

Как видно из таблицы, состав притоков и оттоков при расчете показателей эффективности для различных ее видов существенно изменяется. Кроме того, приведенный состав чистого потока наличности не полон в связи с конкретными условиями отдельного инвестиционного проекта. При рассмотрении проекта состав оттоков и притоков денежных средств необходимо уточнять и дополнять с учетом условий его реализации. Таким образом, необходимо обоснованно подходить к порядку формирования чистого потока наличности как к основному фактору, определяющему показатели эффективности инвестиционных проектов (ЧДД, ВНД, ИР, СО).

Е.А. ЕФИМОВА

*СПОСОБ ПОВЫШЕНИЯ ОБЩЕЙ ЛИКВИДНОСТИ СИСТЕМЫ ПРОЕКТОВ**

Многие промышленные предприятия Беларуси сегодня оказались связанными со старыми неперспективными инвестиционными проектами. В такой ситуации в рыночной экономике осуществляется процесс, противоположный инвестированию — деинвестирование, т.е. продажа активов проекта, в которые ранее были вложены инвестиции. При этом вырученные от их продажи средства вкладываются в новые высокотехнологичные проекты.

В Беларуси позиция “деинвестировать” практически недоступна из-за отсутствия развитого фондового рынка, бездействующего механизма банкротства и медленного процесса акционирования. В таких условиях предприятие может либо “заморозить”, либо “закрыть” проект. Однако данные возможности являются достаточно дорогостоящими и какую бы из них не выбрало предприятие, любая ведет к временной или полной остановке проекта. Это означает, что предприятие не сможет вернуть вложенные в проект деньги в ликвидной форме. Именно этим, на наш взгляд, можно объяснить неудовлетворительное финансовое состояние многих промышленных предприятий республики.

Белорусские предприятия оказались в инвестиционной ловушке, так как не могут ликвидировать неперспективные проекты и начать новые из-за недостатка средств. Чем дольше они находятся в такой ситуации, тем глубже “увязают” в старых убыточных проектах и ближе подходят к банкротству. Чтобы избежать подобной ситуации, предприятия должны быстро реагировать на изменения инвестиционной конъюнктуры и быть готовыми внедрять новые технологии в рамках новых проектов.

При этом встает вопрос, где взять деньги для вложения в новый проект в условиях жесткой нехватки ликвидных средств? Таких денег нет, поскольку способность предприятий к самофинансированию очень низка, а заемное финансирование слишком дорогое для отечественного производителя вследствие маломощности банковской системы, сохранения высокой инфляции, низкой рентабельности производства.

В таких условиях невозможно обойтись без внешних прямых производственных инвестиций, которые могли бы дать необходимый толчок к восстановлению инвестиционного потенциала республики в будущем. Однако в силу того, что экономика Беларуси пока по многим важнейшим параметрам — экономика закрытого типа, доля представленного в ней иностранного капитала остается низкой и не обеспечивает даже минимальной потребности в иностранных инвестициях. Основ-

Екатерина Андреевна ЕФИМОВА, аспирантка кафедры финансов БГЭУ.

*Статья подготовлена при финансовой поддержке Белорусского республиканского фонда фундаментальных исследований.

ная трудность прямого инвестирования в том, что иностранные инвесторы опасаются потери вложенного реального капитала.

Предлагаемый нами динамичный подход призван обеспечить условие возвратности вложенных иностранным инвестором инвестиций при переходе к рыночной экономике.

Обязательное условие практической реализации этого подхода — интеграция белорусской экономики в мировое сообщество, превращение ее из закрытой экономики в экономику открытого типа. Только тогда инвестору будет доступна позиция “конвертация” (рис.1), направленная на то, что при потере части активов вследствие наступле-

ния форс-мажорных обстоятельств в стране с нестабильной экономикой (называемой далее рискованной зоной) инвестор будет располагать высоколиквидными активами, размещенными в безрискованной зоне.

На наш взгляд, инвестор, вложив инвестиции в некоторое предприятие (проект), в рамках которого накоплен большой объем основных и оборотных активов в рискованной зоне и их невозможно продать, а тем более продать быстро, должен иметь возможность хотя бы конвертировать ставший неперспективным проект в новый проект.

Предлагаемая позиция “Конвертация” — это способ преобразования старого проекта (называемого далее “главным”) в новый, который заключается в превращении части накопленного материального и денежного запаса по “главному” проекту в поток наличности для реализации нового проекта.

Так, в некоторый момент t_i может быть выгодно вместо продолжения убыточного “главного” проекта конвертировать его активы в активы нового симметричного проекта, при этом они должны быть технологически взаимосвязаны. Тогда позиция “конвертация” выступает в качестве альтернативы позиций “заморозить” и “закрыть” проект и является промежуточной.

Чтобы сделать позицию “конвертация” доступной, инвестор должен отслеживать и повышать уровень ликвидности “главного” проекта, поскольку, чем она выше, тем легче произвести конвертацию активов в новый проект. Поэтому, когда принимается решение о конвертации, ключевым вопросом является уровень ликвидности “главного” проекта в момент t_i .

Следовательно, на протяжении всего периода реализации проекта (от момента вложения инвестиций в главный проект до момента его конвертации t_i) особое внимание инвестора должно быть а priori направлено на отслеживание и повышение уровня ликвидности проекта.

На наш взгляд, повысить ликвидность “главного” проекта можно в рамках предлагаемого динамичного подхода, сущность которого заключается в формировании инвестором системы взаимосвязанных проектов, состоящей из “главного” и одного или более “поддерживающих” проектов различной функциональной и/или территориальной направленности, в совокупности обеспечивающими максимальный положительный чистый денежный поток системы проектов при благоприятных условиях и минимальный отрицательный чистый денежный поток при самом неблагоприятном их изменении. Минимальная система инвестиционной деятельности может состоять из двух проектов — “главного” и “поддерживающего”.

Организация проектов как компонентов системы, в рамках которой они оказывают друг другу поддержку во времени, предлагается в качестве альтер-



Рис. 1. Переход от “главного” проекта к новому, представленный как его конвертация

нативы традиционному подходу, согласно которому инвестиционная программа представляет собой набор отдельных ранжированных проектов без учета их взаимного влияния. Динамичный подход дает инвестору возможность рассматривать денежные потоки по нескольким проектам как единый поток системы.

В нестабильных экономических условиях инвестору следует руководствоваться логикой *“ожидаемой нехватки ликвидности”*, которая должна воздействовать на принятие инвестиционного решения, даже если в текущий момент никакой нехватки не наблюдается. Это иллюстрирует важный аспект динамического экономического окружения (среды) проекта — *“влияние роли ожиданий на сегодняшнее поведение”* инвестора, которое проявляется в оценке инвестором вероятности будущей нехватки ликвидности и выборе инвестиционной политики, наилучшей в таких условиях.

Действуя таким образом, инвестор всегда будет готов к тому, что обстоятельства на рынке могут резко измениться к худшему и продолжение проекта может стать невыгодным, и он должен *“изъять”* из проекта максимально возможное количество высоколиквидных активов и вложить их в альтернативный новый проект в рамках позиции *“конвертация”*.

Создаваемый *“главным”* проектом чистый денежный поток может реинвестироваться в *“главный”* либо вкладываться в *“поддерживающий”* проект или новый вне территориально рискованной зоны. Таким образом, инвестор может регулировать долю своего присутствия на рынке рискованной зоны в зависимости от ситуации. Так, если ситуация в рискованной зоне будет складываться не лучшим образом для перспектив *“главного”* проекта, инвестор может осуществить его конвертацию в новый проект, организовав его в каком-либо другом месте. При этом проект в безрискованной зоне по-прежнему останется *“поддерживающим”*, но уже для нового проекта. Если же ситуация складывается благоприятным образом, инвестор может расширить *“поддерживающий”* проект в целях оказания дополнительной помощи *“главному”* проекту и наращивания своего присутствия в рискованной зоне.

Формирование системы проектов позволяет *оптимизировать* денежные притоки и оттоки во времени, распределяя их по нескольким проектам. Временно свободные излишки денег по одному проекту покрывают дефицит по другому, обеспечивая положительную величину *кумулятивного сальдо* денежного потока системы проектов и делая возможной их реализацию.

Общий денежный поток системы проектов и каждого в отдельности может быть представлен в виде

$$TF = DF + SF,$$

где DF — прямой денежный поток по проекту; SF — накопленный неиспользуемый денежный поток по проекту.

Прямой денежный поток DF — это фактическая разность между денежным притоком и оттоком от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Накопленный денежный поток (SF) можно рассматривать в двух видах — *фактическом и потенциальном (латентном)*. Фактический накопленный денежный поток — это *часть фактически полученного* на i -ом шаге прямого денежного потока, которая впоследствии изымается из оборота и накапливается с определенной целью, т.е. превращается в денежный запас. Примером его может служить создаваемый в рамках проекта амортизационный фонд (согласно натуралистической концепции амортизации). При таком подходе амортизация — неотъемлемая составляющая денежного потока — искусственно изымается из оборота и вследствие этого не может работать и приносить доход, а кроме того, обесценивается из-за инфляции. Этот ликвидный запас следует использовать снова (инвестировать), тем самым превращая его в работающий денежный поток.

Потенциальный (латентный) накопленный денежный поток — это деньги, которые *могут быть* получены за счет роста оборачиваемости текущих активов, залога и реализации неиспользуемых основных активов в целях их после-

дующего превращения в денежный поток. Другими словами, накопленный потенциальный денежный поток аккумулируется в неиспользуемых активах “главного” проекта.

Сумма денег, за которую могут быть реализованы на рынке неиспользуемые в рамках проекта основные активы, является важнейшим резервом роста прямого денежного потока по проекту и, как следствие, резервом повышения не только текущей платежеспособности проекта (ликвидности), но и его общей платежеспособности. Однако на сегодняшний день этот рычаг нельзя использовать в полной мере из-за отсутствия в Беларуси функционирующих рынков ликвидации активов.

Важный элемент потенциального денежного потока — поток, скрытый в приросте накопленных излишних производственных запасов, незавершенного производства, готовой продукции на складе, дебиторской задолженности.

Таким образом, накопленный неиспользуемый денежный поток — это неиспользуемые, аккумулируемые в рамках “главного” проекта активы, которые могут быть превращены в работающий денежный поток путем их реинвестирования в рамках “поддерживающего” или нового проекта с соблюдением территориальной или отраслевой диверсификации. В тоже время, если проекты технологически взаимосвязаны, то материальные активы в “главном” проекте могут быть в прямом виде инвестированы в “поддерживающий” (новый) проект без конвертации в деньги. За счет этого может быть снижена потребность в займах для продолжения инвестиционной деятельности или при наступлении форс-мажорных обстоятельств.

Предлагаемая структура потока системы проектов направлена на обеспечение оптимизации DF — “главного” проекта — путем превращения запаса, накопленного в ходе реализации “главного” проекта, в работающий денежный поток в рамках “поддерживающего” или нового проекта. Этот поток будем называть накопленным (или сэкономленным) денежным потоком “поддерживающего” проекта. Предлагаемый подход направлен на обеспечение максимально ликвидного накопленного потока “поддерживающего” проекта, который призван покрыть потери активов по “главному” проекту.

Таким образом, “поддерживающий” проект — внутренний проект предприятия (инвестора) — обеспечивает ускорение оборачиваемости активов в рамках “главного” проекта и в то же время направлен на максимизацию ликвидности накопленного в рамках системы проектов запаса в случае необходимости вынужденного прекращения “главного” проекта. Посредством “поддерживающего” проекта реализуется комплекс мер, направленных на обеспечение максимальной ликвидности системы проектов, т.е. за максимизацию общего денежного потока системы TF . Однако необходимо подчеркнуть, что “поддерживающий” проект должен обладать достаточно высокой эффективностью с тем, чтобы не завести “главный” проект в еще большую убыточность. Это проверяется путем расчета дополнительных критериев, например внутренней нормы доходности (IRR) и динамического срока окупаемости ($T_{ок-д}$), совокупности “главного” и “поддерживающего” проектов. “Конвертация” “главного” проекта в новый посредством “поддерживающего” проекта должна вызвать синергетический эффект, т.е. успешный новый проект, помочь вернуть инвестиции из неудачного “главного” проекта, в противном случае его следует отвергнуть.

При этом SF выступает как накопленный запас по “главному” проекту, который можно превратить в наличность, т.е. в денежный поток по “поддерживающему” проекту. Таким образом, SF выступает одновременно в двух проявлениях: и как запас материальных и денежных активов, и как новый денежный поток, размер которого зависит от степени ликвидности запаса. В итоге предлагается усовершенствованная концепция чистого “денежного потока системы проектов по схеме “прямой денежный поток” “главного” проекта — накопленный запас — денежный поток поддерживающего проекта” (рис.2).

Всякая трансформационная экономика является “вариантной экономикой”. При наступлении в Беларуси варианта развития, обусловленного ростом открытости экономики и развитием фондового рынка, станет возможным определение

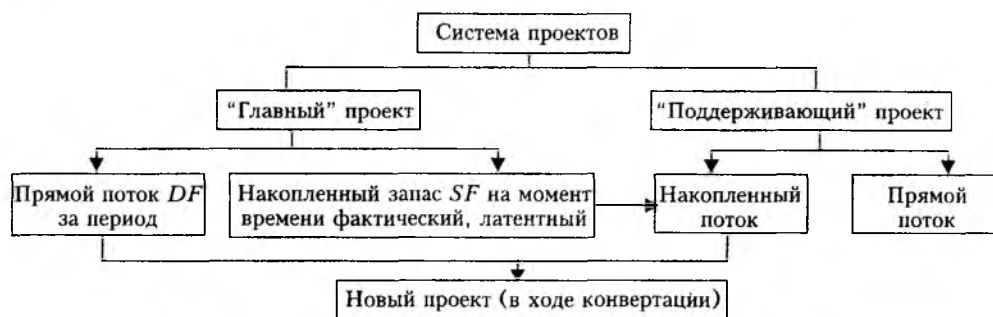


Рис. 2. Превращение запаса в денежный поток в рамках системы "главного", "поддерживающего" и нового проектов

реальной рыночной стоимости основных активов, накопленных в рамках старых инвестиционных проектов. Это, в свою очередь, делает реальной практическую реализацию "конвертации" путем получения кредита под залог накопленных в рискованной зоне основных активов. С развитием фондового рынка они станут приемлемым предметом залога, поскольку залогополучатель, видя положительную динамику в продвижении к рыночной экономике, будет знать, что в случае необходимости он сможет их продать в будущем.

В развитой рыночной экономике возможность получить кредит под залог активов, накопленных в рамках "главного" проекта, позволяет смягчить зависимость возможности продолжения проекта от его внутренней ликвидности. При поэтапном переходе к экономике открытого типа в Беларуси это может стать реальной возможностью ослабить жесткую нехватку ликвидных средств для осуществления инвестиций. Однако применение такой процедуры в условиях, характерных для закрытой экономики, осложняется маломощностью банковской системы, высокой инфляцией, отсутствием иностранного капитала.

Банки сегодня также остро ограничены в ликвидных средствах, как и промышленные предприятия, о чем говорит высокий уровень просроченной дебиторской задолженности в банковской системе республики. Поэтому они весьма неохотно предоставляют финансирование под новые проекты, так как не могут вернуть средства, уже вложенные ими ранее в старые проекты. В таких условиях они более склонны кредитовать старые проекты в надежде получить хотя бы какую-то отдачу, поскольку раньше в них уже были вложены значительные средства. Поэтому важным моментом при получении кредита, на наш взгляд, является обоснование перед кредитором цели: кредитование нового или старого проекта. Причем важно представить "поддерживающий" (новый) проект как необходимый для продолжения "главного" проекта. В этом случае банк, видя преемственность в выборе направлений инвестирования, нацеленную на повышение ликвидности системы проектов в целом и свидетельствующую о росте вероятности возврата кредита, будет более уступчив при выдаче нового кредита.

Предложенный подход к инвестированию в структуре "страна, предприятие, коммерческий банк" позволит стабилизировать инвестиционную деятельность в Беларуси при одновременной интеграции белорусской экономики в мировое сообщество путем осуществления постепенных шагов по превращению ее из закрытой в экономику открытого типа.