

## **РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ ВОЗМОЖНОСТЕЙ РОСТА ИННОВАЦИОННЫХ ПОТОКОВ**

Возможности роста фирмы и ее стратегическая позиция в отрасли в конечном итоге отражаются на рыночных ценах акций. Не все акции генерируют равные потоки доходов или имеют одни и те же возможности роста. Рыночная стоимость предприятия при этом намного больше балансовой. Фактически большая часть рыночной стоимости высокотехнологичных компаний в постоянно изменяющемся окружении представляет собой неосязаемую (нематериальную) ценность, определяемую возможностями роста. Адекватный анализ стоимости опционов стратегического роста является более трудной задачей, чем определение зависимости рыночной цены акции от чистой прибыли компании или других подобных показателей. Для ее решения необходимо рассматривать характеристики стратегических опционов, касающихся возможностей роста фирмы. Для этого вводится понятие текущей стоимости возможностей роста — PVGO (present value of growth opportunities).

В оценивании на основе дисконтированных денежных потоков (DCF) ожидаемые денежные потоки от проекта  $E(CF_t)$  в течение предварительно определенного жизненного цикла ( $T$ ) дисконтируются по ставке дисконта, скорректированной с учетом риска, т.е.:

$$\tilde{N}_i = \sum_{t=1}^T \frac{E(CF_t)}{(1+k)^t}. \quad (1)$$

Чистая приведенная стоимость (NPV) представляет собой разность между вышеприведенной в (1) валовой текущей стоимостью дисконтированных денежных потоков  $S_0$  и текущей стоимостью необходимых инвестиционных издержек  $I$ . Положительная разность означает создание стоимости для акционеров, предпринявших этот проект.

Со стандартным анализом NPV непрактично охватывать полную стоимость инвестиционной стратегии, которая включает реальные опционы. Метод NPV неявно предполагает предобязательство по отношению к будущим планам и определяет инвестиционное решение как утверждение «теперь или никогда». Этот метод, собственно, не берет в расчет ценность стратегии выжидания в принятии решений, поскольку ценность проекта эволюционирует, а неопределенность проясняется. В стандартном анализе по NPV, таким образом, не учитывается гибкость принятия решения, присущая инвестиционной деятельности. Сложность этих процессов частично заключается в том, что принятые решения можно менять по ходу дела в зависимости от обстоятельств. Рассмотрим, к примеру, увеличение мощности в сталелитейной промышленности. Если цены на сталь падают и проект оказывается плохой инвестицией, то невозможно возместить издержки инвестиций посред-

ством продажи завода другой сталелитейной компании (т.е. инвестиция может стать необратимой). Такое необратимое решение должно быть принято осторожно, а гибкость в определении сроков инвестиции приобретает большое значение.

Если окажется, что стоимость проекта ниже, чем ожидалось вначале ( $St < I$ ), то менеджмент может решить не осуществлять инвестиции, и его стоимость опустится до нуля. В этом случае фирма теряет только то, что она затратила на приобретение опциона. Стоимость, представленная этой кривой, может быть разделена на два компонента, а именно: статическая NPV входящих денежных потоков и компонента стоимости от гибкости выбора времени. Последняя охватывает премию выше нулевого порога NPV, представляющего ценность опциона отсрочки. Эта премия обычно ниже, если проектом могут быть сгенерированы другие опционы (кроме ожидаемых денежных потоков).

*Т.В. Ревуцкая, канд. экон. наук  
Е.А. Сушкевич, аспирант  
БГЭУ (Минск)*

## **СИСТЕМЫ И МОДЕЛИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ ВОЗОБНОВЛЯЕМОЙ ЭНЕРГЕТИКИ**

Сегодня возобновляемая энергетика является одной из наиболее динамично развивающихся, инновационных и перспективных отраслей экономики в мире. В 2011 г. доля возобновляемой энергии в мировом производстве электроэнергии достигла 20,3 %, в мировом конечном потреблении энергии — около 17 %, установленная мощность ВИЭ в мировом масштабе составила более 1360 ГВт, объем инвестиций в возобновляемую энергетику оценивался в 257 млрд дол. США.

В настоящее время себестоимость кВт·ч «зеленой» энергии все еще значительно больше себестоимости производства энергии из традиционного топлива. В связи с этим в разных странах используются различные системы государственной поддержки развития возобновляемой энергетики. Их особенности определяются преобладанием в конкретной стране тех или иных видов ВИЭ, национальным уровнем развития, стратегической политикой правительства в отношении «зеленой» энергетики и другими факторами.

Государственная поддержка возобновляемой энергетики осуществляется посредством бюджетного финансирования данной отрасли, использования широкого спектра фискальных стимулов и различных инструментов регулятивной политики (компенсационных тарифов, систем квотирования, «чистого измерения» и др.).

Наиболее широко используемым и эффективным инструментом стимулирования ускоренного развития данной отрасли сегодня является политика компенсационных тарифов (feed-in-tariff). К началу 2012 г. она