребовать дополнительных знаний и формирует компетенцию работы на новом рынке, которое подталкивает к продолжению работы именно на этом рынке. Однако различия в таких случаях значительно менее значимы, чем при формировании портфелей реальных проектов или бизнесов.

Портфель предприятий (бизнесов). Портфели предприятий (бизнесов) фактически представляют собой объединения предприятий, и различие между ними заключается в том, что портфель всегда будет объединением, в то время как объединение предприятий может не являться портфелем, если не рассматривается таковым руководством объединения.

Отдельные работающие предприятия обладают меньшей ликвидностью, нежели пакеты ценных бумаг. Даже в случае приобретения акций для включения предприятия в портфель такая сделка будет относиться уже к реальным, а не финансовым инвестициям, и цена приобретения может быть абсолютно другой. Фактически различие заключается в цели инвестирования: в данном случае ценные бумаги покупаются с целью управления активами, лежащими в их основе, в то время как в случае финансовых инвестиций такой цели не ставится. Соответственно в рамках формирования данного портфеля необходимо рассматривать дополнительные критерии.

Портфели предприятий (бизнесов) следует различать по степени интеграции предприятий, входящих в портфель. В общем случае можно выделить две группы: неинтегрированные (предприятий в рамках портфеля не связаны между собой, если не считать общего собственника) и интегрированные (между предприятиями существует взаимосвязь) портфели, причем вторая группа в свою очередь распадается на множество подгрупп в зависимости от характера существующих взаимосвязей.

Неинтегрированные портфели по своей сути ближе всего к финансовым портфелям. Обычно такие портфели формируются с целью диверсификации рисков и максимизации дохода от портфеля в целом, хотя возможны и другие цели, например покупка недооцененных предприятий, которые потом продаются либо по частям (продажа активов), либо целиком после смены менеджмента и проведения мероприятий по повышению эффективности. Однако в целом в рамках данного вида портфелей инвестор может избавиться от предприятия, как только оно не будет удовлетворять концепции, лежащей в рамках общей портфельной стратегии. Яркими примерами объединений предприятий, формирующих такие портфели, являются конгломераты. При формировании данного портфеля важную роль играют ликвидность включаемых в портфель бизнесов (которая, как уже отмечалась, обычно ниже, чем у ценных бумаг) и

временные предпочтения инвестора (долгосрочный или краткосрочный характер инвестирования).

Интегрированные портфели различаются в зависимости от типа взаимосвязей между предприятиями. Интеграция может быть на основе:

- наличия производственно-технологических взаимосвязей (объединение по принципу единой производственно-технологической цепочки);
- общего распределения и перераспределения финансовых потоков;
- технического (инновационного) единства, когда предприятия объединены общей технической базой, находящей применение в различных сферах;
- наличия общих материальных потоков, пронизывающих деятельность предприятий в объединении, т.е. логистической системы.

На практике обычно в той или иной степени присутствуют несколько или даже все из перечисленных взаимосвязей. Так объединение по принципу производственно-технологической цепочки обычно предполагает создание логистической системы. В связи с этим следует по возможности выделить тот принцип интеграции, который является основным для данного объединения, а остальные рассматривать как вспомогательные. Если же это невозможно, то задача формирования портфеля еще более усложняется, так как придется учитывать существующие типы взаимосвязей в комплексе.

Портфель реальных инвестиционных проектов организации. Данный тип портфеля напрямую связан с предыдущим. Во-первых, образование нового предприятия, продиктованное стратегией развития объединения, лежащей в основе стратегии портфеля, само по себе можно рассматривать как инвестиционный проект, или даже набор таких проектов. В рамках интегрированного портфеля включение в него нового предприятия требует усилий по интеграции с остальными предприятиями, что чаще всего связано со значительными инвестициями и тоже может рассматриваться как инвестиционный проект. Во-вторых, в ряде случаев само предприятие можно представить как портфель инвестиционных проектов. При этом само предприятие не является инвестиционным проектом, поскольку инвестиционный проект всегда конечен, в то время как предприятие в принципе может существовать вечно.

В рамках формирования портфеля реальных проектов важнейшей задачей является распределение (ограниченных) ресурсов между всеми проектами в портфеле. Причем ресурсы рассматриваются в самом широком смысле: финансовые ресурсы, человеческие ресурсы и оборудование предприятия. С учетом фактора времени задача распределения ресурсов решается в рамках концепции жизненного цикла проекта (последовательности фаз инвестиционного проекта), причем потребность в отдельных видах ресурсов на каждой фазе специфична. Потребность в ресурсах каждого вида должна быть распределена на протяжении жизненного цикла с учетом потребности других проектов, сглаживая пики потребления ресурсов. В первую очередь это достигается путем ранжирования работ по степени срочности и приоритетности (и выполнения наиболее срочных и приоритетных работ в первую очередь). В целом портфель должен быть сбалансированным, чтобы в нем всегда были проекты на разных фазах жизненного цикла.

Еще одним важным фактором является то, что сегодняшняя структура портфеля во многом определяет его будущую структуру в рамках цепочек проектов, когда именно принимаемые сейчас инвестиционные проекты позволяют реализовать новые проекты в будущем за счет подготовки соответствующей материальной базы и формирования знаний и навыков сотрудников.

В целом сложность задачи формирования портфелей предприятий (бизнесов) и портфелей инвестиционных проектов, по всей видимости, не позволяет разработать применимые в случае финансовых портфелей количественные модели определения оптимальной структуры портфеля. Это приводит к выводу о необходимости разработки моделей, совмещающих одновременно оценку количественных и качественных параметров составляющих портфеля, на которых и будет основываться алгоритм формирования инвестиционного портфеля.

Введение нового проекта в портфель обычно происходит путем реализации многоступенчатой процедуры проверки соответствия всех характеристик проекта инвестиционной стратегии предприятия.

Инвестиционная стратегия определяет общее направление развития компании и, соответственно, приоритетные направления инвестирования. Фактически на основе стратегии происходит выбор потенциально приемлемых для предприятия инвестиционных проектов путем отсева среди всех доступных в данный момент инвестиционных проектов. В принципе изначально рассматриваются только те инвестиционные проекты, которые способны привести к достижению поставленных предприятием долгосрочных целей. Этапы дальнейшего анализа проектов на предмет включения в портфель представлены на Рис. 1.

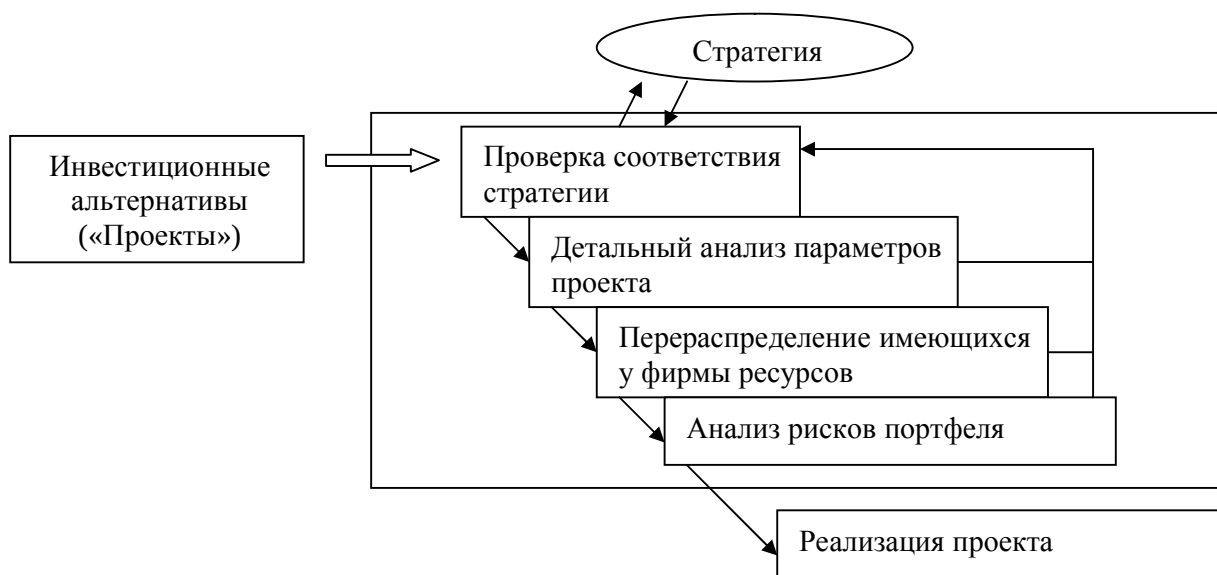


Рис. 1. Алгоритм анализа инвестиционного проекта для включения в портфель проектов.

Анализ инвестиционной возможности следует осуществлять в несколько этапов:

- проверка на соответствие стратегии;
- детальный анализ параметров проекта;
- пересмотр хода проекта с точки зрения имеющихся у фирмы ресурсов и перераспределение ресурсов в рамках портфеля с учетом включаемого в него проекта;
- анализ рисков портфеля в целом (с учетом включения нового проекта) и разработка мероприятий отслеживания и реагирования на них.

Первые два этапа относятся скорее к рассмотрению инвестиционных проектов как таковых, в то время как последующие уже связаны с анализом с точки зрения портфеля инвестиционных проектов.

Все эти этапы взаимосвязаны между собой, и переход к следующему этапу возможен только после успешного прохождения предыдущего, однако это не означает невозможность возврата к ранее пройденным этапам. Наоборот, обычно процедура подбора инвестиционного проекта и его интеграция в портфель является многоитерационной, и каждый из этапов может быть пройден несколько раз. Подобная многоитерационность является полезной и во многих случаях желательной, особенно если речь идет о проектах, обладающих высокой степенью сложности или новизны для предприятия. В рамках данных итераций происходит непосредственное формирование инвестиционного проекта в форме понимания менеджера о сути проекта, его характеристиках и реальной способности в ходе реализации выполнить отдельные цели фирмы. Это включает представление о том, какие цели позволяет достичь и какие задачи решить, какие работы и в какой последовательности содержит, какие ресурсы задействует и какого управления требует. Данное представление формализуется в виде документации по проекту и остается в головах менеджера и команды проекта в виде единого понимания того, что они делают и чем будут управлять, и является фундаментом для дальнейшего успешного управления инвестиционным проектом.

На первом этапе происходит проверка соответствия поставленным стратегическим установкам и принципиальная возможность в результате реализации проекта и выполнения поставленной в рамках проекта цели способствовать достижению стратегических целей предприятия в целом. На самом деле употребление термина проект в данном случае обладает некой долей условности, поскольку рассмотрению подвергается скорее инвестиционная возможность, которая именно в рамках проведенного на данном этапе анализа оформляется в инвестиционный проект в самом начальном его видении. Проект рассматривается с точки зрения принципиальной реализуемости, в первую очередь с точки зрения имеющихся ресурсов, а также на предмет существенности его вклада в развитие компании. На данной стадии анализа является целесообразным рассматривать, по крайней мере, несколько возможных проектов, причем на выходе не обязательно должен остаться только один проект. Дальнейший, более детальный анализ позволит сделать более обоснованный выбор

между несколькими проектами, либо выявить нецелесообразность реализации единственного выбранного проекта, что приведет к возврату к первоначально отвергнутым вариантам и их более детальному рассмотрению. На выходе данного этапа должен сформироваться так называемый «устав проекта» – документ, определяющий смысл проекта и дающий принципиальное согласие на наделение менеджера проекта «полномочиями задействовать ресурсы организации на операциях проекта»[4], то есть авторизующий проект. Также в рамках данной фазы формулируется цель проекта, причем четко задаются как качественные, так и количественные ее характеристики, в первую очередь в рамках трех ключевых ограничений – так называемого «магического треугольника затраты-сроки-качество».

В рамках *второго этапа (детальный анализ параметров проекта)* происходит подробная проработка всех основных параметров анализируемого проекта, рассмотренных на предыдущем этапе в агрегированном виде. На данном этапе происходит определение входящих в инвестиционный проект работ, согласование последовательности работ по времени, распределение ресурсов по ходу проекта и обеспечение попадания проекта в рамки по срокам, затратам и качеству. Увязать проект полностью по всем трем ключевым параметрам обычно достаточно сложная задача, поэтому необходимо произвести множество повторов и пересмотров параметров проекта, причем в данной процедуре должны участвовать все ключевые стейкхолдеры (заинтересованные лица) проекта, и в первую очередь специалисты, осуществляющие конкретные работы в рамках проекта. На выходе данного этапа формируется полный пакет документов по проекту – графики последовательностей работ с наложенными на них потребностями в ресурсах, план мероприятий по управлению проектом, анализ возможных отклонений от плана реализации и алгоритм реагирования на них, а также окончательное обоснование выгодности проекта. Именно на основании последнего может быть принято решение о продолжении проекта, его отклонении, либо о том, чтобы отложить проект и рассмотреть целесообразность его реализации позднее.

На *третьем этапе* параметры анализируемого инвестиционного проекта рассматриваются в контексте имеющихся у предприятия ресурсов и их реальной задействованности в рамках операционной деятельности и имеющегося инвестиционного портфеля. Исходной точкой является нацеленность не отдельного проекта, а всего портфеля, на выполнение инвестиционной стратегии и возможность выделения необходимых ресурсов согласно реальным потребностям проекта. В идеальном случае распределение ресурсов произойдет в рамках возможных сдвигов отдельных работ по времени не затрагивая ключевых параметров (на практике обычно считается нормальным попадание по двум ключевым параметрам). Однако возможны случаи, когда распределение ресурсов приведет к необходимости менять план хода проекта – либо рассматриваемого, либо другого проект (или даже проектов), входящего в портфель. В таком случае общая логика заключается в том, чтобы по возможности как можно меньше затрагивать уже реализуемые проекты, поскольку это может оказать сильное демотивирующее воздействие на команду данного проекта.

Однако основным критерием должна оставаться приоритетность проекта для предприятия – приоритетные проекты должны обеспечиваться необходимыми ресурсами в первую очередь.

На выходе данного этапа должен быть сформирован «увязанный» по ресурсам план реализации портфеля проекта в целом. Полное отклонение анализируемого проекта, а особенно уже включенного в портфель проекта, на который не хватает ресурсов после включения в портфель данного проекта, является хоть и возможным, но крайне нежелательным, поэтому принимать подобное решение рекомендуется только в крайних случаях. Более уместным является решение отложить реализацию проекта на время, либо заморозить на неопределенный срок. Во многих случаях возможно решить проблему если изыскать дополнительные ресурсы – например передать исполнение части работ по проекту сторонней организации либо подключить к проекту дополнительных партнеров.

Этап анализа рисков портфеля является финальным, позволяя определить возможные сложности, связанные с реализацией портфеля в целом. Каждый инвестиционный проект в рамках портфеля обладает своим значением рискованности, однако в случае наличия достаточно большого количества инвестиционных проектов неудачная реализация одного проекта не поставит весь бизнес перед опасностью уничтожения. Однако относительно портфеля проектов присутствует обратная ситуация – неудачный ход проекта может привести к потере всего бизнеса в результате банкротства либо враждебного поглощения, и даже если это не произойдет, последствия могут быть очень тяжелыми. Поэтому огромное значение имеет соблюдение сбалансированности портфеля, в том числе по рискам, которое и проверяется в рамках данного этапа. В случае выявления излишней рискованности портфеля это должно приводить к поиску проектов, позволяющих, в первую очередь за счет диверсификации, снизить риск. Возможность отклонений по ходу проекта на данном этапе должна анализироваться с учетом приоритетности проекта для предприятия, а также возможности управлять рисками данного проекта. На выходе данного этапа должен быть перечень рисков проектов и портфеля в целом и механизма отслеживания возможных отклонений от плана и реагирования на реализующиеся риски.

В случае успешного прохождения инвестиционным проектом всех этапов он оказывается полностью интегрированным в инвестиционный портфель, после чего можно приступать к его реализации. На практике ход проекты часто отличается от построенных планов, что может потребовать пересмотра последних, а возможно и досрочного прекращения проекта. При этом возникает необходимость переформирования портфеля, который проходит в рамках сходной процедуры анализа, в которой часть этапов (первый и возможно второй) могут отсутствовать.

Литература:

1. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции – Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. С. 1.
2. Баттрик Р. Техника принятия эффективных управленческих решений. 2-е изд. / Пер. с англ. под ред. Фунтова В.Н. – СПб.: Питер, 2006. С. 157.
3. Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М., Финансы и статистика, 1999. С. 21-22.
4. Руководство к своду знаний по управлению проектами / 3-е издание, пер. с англ., Project Management Institute – USA: PMI, 2004. С. 81