

Литература

1. *Витгенштейн Л.* Коричневая книга, ч. 2. // Голубая и коричневая книги. Предварительные материалы к «Философским исследованиям». – Новосибирск: Сибирское университетское издательство, 2008.
2. *Гарднер Г.* Структура разума. Теория множественного интеллекта. – М.–СПб. – Киев: Дом Вильямс, 2007.
3. *Королева М.* Кот Степан и другие // Наука и жизнь. – 2003. – № 1.
4. *Лефевр В.А.* «Конфликтующие структуры». – М.: Высшая школа, 1967.
5. *Лондон Дж.* Собрание сочинений в 14 томах. Т. 5. – М., 1961.
6. *Мазин В.* Нарушение правил. – СПб.: Скифия, 2001.
7. *Федин К.* Горький среди нас. Картины литературной жизни. – М.: Сов. писатель, 1968.
8. *Худяков А.И.* Экспериментальная психология в схемах и комментариях. М.–СПб.: Питер, 2008.
9. *Шаров К.С.* Политика вагнеризма // Вестник МГУ, серия 12. – 2007. – № 3.
10. *Эйзенштейн С.* Стекланный дом // Искусство кино. – 1979. – № 3.
11. *Янушевская И., Демин В.* Жан Марэ: человек, актер, миф, маска. – М.: Искусство, 1969.
12. *Carter V.* Large Number Coicidentes and the Authropic Principle in Cosmology//Confrontation of Cosmological Theories with Observation Data. Ed.: Longais M.S., Dordrcht, 1974.

О.А. Галимова,

*ст. преподаватель направления «Управление бизнесом»,
Американский университет в Центральной Азии*

Применение реальных опционов в процессе бюджетирования в компаниях

Единственный способ предсказать будущее –
создать его самому.
*Алан Кей,
американский математик*

В современном быстроизменяющемся мире компании повсеместно сталкиваются с тем, что для принятия решения математических расчетов необходимо использовать знания в области технологий, маркетинга, общего и стратегического менеджмента.

Разрабатывая стратегию, менеджеры проецируют самих себя и свою организацию в будущее. При этом они осознают, что в рыночных условиях невозможно разработать детальный долгосрочный план и безоговорочно следовать ему (11, с. 107). Условия, в которых функционирует бизнес, поведение и действия конкурентов, готовность компании противостоять возможным изменениям – все это диктует компании необходимость гибко реагировать на происходящие изменения. Иными словами, в прак-

тике принятия решений менеджеры должны применять управленческую гибкость. Как правило, при оценке стратегий и проектов наиболее популярный метод оценивания среди менеджеров – это метод чистой приведенной стоимости (NPV). Критерий NPV напрямую связан с целью собственников и финансового менеджера – максимизацией ценности компании. Данный критерий показывает, насколько должно увеличиться благосостояние собственников компании и ее рыночная (экономическая) ценность, если компания примет предполагаемый проект.

Однако экономическая ценность, определенная как приведенная стоимость свободных денежных потоков, не учитывает таких стратегических аспектов, как перспективы будущего роста и качество управления, а также возможность проявления управленческой гибкости при осуществлении проектов. Поэтому в противовес понятию «экономическая ценность» некоторые ученые предлагают ввести более полное понятие – «стратегическая ценность бизнеса». Содержание этого понятия не ограничивается только денежными потоками, непосредственно относящимися к анализируемому проекту, но охватывает и ценность стратегических перспектив, которые могут быть получены от осуществления данного проекта.

В этом случае целесообразно использование такого инструмента, как анализ реальных опционов (Real Options Analysis – ROA), который как раз и был разработан для того, чтобы учесть управленческую гибкость и, определив ее ценность, дать более объективную интегральную характеристику принимаемым решениям.

Так что же такое **реальные опционы**?

Термин «реальный опцион» (real option) введен Стюартом Майерсом в 1977 году по аналогии с обычным (финансовым) опционом в контексте анализа финансовой политики фирмы. Основанием для аналогии послужила общая для всех опционов (финансовых и реальных) черта – право без обязанности или (как вариант) возможность без необходимости (8, с. 2).

Почти невозможно дать короткое и исчерпывающее определение реального опциона. Реальный опцион является возможностью, или правом, принять некоторое управленческое решение в будущем. При этом предполагается наличие двух условий:

- Во-первых, опцион должен быть «заготовлен» с самого начала, при этом он должен быть связан с необратимыми (по крайней мере, частично) затратами.
- Во-вторых, будущая ситуация является непредсказуемой, но реальный опцион должен давать возможность «хороших» управленческих решений в любом случае (5, с. 77).

Таким образом, **реальным опционом** называется возможность принятия гибких решений в условиях неопределенности. Реальные опционы, в таком широком смысле понимания, встречаются буквально повсюду и эффективно используются многими менеджерами как инструмент активного управления, в том числе и стоимостью компаний или инвестиционных проектов, рисками и даже военными действиями (8, с. 2).

Реальный опцион одновременно может представлять собой:

- 1) фактически существующий феномен, используемый менеджерами подчас просто интуитивно;
- 2) мощный понятийный аппарат разработки и принятия стратегических решений;

3) способ уточнения чистой приведенной ценности проекта (NPV) при его анализе, позволяющий в ряде случаев более адекватно оценивать реальные активы и управлять ими (3, с. 4).

Применение реальных опционов представляет собой современную концепцию активного стратегического менеджмента. Компании используют реальные опционы в качестве основного подхода для достижения своих стратегических целей и приобретения конкурентных преимуществ в неопределенной среде. Использование реальных опционов для приспособления и роста в неопределенной среде – как в коммерческих, так и в некоммерческих организациях – меняет представление о требованиях, предъявляемых к руководителю. Без знания перспектив отрасли/технологии, способов формирования рынка и создания каналов продвижения, маневрирования в использовании уникальных ресурсов и преимуществ размышления о гибкости будут носить чрезвычайно плоский характер (4, с. 29). С использованием этого аппарата можно решать многие практические задачи, конструируя опционы и встраивая их в инновационные проекты.

Как известно, в условиях обострения конкуренции и глобализации бизнеса любое предприятие должно видеть свои перспективы, а для этого необходимо разработать и реализовать стратегию развития. В современных условиях сама жизнь вынуждает организации разрабатывать долгосрочную стратегию. Обычно стратегические цели шире чисто финансовых. И поэтому стратегическая карта – система координат для бизнеса, позволяющая осуществлять стратегическое управление, – существенно сложнее. Реализация стратегии управления компанией предполагает создание некой модели, отражающей процесс стратегического планирования. В связи с этим следует обеспечить взаимосвязь стратегических показателей с основными элементами управления, в качестве которых выступают **бюджетирование** и **планирование**.

Как известно, планирование является необходимым инструментом обеспечения функционирования предприятия. Оно необходимо для преодоления неизвестности и рисков будущего и вносит значительный вклад в координацию процессов на предприятии. Обзор основных функций планирования приведен на рис 1.

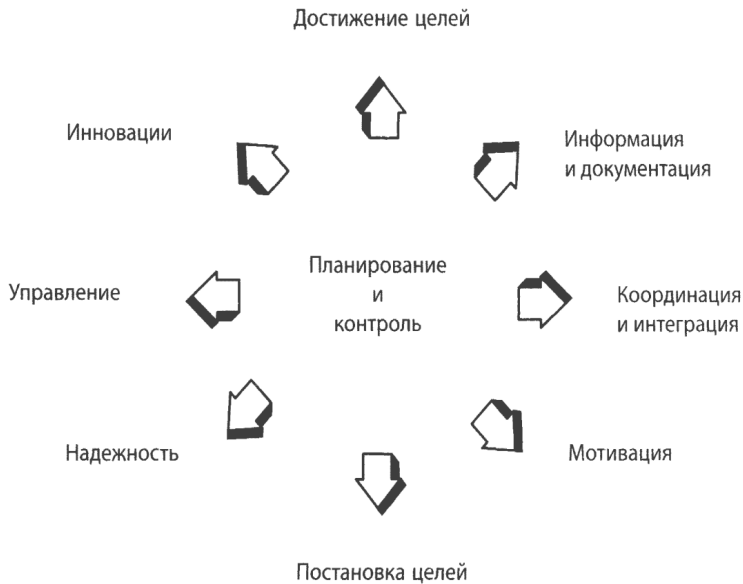


Рис 1. Основные функции планирования

Источник: Концепция контроллинга: Управленческий учет. Система отчетности. Бюджетирование. – М., 2005. – С. 61.

В современных условиях рынка именно бюджетирование становится основой планирования – важнейшей функцией управления. Вся система планирования должна строиться на основе бюджетирования, то есть все затраты и результаты должны иметь строго финансовое выражение. Если планирование бизнеса необходимо для того, чтобы четко представлять, где, когда и для кого предприятие будет производить и продавать свою продукцию или оказывать услуги, и понимать, какие ресурсы и в каком объеме для этого понадобятся, то бюджетирование, как основа планирования, – это максимально точное выражение всех планируемых показателей и ресурсов в финансовых терминах. Бюджетирование позволяет многим компаниям работать с максимальной экономической отдачей. В результате видение, миссия и цели фирмы находят свое воплощение в разработанной системе мероприятий, которая реализуется с помощью системы бюджетов.

В большинстве литературных источников предлагается использовать бюджетирование, в основном, в оперативном планировании. Считается, что составление бюджета – это обязательный этап для краткосрочного планирования в компании. В свою очередь краткосрочное планирование напрямую зависит от принципов стратегического и долгосрочного планирования.

В рамках стратегического бюджета определяются:

- программа производства и реализации продукции на длительный период;
- структура потенциала организации (состав основного капитала, персонал, система управления);
- источники финансирования предприятия.

В результате бюджет отражает стратегические цели организации и распределение ее финансовых, материальных и трудовых ресурсов.

Составными элементами долгосрочных бюджетов являются среднесрочные и оперативные бюджеты. В среднесрочной перспективе стратегические цели конкретизируются на год для предприятия в целом и для отделов в виде целевых показателей и необходимых средств для их достижения, то есть формируются определенные нормативы, которые находят отражение в бюджетах для структурных подразделений. Последние представляют собой центры финансовой ответственности (ЦФО), которые при этом выполняют определенные группы функций и отвечают за затраты на их выполнение. Согласно одному из определений, центр финансовой ответственности – это четкая определенная часть организации, выделяемая в целях функционирования системы бюджетирования (7, с. 77).

Таким образом, стратегическое планирование позволяет согласовать текущую деятельность предприятия с его стратегией, и бюджетирование выступает в качестве основы для реализации стратегии и управления ресурсами.

В случае рассогласования показателей оперативного бюджета с фактическими данными осуществляется анализ причин этого несоответствия и при необходимости происходит корректировка видения, миссии, целей и стратегии организации, а также приведение всей системы бюджетов в соответствие с измененной ситуацией.

Можно сказать, что **бюджетное планирование** – это система выбора целей в рамках принятой стратегии, разработки финансовых планов, мотивации персонала и контроля исполнения, а бюджет – своеобразный инструмент, который позволяет менеджеру заглянуть в будущее.

При этом процесс бюджетного планирования должен соответствовать следующим требованиям:

- четкая связь со стратегией компании;
- избавление от лишних деталей;
- сосредоточение на главных, стратегически важных показателях;
- гибкость, предусматривающая внесение изменений;
- непрерывность;
- возможность обеспечения обратной связи;
- вовлечение в процесс всех работников компании;
- обязательное применение современных технологий.

Как отмечалось выше, система бюджетирования является комплексной, охватывающей основные стороны деятельности организации: производство, сбыт, финансы. Причем при принятии управленческих решений на всех уровнях менеджмента акцент делается на финансовой стороне, что дает возможность достичь таких целей, как оптимизация затрат, максимизация прибыли, сбалансированность привлекаемых финансовых ресурсов с осуществляемыми расходами и координация денежных потоков, а следовательно, в целом – улучшение финансового положения (1, с. 97).

Во всем мире финансовое управление, в конечном счете, описывается в формате трех основных отчетов, которые определяют собой систему координат для оценки финансовых результатов деятельности предприятия (рис. 2). На рисунке 2 точка **А** характеризует текущее состояние предприятия, а точка **В** – целевое желаемое состояние в конце планового периода. Бюджетирование, собственно, и представляет собой метод

проектирования будущих значений финансовых отчетов, при котором каждая их статья получает своего хозяина.

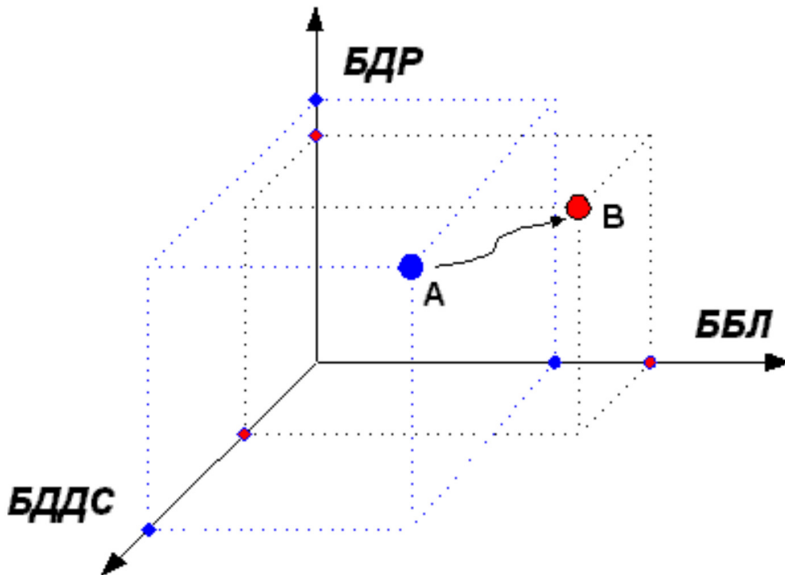


Рис. 2

Источник: Керимов В.Э. Бюджетирование и внутрихозяйственный контроль в торговле. – М., 2006. – С. 45.

Переход из точки **А** в точку **В** означает изменение прибыльности, платежеспособности и экономического потенциала предприятия (баланса). Поэтому предприятие должно четко позиционировать и «видеть себя» в этих финансовых координатах, планируя свои перемещения в будущем и их последствия, находя приемлемые соотношения между тремя указанными выше величинами. Прежде всего, надо видеть различия в целях построения каждого из бюджетов.

Бюджет доходов и расходов (БДР) определяет экономическую эффективность деятельности предприятия. Данный бюджет формирует основной финансовый результат деятельности предприятия, то есть его прибыльность. Бюджет движения денежных средств (БДДС) носит более очевидный характер, он непосредственно планирует и фиксирует реальные потоки денежных средств. И, наконец, последний из финансовых бюджетов – бюджет по балансовому листу (ББЛ) определяет экономический потенциал и финансовое состояние предприятия. ББЛ является результирующим бюджетом, при корректной модели финансового учета он формируется на основе БДР и БДДС.

В этом случае роль бюджетирования заключается в том, чтобы представить всю финансовую информацию, показать движение денежных средств, финансовых ресурсов, счетов и активов предприятия в максимально удобной форме, представить соответствующие показатели хозяйственной деятельности для принятия эффективных

управленческих решений (10, с. 46). А реальные опционы могут помочь в рассмотрении различных вариантов бюджетов.

В настоящее время увеличивается количество предприятий, заинтересованных в разработке и внедрении систем бюджетирования, основанных на применении метода Activity Based Budgeting (ABB). Данный метод принадлежит к семейству методов ABC (Activity Based Costing) и обеспечивает формирование бюджетов структурных подразделений или бизнес-процессов в зависимости от рабочей нагрузки на выполнение действия и ресурсов, необходимых на единицу каждого действия. В целом можно сказать, что ABB-система настроена на динамичную и быстро развивающуюся внешнюю среду. Поэтому бюджетные показатели будут в основном формироваться не на прошлой информации, а исходя из оценок будущего.

Существует достаточно большое разнообразие бюджетов, которые можно сгруппировать, выделив следующие классификационные признаки:

- целевая направленность (стратегический и тактический бюджеты);
- степень обобщения информации (главный, общий и частный бюджеты);
- периодичность составления (краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные бюджеты);
- способ планирования (дискретные и скользящие бюджеты);
- виды группировки затрат (постоянные и программные бюджеты);
- механизм использования (статический и гибкие бюджеты);
- способ формирования показателей (приростные бюджеты, «бюджеты нулевого уровня», бюджеты с маркетинговой проверкой) (6, с. 143).

Последняя группа бюджетов в современных условиях представляет наибольший интерес, так как бюджетные показатели в основном состоят из оценок будущего.

В бюджетировании по видам деятельности используется, как правило, бюджетирование с «нулевой базой» (на основе приоритетов). Данный подход основывается на программах и видах деятельности, в результате чего частные бюджеты центров ответственности строятся не на постатейной основе, а по прямым затратам видов деятельности. В этом случае необходимо, чтобы все виды деятельности были обоснованы и получили соответствующий приоритет, прежде чем будут приняты решения по выделению ресурсов по каждому из них.

Бюджеты с маркетинговой проверкой образуются посредством сравнения бюджетных показателей с альтернативными значениями внешних, сторонних организаций соответствующего профиля. То есть, в этих случаях делается предварительная оценка, которая не может носить полностью определенного характера. Таким образом, реальные опционы также могут быть увязаны с бюджетированием.

Как отмечалось выше, бюджет представляет собой своеобразный инструмент, позволяющий менеджеру заглянуть в будущее. Рассматривая бюджетирование как непрерывный процесс, связанный с неопределенностью, можно сказать, что применение реальных опционов в этом случае позволяет обрисовать стратегию, сочетая стратегические и финансовые термины. В финансовых терминах стратегия может быть рассмотрена как ряд опционов, а составление бюджетов является гарантией того, что менеджеры будут заниматься планированием будущих операций, учитывая при этом прогнозируемые изменения внешней и внутренней среды организации в рамках горизонта планирования и определяя те действия, которые необходимо предпринять,

чтобы оперативно реагировать на прогнозные изменения. Процесс планирования заставит руководителей центров ответственности предвидеть негативные факторы до того, как они повлияют на деятельность компании (7, с. 73). Реальные опционы в этом плане помогают рассмотреть изменение тех или иных событий, а в рамках бюджетирования – различные проекты бюджета.

Существенное ускорение темпа жизни, в том числе в экономике, приводит к тому, что операционная среда компании становится более динамичной. Это обстоятельство повышает степень риска для фирмы, а также сокращает жизненный цикл компании, товара, торговой марки. Одним из видов редуцирования рисков является их диверсификация, которая, в свою очередь, требует наиболее эффективного использования ресурсов по каждому продукту и в каждом бизнесе. Сокращение жизненных циклов вызывает изменение подхода к организации бизнеса, в том числе финансовой политики, в результате чего она становится проектно-ориентированной.

Менеджер разрабатывает проект, понимая, что он не может управлять будущей неопределенностью, но он может предусмотреть возможные гибкие решения в будущих ситуациях. Эта гибкость придает дополнительную ценность проектам. И поэтому анализ реальных опционов нацелен, прежде всего, на возможности менеджеров изменять проекты по мере их осуществления, принимая управленческие решения, направленные на улучшение свойств объекта инвестирования в зависимости от быстроизменяющейся ситуации.

С определенной точки зрения можно сказать, что реальные опционы – это результат развития DCF-подхода (Discounted Cash Flows), поскольку он базируется на представлении о ценности проекта как приведенной стоимости его денежных потоков.

Реализация стратегии практически всегда подразумевает последовательное принятие важных решений. Одни решения принимаются немедленно, другие преднамеренно откладываются, с тем чтобы менеджеры имели возможность оптимизировать решения с учетом развития событий.

Уже отмечалось, что применение реальных опционов связано с неопределенностью. Понятие неопределенности также ассоциируется с понятием риска. Причины риска разнообразны и разнородны. Здесь уместно будет затронуть проблему учета фактора риска в процессе бюджетирования. Любое предприятие формирует свой бюджет в конкретном периоде, который может характеризоваться неопределенностью экономической ситуации, а также неизбежностью возникновения рисков. В процессе бюджетирования можно и нужно оценивать риски и принимать меры по их нейтрализации.

В бюджетировании риски классифицируются по двум группам: риск потери дохода и риск потери увеличения расходной части бюджета. Для уменьшения рисков можно использовать следующие стандартные способы:

- 1) уклонение от рисков (отказ от сомнительных партнеров, поиск гарантов и т.д.);
- 2) локализация рисков (создание отдельных венчурных центров для реализации рискованных проектов);
- 3) распределение рисков (диверсификация видов деятельности и продуктов, разнообразие поставщиков и покупателей);
- 4) создание резервов (1, с. 100).

**Опционное пространство,
определяемое с помощью двух метрик для ценности опциона**

Мы можем использовать две метрики для ценности опциона, чтобы описать проекты как точки в «опционном пространстве». Движение направо и/или вниз соответствует более высокой ценности опциона.

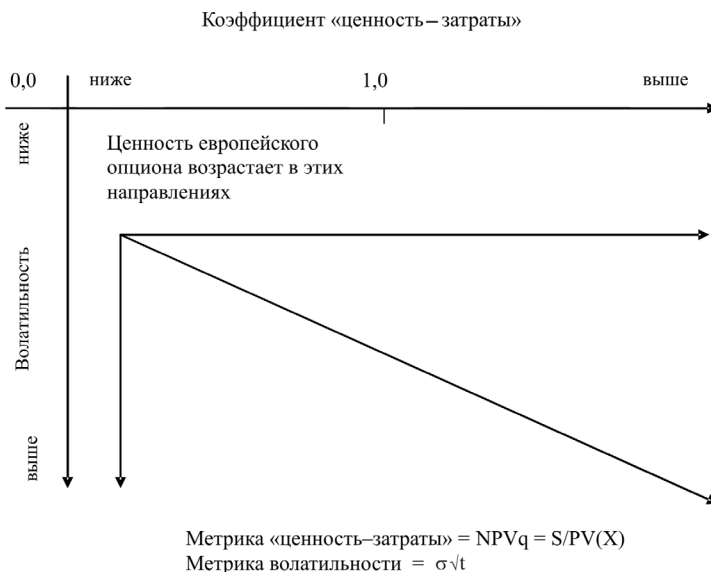


Рис. 3. Опционное пространство

Источник: Лерман Т.А. Стратегия как портфель реальных опционов//РЖМ. – 2006. – Том 4. – № 3. – С. 110.

Можно рассматривать риски в бюджете также как реальный опцион. Тогда мы сталкиваемся с проблемой выбора возможного варианта действий и оценки проектов. И в этом случае может помочь подход, предложенный Т.А. Лерманом в статье «Стратегия как портфель реальных опционов» (1998).

Лерман предлагает для принятия решения в рамках определенного вопроса использовать так называемое «опционное пространство» для того, чтобы решить: инвестировать или нет, когда инвестировать и что делать по мере развития событий. На рисунке 3 представлено опционное пространство, описанное в указанной выше статье. Можно сказать, что бизнес-стратегия представляет собой последовательность взаимосвязанных опционов, и для более лучшего принятия решения, возможно, необходимо провести анализ в опционном пространстве. Следующим шагом является разделение опционного пространства на различные области, исходя из того, что знает аналитик о метриках «ценность–затраты» и волатильности, а также об обычной NPV. При этом, волатильность отражает колеблемость параметров в процессе принятия решения об инвестициях, которая зависит, во-первых, от того, насколько будущая ценность активов подвержена неопределенности или риску, и во-вторых, на какое время можно отложить момент принятия решения. Первое определяется вариацией доходности активов за

период, второе – временем до истечения опциона. Опционное пространство определяется этими двумя метриками как координатами (11, с. 110). На рисунке 4 приведен пример разделения опционного пространства.

Делим опционное пространство на области

Кривая на рисунке может быть получена из уравнения Блэка-Шоулза, если мы предположим, что r_f и s постоянны при изменениях t , находя значение коэффициента «ценность–затраты», соответствующие соотношению $NPV=0$. Например, в предложенном случае $r_f=0$, кривая является вертикальной линией, соответствующей точкам с коэффициентом «ценность–затраты».

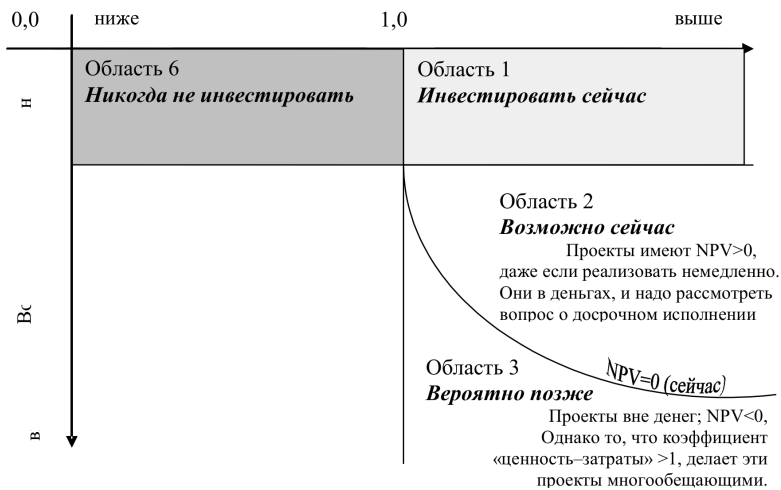


Рис. 4. Разделение опционного пространства

Источник: Лерман Т.А. Стратегия как портфель реальных опционов//РЖМ. – 2006. – Том 4. – № 3. – С. 111.

В опционном пространстве присутствует NPV , две дополнительные метрики для оценивания опционов и шесть возможных действий, которые отражают не только то состояние, в котором проект находится в данный момент, но и правдоподобность того, что он окажется в лучшем положении в будущем. Все данные действия помогают в оценке выбранных стратегий компании (11, с. 111).

В рамках бюджетирования можно использовать данный подход для анализа наиболее выгодных проектов бюджета. Применение данного подхода при рассмотрении опционов, с учетом гибкости и неопределенности, позволит получить другие оценки, в отличие от DCF-подхода. Также применение данного подхода позволит рассмотреть, как могут измениться перспективы анализируемых проектов.

В рамках традиционной концепции все, что должен делать менеджер, – это следить за тем, чтобы проект осуществлялся по заранее определенному наиболее вероятному сценарию. На самом деле активный менеджер может сделать гораздо больше, применяя реальные опционы. В частности, менеджер может:

- сократить, приостановить или остановить негативные процессы, которые могут начаться при осуществлении проекта;
- развить позитивные стороны проекта, тиражировать его опыт на других объектах;
- отсрочить проект до получения новой информации, имеющей коммерческую ценность;
- изменить корпоративную, инвестиционную или финансовую стратегию в соответствии с новыми условиями;
- сократить в контрактах негативную сторону рисков, увеличив позитивную;
- воспользоваться новыми возможностями финансирования проектов и корпораций, оперативно изменять структуру и стоимость капитала.

Все это делается не случайным образом, а в соответствии с целью проекта, поэтому, как правило, увеличивает его эффективность.

Конечно, применение опционов для оценки предполагает больший, а не меньший объем анализа, но важно отметить, что данный подход помогает определить, что нужно и целесообразно анализировать, дает организации возможность учесть влияние различных эффектов, а также предлагает визуальную интерпретацию.

Применение опционного пространства и наблюдение за изменениями в размещении опционов позволяют сделать выводы о том, как повысилась или понизилась ценность проекта, а также переместился ли проект из одной области в другую и что в данном случае необходимо предпринять (11, с. 118).

Конечно, применяя реальные опционы, компании сталкиваются с различными трудностями. В частности, возникают вопросы по оценке опционов:

- Достаточно ли двух сценариев для оценки опционов (умеренно-оптимистического и умеренно-пессимистического) или их число должно быть увеличено?
- Должно ли дерево решений состоять только из одного звена или его следует сделать более разветвленным? Если да, то сколько звеньев должно быть у дерева и как следует рассчитывать такой многостадийный опцион?
- Какая модель опциона наиболее подходит для анализа? Это должен быть европейский или американский опцион?
- Как корректно учесть риск при оценке опционов, если опционы меняют риск проекта?

Решение данных вопросов также можно связать с процессом бюджетирования, так как он влияет на модель, которая будет применяться в анализе.

Следует отметить, что во многих компаниях формулирование стратегии и развитие бизнеса не относятся к компетенции финансовой структуры. Тем не менее, для осуществления обоих процессов необходим финансовый инструментарий. Для того чтобы финансы сыграли важную роль в креативном процессе, надо оценить последовательность решений, пока они являются чисто гипотетическими, то есть пока они все еще лишь просто возможности (11, с. 124).

В этом случае концепция реальных опционов, находящаяся на стыке экономики, математики и права, в настоящее время имеет огромный потенциал. Освоение и применение этого потенциала сопоставимо по масштабу и сложности решаемых задач с тем, что несло в свое время освоение экономистами математического программирования.

В данной статье была сделана попытка показать возможность применения реальных опционов в процессе бюджетирования в современной компании.

Литература

1. *Абрамков А.Е.* Бюджетирование в системе менеджмента организации//Вестник СПбГУ. Сер. 8. – 2003. – Выпуск 3 (№ 24). – С. 96–116.
2. *Бримсон Джеймс.* Процессно-ориентированное бюджетирование. Внедрение нового инструмента управления стоимостью компании//Джеймс Бримсон, Джон Антос при участии Джея Коллинза; Пер с англ. – Москва: Вершина, 2007. – 336 с.
3. *Бухвалов А.В.* Реальные опционы в менеджменте: введение в проблему//Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 1. – С. 3–32.
4. *Бухвалов А.В.* Реальные опционы в менеджменте: классификация и приложение//Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 2. – С. 27–56.
5. *Бухвалов А.В.* Реальны ли реальные опционы//Российский журнал менеджмента. – 2006. – Том 4. – № 3.
6. *Ермакова Н.А.* Контрольно-информационные системы управленческого учета. – М.: Экономика, 2005. – 296 с. (Res Cottidiana).
7. *Гавриков М.* Постановка бюджетирования в коммерческой организации// Управленческий учет и финансы. – 2005. – № 4.
8. *Козырев А.Н.* Использование реальных опционов в инновационных проектах //Доклад на Общем собрании Отделения общественных наук РАН 2 марта 2005 г.
9. Концепция контроллинга: Управленческий учет. Система отчетности. Бюджетирование/ Hogvath&Partners; Пер с нем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 269 с. (Серия «Модели менеджмента ведущих корпораций»)
10. *Керимов В.Э.* Бюджетирование и внутрихозяйственный контроль в торговле/В.Э Керимов, Д.С. Аболенский, П.В. Селиванов; Под ред. В.Э. Керимова. – М.: Эксмо, 2006. – 224 с.
11. *Лерман Т.А.* Стратегия как портфель реальных опционов//Российский журнал менеджмента. – 2006. – Том 4. – № 3. – С. 107–124.
12. *Лерман Т.А.* Инвестиционные возможности как реальные опционы: начнем с цифр// Российский журнал менеджмента. – 2006. – Том 4. – № 3. – С. 85–106.
13. *Хоут Джереми, Фэйзер Робин.* Бюджетирование, каким мы его не знаем. Управление за рамками бюджетов/Пер. с англ. – М.: ООО «Вершина», 2005. – 256 с.

Г.А. Ершова,

*ассистент профессора направления «Управление бизнесом»,
Американский университет в Центральной Азии*

Инвестиционные возможности негосударственного пенсионного фонда

Одним из основных путей достижения роста экономики любой страны являются инвестиции, создающие факторы производства. Источником инвестиций является агрегация денежного капитала, сформированного как в самом секторе экономики, так и в финансо-